Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Sanistål A/S

Aarhus Universitet – Business and Social Sciences.
HD-R Afhandling

Forfatter:
Simon Hernø Munck
Eksamensnummer: 285918

Vejleder:
Torben Langbjerg
Summary

Sanistål A/S is a wholesaler and supplies the construction industry with different goods for the plumbing industry and with steel. Before the financial crisis occurred the construction industry was booming with increasing demand as well as low interest rates. This facilitated Sanistål A/S as a wholesaler to this industry.

However the crisis broke out in 2008 which affected Sanistål a lot since acquisitions and major investments were made by Sanistål up to the year 2008. Sanistål was hidden very hard by the crisis and came out with massive losses in the years 2008, 2009, and 2010.

In this thesis it is examined how Sanistål has done over the years of financial crises. The purpose of this thesis is to assess the fundamental value of Sanistål A/S with March 29, 2013 as the cutoff date.

The analysis of the external factors was done by a PEST-analysis and Porters five forces model which describes the external environment were Sanistål A/S have no influence.

The main findings in the PEST-analysis were that Sanistål is heavily exposed to politics and legislative as Sanistål is very controlled by how steel price are changes, where politics can have a large effect on this development. In addition, the economic and demographic factors are also of great importance for Sanistål that operates in a market that is highly cyclical.

The main findings by the five forces model were that the forces of high relevance for Sanistål were customer bargaining power and the industry's competitive intensity.

In the internal strategy analysis it was found that Sanistål’s core competencies relative to competitors were their reputation and high level of service, their effective distribution and their innovative solutions such as their webshop.

The main result of this thesis is that the theoretically correct price for 1 pc. Sanistål A / S share, in the light of market and industry conditions, historical figures and expectations for the future 440kr. This price is 85.5% higher than the price on the relevant date. Which means that the share is, at present, is undervalued by 376.5 kr.
# Indhold

<table>
<thead>
<tr>
<th>Kapitel</th>
<th>Side</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Indledning</td>
<td>3</td>
</tr>
<tr>
<td>Problemformulering</td>
<td>4</td>
</tr>
<tr>
<td>Metode</td>
<td>5</td>
</tr>
<tr>
<td>Afgrænsning</td>
<td>6</td>
</tr>
<tr>
<td>Virksomhedsprofil</td>
<td>7</td>
</tr>
<tr>
<td>Strategisk analyse</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>Ekstern strategianalyse</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>Samfundsforhold</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>Politik og lovgivning</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>Økonomi og demografi</td>
<td>12</td>
</tr>
<tr>
<td>Sociale og kulturelle forhold</td>
<td>15</td>
</tr>
<tr>
<td>Teknologi og miljø</td>
<td>15</td>
</tr>
<tr>
<td>Delkonklusion</td>
<td>16</td>
</tr>
<tr>
<td>Brancheforhold</td>
<td>17</td>
</tr>
<tr>
<td>Definition af branchen</td>
<td>18</td>
</tr>
<tr>
<td>Leverandørernes forhandlingsstyrke</td>
<td>18</td>
</tr>
<tr>
<td>Kundernes forhandlingsstyrke</td>
<td>19</td>
</tr>
<tr>
<td>Truslen fra nye konkurrenter (adgangsbarrierer)</td>
<td>20</td>
</tr>
<tr>
<td>Truslen fra substituerende produkter</td>
<td>21</td>
</tr>
<tr>
<td>Konkurrenceintensiteten</td>
<td>22</td>
</tr>
<tr>
<td>Delkonklusion</td>
<td>24</td>
</tr>
<tr>
<td>Intern strategianalyse</td>
<td>25</td>
</tr>
<tr>
<td>Ressourcer</td>
<td>25</td>
</tr>
<tr>
<td>Kernekompetencer</td>
<td>28</td>
</tr>
<tr>
<td>Delkonklusion</td>
<td>28</td>
</tr>
<tr>
<td>SWOT-analyse</td>
<td>29</td>
</tr>
<tr>
<td>Regnskabsanalyse</td>
<td>30</td>
</tr>
<tr>
<td>Regnskabspraksis</td>
<td>30</td>
</tr>
<tr>
<td>Reformulering af resultatopgørelsen</td>
<td>31</td>
</tr>
<tr>
<td>Reformulering af balancen</td>
<td>31</td>
</tr>
<tr>
<td>Rentabilitetsanalyse</td>
<td>33</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Niveau 1: Opdeling af driftsaktiver og finansieringsaktiver og finansiel gearing .......... 34
Niveau 2: Dekomponering af driftsaktivernes rentabilitet .................................. 35
Delkonklusion ........................................................................................................... 36
Budgettering ............................................................................................................ 37
Budgetperiode .......................................................................................................... 37
Salgsvækst ................................................................................................................ 37
Dækningsgrad .......................................................................................................... 38
Overskudsgrad ......................................................................................................... 38
Nettdriftsaktivernes omsætningshastighed .............................................................. 39
Delkonklusion .......................................................................................................... 39
Værdiansættelse ........................................................................................................ 39
Vægtede gennemsnitlige omkostninger til kapital .................................................... 40
Ejernes afkastkrav .................................................................................................... 40
Finansielle forpligtelsers afkastkrav ....................................................................... 42
Kapitalstruktur ......................................................................................................... 43
Beregning af WACC .................................................................................................. 44
Værdiansættelse af Sanistål A/S ............................................................................ 44
Delkonklusion .......................................................................................................... 45
Konklusion ................................................................................................................ 46
Kilder: ...................................................................................................................... 48
Sider ........................................................................................................................... 49
Figurliste: .................................................................................................................. 49
Tabeller ...................................................................................................................... 49
Bilag ............................................................................................................................ 50
Bilag 1 – obligationsrenter ..................................................................................... 50
Bilag 2 – Betaværdi, Sanistål A/S .......................................................................... 54
Bilag 3 – Proforma regnskab ................................................................................... 55
Bilag 4 – Værdiansættelse ....................................................................................... 56
Bilag 5 – Sanistål’s aktiekurs .................................................................................. 57
Indledning


Problemformulering

Hovedformålet med denne afhandling er, at foretage en værdiansættelse af den børsnoterede engrosvirksomhed Sanistål A/S. Værdiansættelsen vil blive foretaget med udgangspunkt i en uddybende strategisk og regnskabsmæssig analyse af Sanistål, samt et skøn over virksomhedens fremtidige udvikling. Denne proces skal underbygge muligheden for at give et kvalificeret svar på afhandlingens hovedspørgsmål som lyder:

_Hvad er den teoretisk korrekte pris for en Sanistål A/S aktie, på baggrund af relevante markeds- og brancheforhold, historiske regnskabstal og forventninger til fremtiden, og ligger denne pris over eller under den nuværende aktiekurs?

Til at besvare hovedspørgsmålet, vil opgaven igennem en strategisk analyse, besvare følgende underspørgsmål:

- _Hvilke samfundsforhold påvirker Sanistål?
- _Hvilke brancheforhold påvirker Sanistål?
- _Hvilke interne strategiforhold påvirker Sanistål?

Ligeledes skal Saniståls historiske performance analyseres ved en regnskabsanalyse, der skal besvare følgende underspørgsmål:

- _Hvordan har den økonomiske udvikling været i Sanistål i de seneste 5 år?

Med udgangspunkt i besvarelsen fra de ovenstående underspørgsmål kan følgende underspørgsmål besvares i relation til værdiansættelsen af Sanistål:

- _Hvordan vil Sanistål blive påvirket i deres fremtidige økonomiske udvikling i forhold til fastsættelse af budget?
- _Hvad er den teoretiske pris på en Sanistål aktie ud fra en værdiansættelse efter henholdsvis den diskonterede cash flow-model og residualindkomstmodellen?
- _Er kursen på Sanistål aktien attraktiv ved den aktuelle lukkekurs d. 29-03-13 i forhold til den teoretisk beregnede aktiekurs?
**Metode**


*Figur 1 – Disposition*

Den strategiske analyse vil anvende følgende modeller til besvarelse af analysen:

- PEST-model
- Porter Five Forces
- Ressourcer og kernekompetencer
- SWOT

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide, med formål at dekomponere nøgletallet ROE.

Igennem budgetteringsfasen er et af de centrale elementer, at få fastsat værdien af de vægtede gennemsnits kapitalomkostninger, WACC. Budgetteringsfasen skal ende ud i et proformaregnskab over en budgetteringsperiode, til videre brug i næste punkt på dispositionen.
Værdiansættelsen bliver foretaget på baggrund af det budgetterede proformaregnskab og foretager værdiansættelsen ud fra DCFF og RIDO modellerne.

**Afgrænsning**

Der er afsat en skæringsdato 29.03.2013 for, hvor sent ny information vil blive medtaget i afhandlingen. Oplysninger offentliggjort efter denne dato vil ikke blive medtaget. Dermed vil det den nye aftale om, at sænke selskabsskatten heller ikke blive taget højde for i den fremtidige budgettering.

Afhandlingen begrænser sig til, at anvende årsregnskaber for de seneste fem år i den historiske analyse. Dette betyder at der for nøgletal beregnet for år 2008 ikke vil blive benyttet gennemsnitstal, men i stedet ultimobeløb.

Betaværdien der anvendes til beregning af WACC, er det undladt at beregne manuelt. I stedet er værdien hentet fra et opslag i Reuters Financial.
Virksomhedsprofil


\textbf{Figur 2 – Kundeværdier og vision}

Figur 1 illustrerer, hvordan Sanistål ser sine kundeværdier, hvor de ønsker at styrke konkurrencekraften ved, at have stort udvalg af varer indenfor byggeri og industri og gennem god rådgivning. Samtidig ønsker Sanistål at være bedst på kerneydelser, ved at det skal være nemt, lettilgængeligt og hurtigt at handle hos dem, enten via en af deres landsdækkende

\textsuperscript{1} Business to business
\textsuperscript{2} Jf. Årsrapport 2012 s. 8
butikker eller via deres webbutik med dag til dag levering. De to kundeværdier skal munde ud i at kunden får en ”mere end du tror oplevelse” der skal kunne opfylde deres vision udstukket i følgende punkter:

- Kunder og leverandører oplever Sanistål som en værdiskabende forretningspartner
- Medarbejderne opfatter Sanistål som en attraktiv, ansvarlig og udviklende arbejdspuds
- Sanistål forbedrer sig konstant og skaber resultater for sine aktionærer


3 Kilde: www.sanistaal.com
4 Jf. fondsbørsmeddelelse 1 og arktikel 1

Som det kan læses ud fra virksomhedsprofilen har Sanistål oplevet noget af en rutsjebanetur i det seneste årti, med høj vækst overtaget af en stor nedtur til noget nær nulpunktet, til i dag at være godt på vej frem mod vækst igen.

**Strategisk analyse**

Der foretages en strategisk analyse af Sanistål for at skabe et overblik over virksomhedens ikke-finansielle værdidrivere, der på sigt kan være styrende for værdiskabelsen i virksomheden. Ikke-finansielle værdidrivere er de bagvedliggende faktorer, som har indflydelse på de finansielle værdidrivere. De ikke-finansielle værdidrivere kan opdeles i tre omverdensfaktorer på samfundsniveau, brancheniveau og på interne faktorer, der er knyttet til ressourcer og kernekompetencer\(^5\).

Finansielle værdidrivere måler på en virksomheds præstationer for en bestemt periode, hvorimod ikke-finansielle værdidrivere giver en indikation på den fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere.

**Ekstern strategianalyse**

De to første strategiske analyser der omhandler samfundsforholdene og brancheforholdene og derunder deres ikke-finansielle værdidrivere, vedrører begge forhold der påvirker Sanistål udefra.

\(^5\) Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s.80
**Samfundsforhold**

Der anvendes en PEST analyse til, at skabe et overblik over de ikke-finansielle værdidriverne på samfundsniveau, der har en betydelig indflydelse på Saniståls fremtidige værdiskabelse.

PEST-modellen er illustreret i figur 2, hvor de fire dele af samfundsanalysen er vist som påvirker virksomheden. Herunder politik og lovgivning, økonomi og demografi, sociale og kulturelle forhold, samt teknologi og miljø.

**Politik og lovgivning**

En stor del af Saniståls omsætning stammer fra salg af stål, hvorfor politiske beslutninger i de stålproducerende lande kan have stor effekt på Saniståls evne til at generere omsætning. Da Sanistål er lagerførende kan de sende udgiften til stigende råvarepriser videre til deres kunder, mens faldene råvarepriser vil ramme Sanistål selv. Den Europæiske Union har ved flere lejligheder forsøgt at holde prisen på stål og andet metal, der sælges til spotpriser, kunstigt høj, ved hjælp af en told- og afgiftmur der rammer metaller importeret fra lande udenfor EU. Det har de bl.a. gjort for at afhjælpe dumping af priserne fra specielt Kina, der pr. 22. januar

---

6 Artikel 2
2013 stod for 46 % af verdens samlede stålproduktion⁷, og dermed har en stor magt i markedet til at styre udbuddet og dermed også prisen på stål. Derudover er omkostninger til medarbejdere mv. i Kina betydeligt lavere end det er tilfældet i EU, hvis samlede stålproduktion svarer til 11 % af verdens produktion, hvor Tyskland og Italien er de største producenter. På den anden side kan politiske indgreb i eksempelvis Kina og Indien, som begge er store stålproducenter, betyde stigende stålpriser på verdensplan, hvis der eksempelvist bliver indført øgede krav til arbejdsmiljø og miljøkrav generelt i forbindelse med produktionen af stål, da producenterne måske ikke vil være i stand til at opretholde den store produktion de har på nuværende tidspunkt grundet forøgette omkostninger. Dermed vil udbuddet falde og priserne vil stige. EU har også truet med at indføre strammere CO₂ udledningsregler for stålindustrien, der har dispensation til CO₂-kvote systemet, som andre virksomheder skal overholde, for at formindske udledning af skadelige drivhusgasser⁸. Hvis et sådan forslag bliver gennemført, vil det betyde stigende stålpriser i EU, men samtidig vil det svække stålækernes konkurrenceevne ift. producenterne udenfor EU, så hvad den samlede effekt vil være af sådan et lovgivnings- og forbruget i stålindustrien bliver sænket med 21 % i perioden 2011 til 2015⁹, hvilket alt andet lige må betyde, at der er stigende stålpriser i vente.

Ligeledes ligger der også en risiko i at der kan opstå politiske spændinger mellem Vesten og Østen, der kan udløse en eventuel handelsembargo, der alt andet lige vil få stålpriserne til at stige markant, grundet det meget mindre udbud. Sandsynligheden for at der skulle ske store gnildninger mellem vesten og eksempelvis Kina er dog ikke så stor, da Kina i høj grad også er afhængige af deres handelssamarbejde med Vesten og en konstruktiv løsning på et evtl. problem synes sandsynlig.

Politiske reformer, som den aktuelle forhandling om vækstplanen i Danmark, har også stor effekt på Saniståls fremtidige resultat, da afgiftsforøgelser og lignende vil få en negativ effekt på Saniståls evne til at skabe overskud, hvorimod indholdet af den omtalte vækstplan ser ud til

⁷ Publikation 1
⁸ Artikel 3
⁹ Artikel 4
at have positive effekter for Saniståls fremtidige resultater. Hvor de mest iøjnefaldende elementer af planen, set fra Saniståls perspektiv, er en gradvis nedsættelse af selskabsskatten fra de nuværende 25 % til 22 % frem mod 2016, der i sidste ende vil betyde et højere resultat efter skat. Samt en afskaffelse af energispareafgiften\(^{10}\) på el\(^{11}\), der kan være signifikant for en virksomhed som Sanistål med omkring 50 butikker, to centrallagre og administrationskontorer der alle har et elforbrug. Samlet set lyder den nye vækstpakke meget positiv for Sanistål.

**Økonomi og demografi**

Nedenstående tabel 1 viser tydeligt, hvordan der er en sammenhæng mellem væksten i bruttonationalproduktet og færdiggjorte byggeprojekter i Danmark. Når væksten falder, har det en negativ effekt på byggebranchen, der følger realvækstens udvikling nogenlunde synkront, med et år til to i forsinkelse.

\(^{10}\) CO\(^2\) afgift på el
\(^{11}\) Artikel 5
Tabel 1 – Sammenhængen mellem vækst i BNP og fuldført byggeri


<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>4000</td>
<td>5000</td>
<td>6000</td>
<td>7000</td>
<td>8000</td>
<td>9000</td>
<td>10000</td>
<td>11000</td>
<td>12000</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Ejendomspriser og tvangsaktioner

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>0</td>
<td>10</td>
<td>20</td>
<td>30</td>
<td>40</td>
<td>50</td>
<td>60</td>
<td>70</td>
<td>80</td>
<td>90</td>
<td>100</td>
<td>110</td>
<td>120</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Tabel 2 – Ejendomspriser og tvangsauktioner

Dette tilsammen har bl.a. været medvirkende til flere bankkrak, hvilket har betydet, at bankerne er blevet yderst forsigtige når de udsteder lån til ejendomsprojekter og nybyggeri. Denne forsigtighed betyder, at virksomheder og private har langt sværere ved, at finansiere deres byggeprojekter og dermed, skader det byggebranchen og i sidste ende Sanistål som grossist. Derfor har finansieringsmulighederne for nybyggeri både til privat og erhverv en vigtig betydning for Saniståls fremtidige afsætningsmuligheder.

Udover udfordringen ved udviklingen i den makroøkonomiske vækst og bankernes velvilje til, at finansiere nye byggeprojekter, ligger der også en mulighed i en udvidelse på nye eller eksisterende markede. Sanistål har på nuværende tidspunkt sin hovedaktivitet i Danmark, hvor de er godt repræsenteret, som en af de største grossister rettet mod byggeri og industri, derudover har de en mindre aktivitet i Tyskland, Polen og de tre baltiske lande. På nuværende tidspunkt, er resten af Europa på vej gennem den samme krise, som Danmark er, men på sigt, når markedsøkonomien og den finansielle verden igen har etableret sig mod normalkonjunktur, vil det være en mulighed at udvide på et marked som det tyske, hvor de allerede er repræsenteret, der besidder et enormt indkomstpotentiale sammenlignet med det danske marked, grundet den meget større mængde af potentielle kunder. En måde at få en større markedsandel i Tyskland kunne evt. foregå ved fusion med en konkurrent på markedet, eller ved at introducere deres byggeri division, der dækker over produkter til VVS, VA, beslag og øvrige produkter til træ, på det tyske marked, der indtil nu kun består af produkter fra industri divisionen. På det danske marked er deres traditionelle markedsområde vest for Storebælt, hvor de har det sværere på Sjælland, hvor en af deres nærmeste konkurrent Brdr. A&O Johansen har sit hovedmarked. Sanistål har dog imidlertid indirekte en større fod på markedet, end det direkte ser ud til, da de ejer 39,12 % af Brdr. A&O Johansen og på den måde, fær del i deres overskud.

12 Årsrapporten 2011, s. 20
Sociale og kulturelle forhold
Der er ikke umiddelbart nogen værdidriver indenfor sociale og kulturelle forhold, der er væsentlige for Sanistål, uover konstant sikring af gode og tidssvarende arbejdsmiljøforhold. Det er vigtigt for en virksomhed som Sanistål at sikre disse gode forhold, da de har tunge industriprodukter og andet farligt gods i deres sortiment. Produkterne kan forårsage personskade, hvis der ikke bliver taget de korrekte forholdsregler og anvendt det korrekte sikkerhedsudstyr mv. Udover personlig skade på Saniståls medarbejdere, kan større arbejdsskader og farlige arbejdsforhold have store negative konsekvenser for deres renommé og omdømme, i en tid, hvor der bliver sat stadigt større fokus på godt arbejdsmiljø og diverse certificeringer af arbejdsplassen.

Teknologi og miljø
Der sker hele tiden teknologisk udvikling af produkter i de fleste brancher, det er også tilfældet, for mange af de produkter som Sanistål fører i deres sortiment, men eftersom de "blot" er grossist, kan det ikke undergrave deres forretningsstyr på samme måde som hos selve producenterne. Det er som grossist vigtigt, at Sanistål er meget opmærksomme på, hvad der sker indenfor de forskellige produkter, både for at kunne levere de nyeste og bedste produkter til kunderne, så de ikke handler ved konkurrenten i stedet, men også for at deres indkøbere styrer lagerføringen på en måde der gør, at de ikke kommer til at ligge inde med store lagre af gamle og ud daterede produkter. Det er dog ikke hele Saniståls sortiment der ligger under en stadigt teknologisk udvikling, hvor hele ståldelen af sortimentet er meget håndgribelig og uændret.

I og med at Sanistål er grossist, betyder det, at de har mange leverancer. Denne logistiske del af forretningen er et punkt, der nemt kan optage en stor del af en virksomheds avance på et produkt, eftersom det er begrænset, hvor store fragtomkostninger en virksomhed kan påligge et produkt, hvis de vil fastholde deres konkurrenceevne. Sanistål har allerede prøvet at sænke deres omkostninger ved, at outsource alt deres distribution, hvor den primære samarbejdspartner er Danske Fragtmænd, hvilket har betydet at den generelle kvalitet af distribution er steget, da de nu har muligheden for hele tiden at bruge de mest effektive transportformer til de enkelte produkttyper. Derudover kan der hele tiden optimeres på deres lagersystem, så det fungerer så smidigt, hurtigt og automatiseret som muligt, for at minimere
udgifter til lagermedarbejdere og risikoen for fejlleverancer. En anden teknologisk udvikling indenfor lager er, at centralisere lagerføringen til store centrallagre, i stedet for at have mange små lagre spredt uover landet. Ved at have få store lagre, minimerer virksomhederne nødvendigheden af, at have den samme vare på lager flere steder, samt de besørger udgiften til huslejer og personale markant, derudover betyder det også for virksomheden, at de får et langt bedre overblik over virksomheden rent organisatorisk. Sanistål omstrukturerede i 2007 og 2008 deres lagerføring til to centrallagre i Billund og Taulov, der har betydet en væsentlig effektivisering af lagerdriften\textsuperscript{13}, samt en reducierung af den samlede lagerbeholdning med næsten 50 % siden 2008. Sanistål har også arbejdet intensivt med produktionstankegange som LEAN, der har hjulpet til yderligere forbedret produktivitet, lagerbeholdning og leveringskvalitet, hvilket også har betydet at Billund-lageret i 2011 blev nomineret til finalerunden i ”Den Danske Logistikpris”\textsuperscript{14}.

**Delkonklusion**

Ved hjælp af den overstående PEST-analyse er det nu muligt at svare på underspørgsmålet:

- **Hvilke samfundsforhold påvirker Sanistål?**


Samfundsforhold, som økonomi og demografi, har ligeledes en stor indvirkning på Saniståls fremtidige performance. Som nævnt, i indledningen, er Sanistål en virksomhed, der er meget

\textsuperscript{13} Kilde: www.sanistaal.com
\textsuperscript{14} Kilde: Årsrapporten 2011, s. 10
konjunkturfølsom. I lavkonjunkturer rammes virksomheden af en slags negativ dobbelteffekt, da efterspørgslen falder på byggebranchen samtidig med at prisen falder på stål, hvilket betyder at Saniståls lagervarer falder i værdi. Siden finanskrisens indtog har byggebranchen været præget af en lav efterspørgsel, hvilket blandt andet skyldes, at bankerne er blevet yderst forsigtige med at udstede lån til nybyggeri. Værdidrivere indenfor sociale og kulturelle forhold har umiddelbart ikke nogen væsentlig betydning for Sanistål. Det fastsættes dog, at det er vigtigt, at Sanistål sikrer gode arbejdsforhold for deres medarbejdere.

Da Sanistål er grossist, er det vigtigt, at de holder sig opdaterede på markedet, så de kan levere de nyeste og bedste produkter. Det er desuden vigtigt, at de effektiviserer den logistiske del af virksomheden, hvilket de allerede har gjort ved at outsource distributionen til Danske Frægtmænd samt centralisere lagerføringen til store centrallagre i Billund og Taulov. Det kan ud fra ovenstående konkluderes, at de samfundsforhold, der har den største indvirkning på Saniståls fremtidige resultat, er forhold indenfor politik og lovgivning samt økonomi og demografi. Dette er forhold, som Sanistål ikke selv har indflydelse på, men som de må tilpasse sig.

**Brancheforhold**

Efter der er skabt et overblik over de ikke-finansielle værdidrivere på samfundsniveau, vil den anden del af strategianalysen skabe et overblik over ikke-finansielle værdidriveres på brancheniveau ved hjælp af Michael Porters, Five Forces analysemodel. Modellen forsøger at afdække fem forskellige markedskræfter der er trusler fra nye konkurrenter og substituerende produkter, samt forhandlingsstyrken fra kunder og leverandører, som til sammen fortæller om, hvor høj konkurrenceintensiteten er i branchen, analysen skal dog ikke ses som udtømmende, men give en indikation af, hvilke forhold der skal beskrives i relation til konkurrenceintensiteten i branchen. Des mindre påvirkning de fem markedskræfter har på branchen, des mere værdiskabende er branchen og dermed lønsomhedspotentialet for Sanistål.
**Definition af branchen**

Når der skal foretages en Porters Five Forces analyse er det alfa-omega, at starte med, at definere branchen ift. virksomheden der analyseres på. Branchen skal defineres, hverken for smal eller for bred for, at give mulighed for, at foretage en retvisende analyse af forholdende i Saniståls branche. Michael Porter definerer selv en branche som "An industry is a market in which similar or closely related products are sold to buyers"\(^{15}\). Altså defineres branchen som et marked, hvori der bliver solgt lignende eller tæt relaterede produkter til kunderne. På det grundlag defineres branchen som værende virksomheder der agerer grossist på B2B markedet for byggeri, industri eller begge dele.

**Leverandørernes forhandlingsstyrke**

Sanistål er en af de største aktører i Danmark i den definerede branche og derfor har de som grossist forholdsvis stor forhandlingsstyrke overfor leverandørerne indenfor byggeridivisionen, der i høj grad gerne vil have deres produkter i Saniståls sortiment, da det er et udstillingsvindue for leverandørerne, der i mange tilfælde ikke har egne salgskanaler direkte til slutbrugerne, og derfor har Sanistål en direkte betydning for mange af deres leverandørers

\(^{15}\) Michael C. Porter, 1985

Samlet set vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke, at være en drivkræft af lav betydning for Sanistål, grundet at de sidder i en position, hvor de kan stille høje krav til deres leverandører.

**Kundernes forhandlingsstyrke**

Kundernes forhandlingsstyrke er styret af mange flere parametre, men ét parameter, der er meget styrende, er, hvor standardiseret det tilbudte produkt er. Det kan konstateres, at Saniståls produkt i høj grad er et standardprodukt, eftersom Sanistål agerer grossist og der er flere store konkurronenter der i større eller mindre grad tilbyder de samme produkter, derfor har kunderne ikke store omkostninger ved at skifte leverandør. Derudover findes der en længere række mindre grossister, der dog ikke positionerer sig overfor helt de samme kundegrupper.

Kunderne består af en bred vifte af mange, både store og små virksomheder, indenfor byggeri og industri. Sanistål yder udelukkende engrossalg og derfor er det kun interessant at se på B2B markedet. Hvad der kendegner B2B markedet er, at det ofte er professionelle indkøbere Sanistål handler med og derfor kan have meget specifikke krav til en handel, hvilket kombineret med kundernes lave omkostninger ved leverandørvælg styrker kundernes

16 Artikel 6

Overordnet vurderes kundernes forhandlingsstyrke til at være en drivkræft af høj relevans i branchen og for Sanistål. Dette vurderes på baggrund af, at intet forhindrer en kunde i, at vælge at handle ved en konkurrent såfremt de ikke er tilfredse med Saniståls rådgivning, levering af de købte produkter eller fleksibiliteten heraf. Det kan også være at produktet ikke lever op til kundens kvalitetsbehov eller at Sanistål ikke er konkurrencedygtige på prisen. Sidstnævnte parameter er måske den vigtigste parameter, når der er tale om grossistbranchen.

**Truslen fra nye konkurrenter (adgangsbarrierer)**
Truslen fra nye konkurrenter i markedet er ved første øjekast ganske høj for en virksomhed som Sanistål, da de ikke har deres eget differentierbare produkt, men ”blot” er grossist til B2B markedet. Derfor er der ikke de store hindringer for nye spillere på markedet, der nemt selv kan etablere sig som leverandør til nogle af de samme kunder som Sanistål seriverer. Det kræver ikke et stort kapitalindskud, at starte en grossistvirksomhed op – i hvert fald ikke indenfor eksempelvis VVS branchen, hvor mange af produkterne er mindre dele, der ikke er betydeligt dyre i indkøb. Det kræver derimod gode kontakter ved producenterne for at være i stand til, at kunne forhandle gode indkøbspriser. Her formodes det at Sanistål har oparbejdet en anseelig goodwill hos flere af sine mangeårige leverandører, der gør at de er i stand til at forhandle fordelagtige indkøbspriser. Dog har en virksomhed som Sanistål også en betragtelig mængde omkostninger ved at drive en landsdækkende butikskæde, samt store lagre, der betyder at en mindre konkurrent kan komme med konkurrencedygtige priser ved, udelukkende at føre online salg og skære ned på service og rådgivning. Det vil alt andet lige være en anden kundegruppe en sådan virksomhed vil ramme, da en af Saniståls værdier er at
være en værdiskabende forretningspartner for deres kunder, herunder at kunne rådgive om produkterne og komme med forslag ud fra kundens behov. Derudover har Sanistål også en stordrifics- og erfaringsfordel. Så længe Sanistål bliver ved med at forny sig og skabe de mest fleksible og kundetilpassede leverings- og produktløsninger, vil det være med til at mindske risikoen for, at der vil være mulighed for en konkurrent, at etablere sig i markedet. Derudover er der, som nævnt i PEST-analysen i afsnittet om økonomi og demografi, en makroøkonomisk lavkonjunktur i øjeblikket, der har lammet kundegrundlaget for grossisterne i den definerede branche, hvilket betyder at der ikke er store gevinster at hente i øjeblikket, dog vil markedet formodentlig blive mere attraktivt igen når konjunkturen igen stabiliserer sig og evt. peger mod højkonjunktur.

Truslen fra nye konkurrenter i industri divisionens marked vurderes mindre sandsynlig, da det kræver meget store investeringer i lagerbeholdning, lagersystemer, fysisk plads og ikke mindst maskinel for at kunne håndtere disse produkter. Det vurderes, at en potentiel konkurrent indenfor dette segment skal komme fra en allerede etableret producent udenfor Saniståls markedsområder, med viden og ekspertise indenfor specificationer, indkøb og levering af stål.

Truslen fra nye konkurrenter i markedet vurderes som en lav drivkraft for Sanistål, da de har opnået en fysisk størrelse gennem en lang virksomhedshistorie, hvor de har opbygget stor goodwill til både kunder og deres leverandører, gennem en høj ekspertise omkring deres produktssortiment og gennem fleksible løsninger til deres kunder, der gør at en ny direkte konkurrent ikke uden videre opstår i markedet.

**Truslen fra substituerende produkter**
Eftersom Sanistål er grossist, er der ikke produkter der som sådan kan substituere deres sortiment, da et sådan produkt blot vil kunne blive indlemmet i Saniståls sortiment. Et substituerende produkt kan dog også ses fra den vinkel, hvor der tales om måden virksomheden bliver drevet på og måden deres kunder interagerer med virksomheden. Hvis en konkurrent skulle finde på et banebrydende salgs- eller leveringskoncept i branchen, er der umiddelbart ikke noget der forhinder Sanistål i, at indarbejde en sådan løsning i deres egen virksomhed.
Truslen fra substituerende produkter vurderes derfor som en lav drivkraft for branchen Sanistål befinder sig i.

**Konkurrenceintensiteten**

Det sidste element i Porters Five Forces model vedrører konkurrenceintensiteten i branchen. Det er meget få brancher, hvor der ikke forekommer konkurrence i større eller mindre grad. En hård konkurrence internt i branchen vil alt andet lige påvirke den overordnede rentabilitet negativt.

Der findes flere større konkurrenter i den branche, hvor Sanistål bevæger sig, hvor de vigtigste er:


**Lemvigh-Müller** er en af de helt store konkurrenter på industridivisionen for Sanistål, der sælger stål- og andre metalprodukter i stor skala, samt tilbyder forberedende forarbejdning af metallerne. Selskabet har også, i de senere år, inkorporeret VVS og andre produkter i byggeri

---

\(^{17}\) Business to consumer

\(^{18}\) Saint-Gobain Distribution Denmark A/S, årsrapport 2012
segmentet i deres produkt sortiment. Lemvigh-Müller beskæftigede i 2011 ca. 1.270 medarbejdere, altså lidt færre end Sanistål, men omsatte for 5.101 mio.kr.¹⁹


---

¹⁹ Lemvigh-Müller A/S, årsrapport 2011
²¹ Solar A/S, årsrapport 2011
tider for grossisterne til branchen. Et andet argument for en høj konkurrenceintensitet i branchen er det faktum, at konkurrenterne i større eller mindre grad tilbyder de samme produkter til kunderne som Sanistål. Dette betyder, at konkurrenceintensiteten skærpes, da der konkurreres på andre parametre såsom service, rådgivning og leveringsbetingelser.

Det vurderes på den baggrund, at konkurrenceintensiteten i branchen er en høj drivkræft ift. Sanistål som virksomhed.

**Delkonklusion**
Ved hjælp af Michael Porters, Five Forces analysemodell er de ikke-finansielle værdidrivere på brancheniveau beskrevet ovenfor, hvilket gør det muligt at svare på følgende underspørgsmål:

- **Hvilke brancheforhold påvirker Sanistål?**


Truslen fra nye konkurrenter i markedet vurderes som en lav drivkræft for Sanistål, da de har været en stor spiller på markedet gennem mange år og har derigennem opbygget en stor goodwill til både leverandører og kunder, hvilket gør det svært, for en ny direkte konkurrent, at etablere sig på markedet. Truslen fra substituerende produkter vurderes som værende en lav drivkræft for Sanistål idet Sanistål er en grossist på markedet og derfor blot kan indlemme nye produkter i deres sortiment. Branchen, hvorpå Sanistål opererer, er i øjeblikket ramt af lavkonjunkturer, hvilket betyder at konkurrenceintensiteten øges. Desuden er markedet
præget af flere store og velkonsoliderede konkurrenter, som stort set tilbyder de samme produkter til kunderne. Dette øger ligeledes konkurrenceintensiteten og de enkelte udbydere må derfor forsøge at differentiere sig på andre parametre end produktet. På baggrund heraf vurderes det, at konkurrenceintensiteten i branchen er en høj drivkræft for Sanistål.

Som svar på underspørgsmålet, kan det ud fra ovenstående konkluderes, at de brancheforhold, der påvirker Sanistål i højeste grad er kundernes forhandlingsstyrke samt en høj konkurrenceintensitet.

**Intern strategianalyse**
Efter de eksterne forhold af strategianalysen er blotlagt, skal de interne forhold vedrørende ikke-finansielle værdidrivere analyseres i følgende afsnit. Udgangspunktet for analysen vil blive taget i Ole Sørensens bog “Regnskabsanalyse og Værdiansættelse”, hvor afsnittet om den interne analyse af ikke-finansielle værdidrivere benyttes²².

**Ressourcer**
Ved en analyse af Saniståls ressourcer er der et to vigtige hovedspørgsmål at forholde sig til:

- Hvad råder virksomheden over af ressourcer, som indebærer konkurrencemæssige fordele?
- Hvor værdiskabende er ressourcebasen i forhold til konkurrenternes?

Ressourceanalysen vil blive opdelt i typerne, materielle anlægsressourcer, immaterielle ressourcer, samt menneskelige ressourcer og vil blive opsummeret i den efterfølgende analyse over kernekompetencer.

²² Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 90-92
**Materielle anlægsressourcer**

Saniståls primære afsætningskanal sker gennem deres landsdækkende butiksnet af ca. 50 butikker, samt telefonisk salg via deres salgskontorer og ikke mindst salg fra deres webshop. Til at servicere det store produkttræk fra deres salgskanaler, besidder Sanistål to top moderne store centrallagre, hvorfra samtlige af virksomhedens bestillinger udsendes fra. Lagrene ligger i henholdsvis Taulov og Billund, hvor lagret i Taulov er et, nyopført og høj automatiseret, 44.000m² stort stållager. Centrallageret i Billund, der ligger til huse i Legos gamle produktionshall, besidder 55.000m² fordelt på 14 haller, samt 45.000m² udendørs lagerplads, håndterer alle andre produkter i Saniståls sortiment end stål. Dette betyder dermed også, at alt farligt gods er samlet i Taulov, der derfor også har gennemgået flere certificeringer for at sikre gode arbejdsforhold og for at mindske ulykker. Efter at Sanistål har ændret deres distributionsapparat fra flere små lagre til store centrallagre, har de formået at sænke omkostningerne forbundet hermed betragteligt, ligesom de har været i stand til sænke den totale lagerbeholdning med ca. 40 % i forlængelse. Levering af ordrer står Sanistål ikke længere for selv, da de har outsourcet denne del af forretningen til Danske Fragtmænd med succes. Ifølge Saniståls årsrapport fra 2012 er de brancheledende på distributionsydelser.

Derudover er Sanistål også i besiddelse af datterselskaber med salgskanaler i Nordtyskland, Polen og de tre baltiske lande, hvilket giver dem nogle muligheder for afsætning, som flere af deres direkte konkurrencer ikke har på nuværende tidspunkt.

---

**Immaterielle ressourcer**

For at kunne differentiere sig selv i et marked som det Sanistål bevæger sig på, hvor de fleste konkurrencer sælger de samme produkter, er det nødvendigt at investere i alternative løsninger for at træde ud af mængden. Herunder findes deres webbutik, som tilbyder meget mere end hvad en normal webbutik gør. Den giver naturligvis adgang til samtlige af Saniståls 130.000 varenumre, men derudover er webbutikken også designet til at være mere end en butik. Sanistål er opmærksomme på, at mange af deres kunder er små enkeltmandsfirmaer og lignende, derfor har Sanistål integreret en række gratis servicekoncepter der skal hjælpe dem med at drive deres forretnings. Disse servicekoncepter giver bl. a. hjælp til virksomhedens administrative arbejde, herunder et komplett time- og sagsstyringssystem, styring af interne lagre og opslagsmuligheder mv. ²³

²³ Årsrapporten 2012, s. 38
Derudover har Sanistål en målrettet CSR strategi, hvor den stadigt øgede fokus på virksomheders sociale ansvar er beskrevet. Heri har Sanistål meget fokus på at reducere deres energiforbrug, menligeså meget på at flere af deres store kunder har samme fokus på miljøet. Sanistål arbejder på at være i stand til, at tilbyde bl.a. en rapport om CO₂ udledning for transporten af deres gods. Generelt ses Sanistål som en kompetent samarbejdspartner fra kundernes side, da de er kendte for at sælge kvalitetsprodukter samt have en god og professionel rådgivning, hvilket kan udledes til at varemærket Sanistål er stærkt i branchen.


De menneskelige ressourcer

---

24 CSR Rapport 2012, s. 14
medarbejderomsætningshastighed på 13,38 % som ifølge dem selv er vidne om et højt medarbejdertilfredshedsniveau25.

**Kernekompetencer**

Næste fase i den interne analyse består i at beskrive virksomhedens kernekompetencer ud fra ressourceanalysen. En virksomheds kernekompetencer kan beskrives som en kombination af færdigheder, viden og teknologier der gør, at virksomheden kan tilbyde en særlig fordel og værdi til kunden. Ud fra den betragtning vurderes Saniståls kernekompetencer nedenfor:

- Saniståls omdømme og høje serviceniveau vurderes som en kernekompetence, da de er kendt for at være en kvalitetsbevist og professionel virksomhed, der tilbyder gode og fleksible løsninger.
- Effektiviteten i deres distributionssystem vurderes ligeledes at være en kernekompetence for Sanistål, da det er fleksibelt og hurtigt med dag-til-dag levering.
- Saniståls innovative løsninger, så som deres nye webshop der er meget mere end en webshop. Den tilbyder muligheder til kunden som ikke giver Sanistål direkte værdi, men styrker båndet til kunden.

**Delkonklusion**

Ovenstående interne strategianalyse gør det muligt at svare på følgende underspørgsmål:

- *Hvilke interne strategiforhold påvirker Sanistål?*

Sanistål råder over nogle meget værdiskabende ressourcer som munder ud i nogle konkurrencemæssige fordele for virksomheden. Af materielle anlægsressourcer råder Sanistål over ca. 50 butikker, telefonisk salg via salgskontorer samt salg via deres webshop. De har to moderne centrallagre, hvorfra ordrerne bliver serviceret. Herudover har Sanistål datterselskaber med salgskanaler i Nordtyskland, Polen samt de tre baltiske lande.

Af immaterielle ressourcer råder Sanistål over en webbutik, som tilbyder meget mere end en sædvanlig webbutik, da Sanistål har integreret en række gratis servicekoncepter, som hjælper

---

25 CSR Rapport 2012, s. 9-10
deres kunder med at drive deres forretning. Herudover har Sanistål en målrettet CSR-strategi, som beskriver deres sociale ansvar. Under immaterielle ressourcer er det ligeledes nævnt, at Sanistål ikke har 100 % frie tøjler til at drive deres virksomhed, da de står til ansvar overfor en række banker. Sanistål råder over 1.566 medarbejdere i 2012. Virksomheden har et stort fokus på arbejdsmiljøet, som er en vigtig del af den daglige ledelse, hvilket har mundet ud i et højt medarbejdertilfredshedsniveau ifølge virksomheden selv.

Ud fra ovenstående ressourcer er Saniståls kernekompetencer defineret som deres omdømme og høje service niveau, deres effektive distributionssystem samt deres innovative løsninger såsom deres webshop

**SWOT-analyse**

Den strategiske analyse, der omfatter samfunds-, branche- og interne forhold vil i dette afsnit blive sammenfattet i en SWOT-analyse

<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>Styrker</strong></th>
<th><strong>Swagheder</strong></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>- En af de største aktører i branchen</td>
<td>- Tilbyder samme produkter som konkurrencerne</td>
</tr>
<tr>
<td>- Høj forhandlingstyrke overfor leverandører</td>
<td>- Lav forhandlingsstyrke overfor kunderne</td>
</tr>
<tr>
<td>- Fleksible leveringsløsninger</td>
<td>- Høje omkostninger forbundet med drift af butikskæde</td>
</tr>
<tr>
<td>- Stærkt distributionssystem</td>
<td>- Ejes af 76,3 % af en række banker, som der skal rapporteres til kvartalsvist.</td>
</tr>
<tr>
<td>- Stort landsdækkende butiksnet</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Personale der yder professionel rådgivning</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Stordrfts- og erfaringsfordel ift. nye kontrahenter</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Bredt varesortiment</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Moderne og effektive centrallagre</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Indtægtsmuligheder udenfor Danmark gennem datterselskaber i Tyskland, Polen og de tre baltiske lande</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Tilbyder webbutik der kan mere end det sædvanlige – også uden at Sanistål tjener direkte på funktionerne</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- Godt omdømme og højt serviceniveau</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th><strong>Muligheder</strong></th>
<th><strong>Trusler</strong></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>- Udvikling i stålpriser</td>
<td>- Udvikling i stålpriser</td>
</tr>
<tr>
<td>- Politisk bestemte indgreb mod øgede krav til arbejdsmiljø og miljø i stålbranchen</td>
<td>- Vedtagene afgiftsforhøjelser</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>- Meget konjunkturfølsom branche</td>
</tr>
<tr>
<td>- Politiske spændinger mellem Vesten og Østen</td>
<td>- Bliver ”dobbelt-ramt” af lavkonjunktur, vedlavere salg og faldene stålpriser til følge</td>
</tr>
<tr>
<td>- Nedsættelse af afgifter</td>
<td>- Kundebasen er afhængige af de aktuelle finansieringsmuligheder</td>
</tr>
<tr>
<td>- Udvidelse øst for Storebælt</td>
<td>- Medarbejdere skal konstant holdes ajour om nye produkter</td>
</tr>
<tr>
<td>- Udvidelse på nye/eksisterende udenlandske markeder</td>
<td>- Logistik og distribution kan nemt spiseoverskuddet på et produkt</td>
</tr>
<tr>
<td>- Introduktion af byggeridivisionen på det tyske marked</td>
<td>- Lave omkostninger for kunder vedleverandørskifte</td>
</tr>
<tr>
<td>- Yderligere optimering via LEAN</td>
<td>- Lave adgangsbarrierer til markedet</td>
</tr>
<tr>
<td>- Udnyttelse af oparbejdet goodwill ved leverandører</td>
<td>- Online lavpris grossister</td>
</tr>
<tr>
<td>- Lav trussel fra nye konkurrenter</td>
<td>- Flere store direkte konkurrenter</td>
</tr>
<tr>
<td>- Som grossist er der ikke substituerende produkter, så længe varesortimentet er bredt</td>
<td>- Høj konkurrenceintensitet i branchen</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Regnskabsanalyse**

Meningen med at foretage en regnskabsanalyse er, at give et historisk overblik over selskabets finansielle udvikling i de seneste fem regnskabsår (2008-2012). Gennem denne analyse bliver Saniståls finansielle værdidriverne blotlagt til den videre anvendelse i værdiansættelsen.

Regnskabsanalyseren tager udgangspunkt i reformulerede regnskaber. Hovedformålet med at reformulere regnskaberne er at klargøre dem til analysebrug.

**Regnskabspraksis**

Sanistål er børsnoteret på Københavns Fondsbørs og dermed pålagt, at følge og aflægge regnskab efter de internationale regnskabstandarde, IFRS\textsuperscript{26}. For at kunne foretage en regnskabsanalyse på baggrund af årsregnskaberne, er det vigtigt, at der ikke har været ændringer i den anvendte regnskabspraksis for at de beregnede tal er direkte sammenlignelige. Sanistål har ikke haft væsentlige ændringer i anvendt regnskabspraksis, udover en mindre ændring af opgørelsen af selskabets totalindkomst i 2009, der har haft en mindre effekt på det årets totalindkomst i alt. Det har ikke været muligt som ekstern analytiker, at tilbageføre ændringen med den tilgængelige information, så denne praksisændring er der ikke korrigeret for i de efterfølgende regnskabsår, men forskellen er minimal og ændrer ikke den eksterne regnskabslæsers opfattelse af regnskabet.

\textsuperscript{26} International Financial Reporting Standards
Reformulering af resultatopgørelsen

<table>
<thead>
<tr>
<th>Skatteprocent</th>
<th>0,08</th>
<th>-0,22</th>
<th>-0,01</th>
<th>0,06</th>
<th>0,14</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>Resultatopgørelse</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td><strong>2008</strong></td>
<td><strong>2009</strong></td>
<td><strong>2010</strong></td>
<td><strong>2011</strong></td>
<td><strong>2012</strong></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Nettoomsætning</td>
<td>6,335,315</td>
<td>3,896,232</td>
<td>3,821,561</td>
<td>4,302,581</td>
<td>4,447,091</td>
</tr>
<tr>
<td>Vareforbrug</td>
<td>-4,882,516</td>
<td>-2,908,070</td>
<td>-2,747,488</td>
<td>-3,166,015</td>
<td>-3,284,136</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Bruttoresultat</strong></td>
<td><strong>1,452,799</strong></td>
<td><strong>988,162</strong></td>
<td><strong>1,074,073</strong></td>
<td><strong>1,136,666</strong></td>
<td><strong>1,162,955</strong></td>
</tr>
<tr>
<td>Andre driftsindtægter</td>
<td>19,385</td>
<td>33,036</td>
<td>18,310</td>
<td>6,465</td>
<td>69,540</td>
</tr>
<tr>
<td>Andre eksterne omkostninger</td>
<td>-559,848</td>
<td>-409,610</td>
<td>-428,613</td>
<td>-422,021</td>
<td>-419,411</td>
</tr>
<tr>
<td>Personaleomkostninger</td>
<td>-887,462</td>
<td>-690,006</td>
<td>-553,302</td>
<td>-555,708</td>
<td>-571,742</td>
</tr>
<tr>
<td>Nedskrivninger</td>
<td>-100,000</td>
<td>-66,563</td>
<td>-2,623</td>
<td>-377</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>Afskrivninger</td>
<td>-76,910</td>
<td>-78,555</td>
<td>-72,243</td>
<td>-73,408</td>
<td>-61,078</td>
</tr>
<tr>
<td>Andel af resultat efter skat i associerede virksomheder</td>
<td>-5,732</td>
<td>1,071</td>
<td>2,406</td>
<td>31,239</td>
<td>35,643</td>
</tr>
<tr>
<td>Nedskrivning af kap.andele i associerede virksomheder</td>
<td>-215,276</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>Resultat af ophørende aktiviteter</td>
<td>-122,517</td>
<td>-99,366</td>
<td>-87,969</td>
<td>-7,207</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>Valutakursregulering, udenlandske dattervirksomheder</td>
<td>-10,383</td>
<td>885</td>
<td>877</td>
<td>-3,193</td>
<td>239</td>
</tr>
<tr>
<td>Egenkapitalbevægelser i associerede virksomheder</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>3,883</td>
<td>-2,143</td>
<td>1,513</td>
</tr>
<tr>
<td>Værdiregulering af sikringsinstrumenter</td>
<td>-30,700</td>
<td>-21,098</td>
<td>-10,778</td>
<td>-5,758</td>
<td>-2,736</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>EBIT</strong></td>
<td><strong>-536,644</strong></td>
<td><strong>-342,044</strong></td>
<td><strong>-55,979</strong></td>
<td><strong>104,455</strong></td>
<td><strong>214,923</strong></td>
</tr>
<tr>
<td>Skat af EBIT</td>
<td>44,484</td>
<td>74,803</td>
<td>610</td>
<td>-6,207</td>
<td>-29,362</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>NOPAT</strong></td>
<td><strong>-492,160</strong></td>
<td><strong>-267,241</strong></td>
<td><strong>-55,369</strong></td>
<td><strong>98,248</strong></td>
<td><strong>185,561</strong></td>
</tr>
<tr>
<td>Totale finansielle poster</td>
<td>-105,222</td>
<td>-77,285</td>
<td>-68,054</td>
<td>-36,991</td>
<td>-29,717</td>
</tr>
<tr>
<td>Skat af finansielle poster</td>
<td>8,722</td>
<td>16,902</td>
<td>741</td>
<td>2,198</td>
<td>4,060</td>
</tr>
<tr>
<td>Finansielle poster, netto efter skat</td>
<td>-96,500</td>
<td>-60,383</td>
<td>-67,313</td>
<td>-34,793</td>
<td>-25,657</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Nettoindkomst</strong></td>
<td><strong>-588,660</strong></td>
<td><strong>-327,624</strong></td>
<td><strong>-122,682</strong></td>
<td><strong>63,455</strong></td>
<td><strong>159,904</strong></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Reformulering af balancen**

Normalvist opdeles de likvide beholdning i et driftsaktiv og et finansielt aktiv. Hvor driftsaktivets størrelse er bestemt ud fra, hvor stor en mængde likviditet der er nødvendigt, for at virksomheden kan betale regninger, som de forfalder og ellers varetage den daglige drift. En ofte anvendt metode til fastlæggelse af denne størrelse er ½-1 % af virksomhedens nettoomsætning. Sanistål har dog på intet tidspunkt i analyseperioden likvide beholdninger der overstiger denne tommelfingerregel.

Kapitalandelen i associerede virksomheder, der dækker over Sanistål aktiepost i Brdr. A & O Johansen på 39,12 %, medtages i den reformulerede balance som et driftsaktiv, da investeringen i sin tid blev gjort som en langfristet investering, med senere totalovertagelse for
øje. Der har dog gået rygter om, at Sanistål måske vil frasælge sin aktiebeholdning i selskabet for at være i stand til at nedbringe sin rentebærende gæld. Med det i mente medtages balanceposten stadigt som et driftsaktiv, da det ikke er meldt ud officielt og da virksomheden komplimenterer Sanistål godt, da de operer på en del af markedet, hvor Sanistål selv er knapt så godt repræsenteret (øst for Storebælt).

<table>
<thead>
<tr>
<th>Balance</th>
<th>Driftsaktiver</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Goodwill</td>
<td>256.647 213.767 213.582 213.582 213.582</td>
</tr>
<tr>
<td>Varemærker</td>
<td>114.062 43.125 40.625 38.125 35.625</td>
</tr>
<tr>
<td>Kundekreds</td>
<td>20.625 18.125 15.625 13.125 10.625</td>
</tr>
<tr>
<td>Grunde og bygninger</td>
<td>476.445 533.731 557.493 592.425 578.585</td>
</tr>
<tr>
<td>Driftsmateriel og inventar</td>
<td>308.123 256.373 218.636 188.966 172.356</td>
</tr>
<tr>
<td>Kapitalandele i associerede virksomheder</td>
<td>227.241 227.248 233.537 262.633 299.788</td>
</tr>
<tr>
<td>Udskudt skat</td>
<td>1.888 81.886 95.085 94.770 70.951</td>
</tr>
<tr>
<td>Varebeholdningerne</td>
<td>1.313.900 618.375 553.158 607.097 643.942</td>
</tr>
<tr>
<td>Tilgodehavender</td>
<td>782.830 462.385 503.629 523.638 508.846</td>
</tr>
<tr>
<td>Periodeafgrænsningsposter</td>
<td>25.414 27.838 15.968 8.758 10.199</td>
</tr>
<tr>
<td>Immatrielle aktiver</td>
<td>- 36.145 - - -</td>
</tr>
<tr>
<td>Grunde og bygninger</td>
<td>326.500 211.655 165.188 107.220 85.000</td>
</tr>
<tr>
<td>Driftsmateriel og inventar</td>
<td>- 23.617 1.287 1.117 -</td>
</tr>
<tr>
<td>Andre langfristede aktiver</td>
<td>- 1.322 526 378 -</td>
</tr>
<tr>
<td>Udskudt skat</td>
<td>- 14.235 - - -</td>
</tr>
<tr>
<td>Varebeholdningerne</td>
<td>- 71.958 13.095 4.523 -</td>
</tr>
<tr>
<td>Tilgodehavender</td>
<td>- 72.242 45.757 14.155 -</td>
</tr>
<tr>
<td>Likvide beholdninger</td>
<td>0 18.721 3.677 1.600 -</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>3.902.679 2.980.719 2.713.850 2.720.297 2.678.583</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Driftsforpligtelser</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Hensatte forpligtelser (langfristet)</td>
</tr>
<tr>
<td>Leverandører og andre gældsforpligtelser</td>
</tr>
<tr>
<td>Selskabsskat</td>
</tr>
<tr>
<td>Hensatte forpligtelser (kortfristet)</td>
</tr>
<tr>
<td>Øvrige forpligtelser (vedrørende ophørende aktiviteter)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Investeret kapital</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>3.209.848 2.508.173 2.263.335 2.270.804 2.257.243</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Rentabilitetsanalyse

Følgende afsnit vil fokusere på at foretage en rentabilitetsanalyse af Sanistål. Formålet med at foretage en rentabilitetsanalyse er at finde ud af, hvorledes den investerede kapital i selskabet har forrentet sig. Afkastet af den investerede kapital blotligges ved hjælp af nøgletallet ROE\(^2\), der viser forholdet mellem totalindkomsten og den gennemsnitlige egenkapital\(^2\). Der vil blive taget udgangspunkt i DuPont-modellen og dens tre niveauer, der vises i nedenstående figur 4, til at foretage rentabilitetsanalysen på Sanistål.

### Finansielle forpligtelser

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>1. årgang</th>
<th>2. år</th>
<th>3. år</th>
<th>4. år</th>
<th>5. år</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Egenkapital</td>
<td>-378.643</td>
<td>-45.470</td>
<td>74.935</td>
<td>-536.552</td>
<td>-698.511</td>
</tr>
<tr>
<td>Ansvarlig lånekapital (langfristet)</td>
<td>-</td>
<td>-549.959</td>
<td>-299.990</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>Ansvarlig lånekapital (kortfristet)</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-250.000</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>Kreditinstitutter (langfristet)</td>
<td>-679.909</td>
<td>-972.160</td>
<td>-49.597</td>
<td>-64.529</td>
<td>-56.341</td>
</tr>
<tr>
<td>Kreditinstitutter (kortfristet)</td>
<td>-1.964.077</td>
<td>-609.722</td>
<td>-1.646.508</td>
<td>-1.587.984</td>
<td>-1.442.951</td>
</tr>
<tr>
<td>Afledte finansielle instrumenter (negativ dagsværdi)</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-14.219</td>
<td>-7.421</td>
</tr>
<tr>
<td>Kreditinstitutter (vedrørende ophørende aktiviteter)</td>
<td>-</td>
<td>-235.199</td>
<td>-4.555</td>
<td>-5.747</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>Kreditinstitutter, prioritetsgæld (vedrørende ophørende aktiviteter)</td>
<td>-187.219</td>
<td>-95.663</td>
<td>-87.620</td>
<td>-61.773</td>
<td>-52.019</td>
</tr>
</tbody>
</table>

### Rentabilitetsanalyse

Figur 5 – DuPont-pyramide

---

\(^{27}\) Return On Equity - egenkapitalforrentning

\(^{28}\) Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 254
Igennem hele analysen vil der i første regnskabsår blive anvendt ultimotal i stedet for gennemsnitstal, da primotal ikke er tilgængelige.

Det øverste led i DuPont-pyramiden er egenkapitalforrentningen. Udviklingen i ROE for Sanistål er vist i nedenstående tabel:

<table>
<thead>
<tr>
<th>År</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
<th>2012</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ROE</td>
<td>-155,5 %</td>
<td>-154,5 %</td>
<td>832,7 %</td>
<td>27,5 %</td>
<td>25,9 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>


Niveau 1: Opdeling af driftsaktiver og finansieringsaktiver og finansiel gearing
Af DuPont-pyramiden fremgår det, at ROE kan dekomponeres i tre elementer for yderligere forklaring af ROEs udvikling. De faktorer, der har effekt på egenkapitalens forrentning, er afkast på nettodriftsaktiver ROIC, den finansielle gearing FGEAR, samt SPREAD. Disse delkomponenter forklarer ROE ved følgende formel\(^\text{29}\):

\[
\text{ROE} = \text{ROIC} + (\text{FGEAR} \times (\text{ROIC} - r))
\]

\(^{29}\) Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 256
Hvor ROIC, som nævnt, er afkastet af den investerede kapital, og FGEAR er den finansielle gearing, der er udtrykt ved forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og den gennemsnitlige egenkapital. Sidst kan ændringen i ROE forklares ved SPREAD, der består af ROIC – r, hvor r er lig med forholdet mellem netto finansielle omkostninger og de gennemsnitlige finansielle forpligtelser i virksomheden, også kaldet låneomkostninger i procent. SPREAD forklarer sammen med FGEAR forskellen mellem ROE og ROIC.

Beregningerne af nøgletallene fremgår i nedenstående tabel:

<table>
<thead>
<tr>
<th>År</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
<th>2012</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>ROIC</td>
<td>-15,3 %</td>
<td>-9,4 %</td>
<td>-2,3 %</td>
<td>4,3 %</td>
<td>8,2 %</td>
</tr>
<tr>
<td>FGEAR</td>
<td>7,48</td>
<td>12,48</td>
<td>-162,94</td>
<td>8,82</td>
<td>2,67</td>
</tr>
<tr>
<td>r</td>
<td>3,4 %</td>
<td>2,3 %</td>
<td>2,8 %</td>
<td>1,7 %</td>
<td>1,6 %</td>
</tr>
<tr>
<td>SPREAD</td>
<td>-18,7 %</td>
<td>-11,6 %</td>
<td>-5,1 %</td>
<td>2,6 %</td>
<td>6,6 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Dekomponeringen af ROE viser tydeligt at den markante negative forrentning på egenkapital skal findes i ROIC, der er negativt med 15,3 % i 2008 og derefter stigende, men stadigt negativt i 2009 og 2010. SPREAD er også markant negativt i de første tre år efter krisen indtræffer, hvilket også kan forklares ved ROIC, da r holder sig nogenlunde stabil i analyseperioden. I 2010 falder den finansielle gearing, FGEAR, voldsomt til et niveau på minus 162,94, hvilket kan forklares ved at egenkapitalen i dette år har en negativ gennemsnitsværdi samtidigt med at de netto finansielle forpligtelser falder ift. året før. Når FGEAR er negativ samtidigt med, at SPREAD, styret af ROIC, også er negativ, får det udslag i et meget højt ROE nøgletal.

Overordnet set kan det konkluderes, at ROIC i høj grad har været styrende for udviklingen i ROE, på nær i 2010, hvor FGEAR er den udslagsgivende faktor i forhold til forklaringen af ROE, kombineret med at ROIC stadigt er negativ. Det voldsomme udslag i FGEAR kan dog forklares med, at egenkapitalen i 2010 var af negativ værdi.

Niveau 2: Dekomponering af driftsaktivernes rentabilitet
I det foregående niveau blev det konstateret, at ROIC er den primære værdidriver i forklaring på udviklingen af ROE. På niveau 2 i DuPont-pyramiden dekomponeres driftaktivernes
rentabilitet, ROIC. ROIC består af sammenhængen mellem overskudsgraden, OG og aktivernes omsætningshastighed, AOH. De forklarer ROIC med følgende formel\(^{30}\):

\[
\text{ROIC} = \text{OG} \times \text{AOH}
\]

Hvor OG fremkommer af driftsoverskuddet delt med nettoomsætningen og viser Saniståls overskud fra en krones salg. AOH fremkommer af nettoomsætningen delt med netto driftsaktiver, formålet med AOH er at få et udtryk for, hvor meget Sanistål har bundet i driftsaktiver for at skabe en krones salg.

Beregningen af nøgletallene fremgår af tabellen nedenfor:

<table>
<thead>
<tr>
<th>År</th>
<th>2008</th>
<th>2009</th>
<th>2010</th>
<th>2011</th>
<th>2012</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>OG</td>
<td>-7,8%</td>
<td>-6,9%</td>
<td>-1,5%</td>
<td>2,3%</td>
<td>4,2%</td>
</tr>
<tr>
<td>AOH</td>
<td>1,97</td>
<td>1,36</td>
<td>1,60</td>
<td>1,90</td>
<td>1,96</td>
</tr>
<tr>
<td>1/AOH</td>
<td>0,51</td>
<td>0,73</td>
<td>0,62</td>
<td>0,53</td>
<td>0,51</td>
</tr>
</tbody>
</table>


**Delkonklusion**

På baggrund af den udvidede DuPont-pyramide, kan nedenstående underspørgsmål fra problemformuleringen nu besvares.

- **Hvordan har den økonomiske udvikling været i Sanistål i de seneste 5 år?**

\(^{30}\) Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 261

**Budgettering**

Den følgende budgetteringsproces tager afsæt i den udførte strategiske analyse og regnskabsanalyse. Budgetteringen har til formal at fastsætte eksplicitte forecasts for det forventede salg, driftsoverskud mv. til brug for den diskonterede cash flow-model og residualindkomstmodellen til fastsættelse af Saniståls teoretiske værdi.

**Budgetperiode**


**Salgsvækst**

Salgsvæksten er for 2013, bliver af Sanistål selv vurderet til at være meget lig 2012, med svag vækst, der stadigt er præget af stilstand i byggebranchen. Der bliver dog meldt om fremgang i det tyske datterselskab, men deres vækst blev udjævnet af tilbagegang i de baltiske lande. Derfor fastsættes der en vækstrate på 3 % for 2013, som ikke forbedres meget i 2014, hvor der stadigt forventes at være stilstand på byggepladserne, men der vil dog kunne mærkes lidt fremgang, der bliver her budgetteret med en vækst på 5 %.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>3 %</td>
<td>5 %</td>
<td>8 %</td>
<td>10 %</td>
<td>14 %</td>
<td>14 %</td>
<td>14 %</td>
<td>10 %</td>
<td>8 %</td>
<td>4 %</td>
<td>3 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Dækningsgrad
Dækningsgraden har været rimeligt stabil gennem analyseperioden, hvor den har lagt fast på omkring 25 %. Det forventes at denne procentats kan fastholdes og styrkes en anelse gennem budgetperioden, grundet gevinst fra lagervarer som resultat af stigende stålpriser efter byggesektoren er kommet igen igen. Dækningsgraden vil dog falde igen hen mod terminalperioden, efter denne gevinst har udlignet sig og stabiliseret sig på 25 % som i starten af perioden.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>25 %</td>
<td>26 %</td>
<td>27 %</td>
<td>28 %</td>
<td>29 %</td>
<td>30 %</td>
<td>30 %</td>
<td>28 %</td>
<td>26 %</td>
<td>25 %</td>
<td>25 %</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Overskudsgrad
Overskudsgraden forventes at stige stødt i budgetperioden, af nogen af de samme årsager som der forklarede dækningsgradens vækst. Det forventes bl.a. at de oparbejdede gevinsterne fra stålageret vil slå igennem på EBIT. Umiddelbart virker graden lavt sat, men den skal også ses i forhold til, hvad Sanistål har præsenteret i analyseperioden, hvor overskudsgraden havde en negativ median på -1,92 %. Ved steady-state forventes det at overskudsgraden er faldet igen til omkring 4,5 %.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>4,5%</td>
<td>6 %</td>
<td>7 %</td>
<td>7 %</td>
<td>8 %</td>
<td>8 %</td>
<td>8 %</td>
<td>7 %</td>
<td>6 %</td>
<td>5 %</td>
<td>4,5%</td>
</tr>
</tbody>
</table>
**Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed**
Forventningen til nettodriftsaktivernes omsætningshastighed er, at nøgletallet de første par stadigt vil ligge omkring samme niveau som det gør i dag, da byggebranchen stadigt ligger stille og der derved ikke kommer et afsæt der kan flytte på nøgletallet. Når krisen er bestemt til at slippe sit tag i 2015, begynder omsætningshastigheden stille og roligt at stige, i takt med at omsætningen stiger. Mod slutningen af budgetperioden falder værdien af nøgletallet, men ikke til et truende lavt niveau.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>2,00</td>
<td>2,00</td>
<td>2,10</td>
<td>2,15</td>
<td>2,15</td>
<td>2,15</td>
<td>2,05</td>
<td>1,90</td>
<td>1,80</td>
<td>1,4</td>
<td>1,4</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Delkonklusion**
Efter disse forecastede nøgletal er kommet på plads, er det muligt at svare på underspørgsmålet:

- **Hvordan vil Sanistål blive påvirket i deres fremtidige økonomiske udvikling i forhold til fastsættelse af budget?**

Sanistål vil ifølge det opstillede proformaregnaskab\(^{31}\) opleve stigende vækst i anden halvdel af budgetperioden, inden regnskabet stabiliserer sig med en generel nedadgående tendens. Proformaregnaskabet, vil blive brugt i den videre værdiansættelse af Sanistål.

**Værdiansættelse**
I det følgende afsnit vil den før foretagende budgettering af et 10-årigt proformaregnaskab, blive anvendt i de to indirekte værdiansættelsesmodeller, RIDO og FCFF, til at beregne værdien af Sanistål. Disse skal herefter tilbagediskonteres ved hjælp af den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning der skal give en endelig teoretisk værdi af Sanistål og dens aktie.

---

\(^{31}\) Bilag 3 – Proformaregnaskab
Vægtede gennemsnitlige omkostninger til kapital

For at kunne værdiansætte Sanistål, skal nøgletallet WACC eller Weighted Average Cost of Capital beregnes, da der anvendes de to indirekte værdiansættelsesmodeller FCFF og RIDO. WACC skal beregnes da nøgletallet, i begge modeller, bliver anvendt som diskonteringsfaktor. WACC udtrykkes ved følgende formel\(^{32}\):

\[
r_{\text{wacc}} = (\frac{V_0^E}{V_0^{\text{NDA}}})r_e + (\frac{V_0^{\text{NFF}}}{V_0^{\text{NDA}}})r_g
\]

\(r_{\text{wacc}}\) = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

\(V_0^E\) = markedsværdi af egenkapitalen

\(V_0^{\text{NFF}}\) = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

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

\(r_e\) = ejernes afkastkrav

\(r_g\) = finansielle omkostninger efter skat

Ejernes afkastkrav

For at kunne beregne WACC for en virksomhed, skal ejernes afkastkrav være kendt, da denne værdi er en del af formlen. Til at beregne ejernes afkastkrav anvendes CAP-modellen\(^{33}\).

\[
r_e = r_f + \beta (E(r_m) - r_f)
\]

\(r_e\) = ejernes afkastkrav

\(r_f\) = risikofri rente

\(\beta\) = beta (systematisk risiko)

\(E(r_m)\) = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

\(E(r_m) - r_f\) = markedets risikopræmie

\(^{32}\) Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 54

\(^{33}\) Capital Asset Pricing Model
Den risikofri rente er teoretisk lig med renten på nul-kuponobligationer, altså en investering, hvor der hverken konkursrisiko eller reinvesteringsrisiko. Det svarer til at finde en investeringsmulighed, hvor β = 0. I praksis anvendes den effektive rente for den toneangivende tiårige statsobligation som estimat for den risikofrie rente\textsuperscript{34}. Ved hjælp af udtræk fra NASDAQ OMX Nordic, af den toneangivende tiårs statsobligation, er den risikofrie rente fastsat til 1,54\% ved, at anvende et gennemsnit af den daglige renteudvikling fra d. 04.09.12, hvor serien åbnede, til d. 29.03.13 jf. bilag 1.

Næste element, der skal fastsættes i CAPM, er beta værdien, β. Beta-værdien dækker over den systematiske risiko eller sagt med andre ord er det den uundgåelige risiko, der vil være ved at investere i den pågældende aktie. Det forventede afkast ved investering i markedsporeføljen E(r\textsubscript{m}) frafrækkes den risikofrie rente r\textsubscript{f} og tilbage står markedets risikopræmie. Hertil skal Beta-værdien multipliceres, hvilket betyder, at hvis beta er mindre end 1 er investeringen i mindre grad risikofyldt end markedsporeføljen, hvorimod en betaværdi over 1 betyder at investeringen bærer en større risiko end markedsporeføljen. En betaværdi på 0 betyder, som nævnt, at investeringen er risikofri og en betaværdi på 1 betyder at risikoen er identisk med markedsporeføljen. Betaværdien for Sanistål-aktien er blevet fastsat til 1,13\textsuperscript{35} ud fra en beregning foretaget af Reuters, publiceret i Financial Times. Denne beregning er foretaget på baggrund af den procentvise prisændring af aktien i forhold til den procentvise prisændring på et lokalt udpeget aktieindeks i de seneste 60 måneder. Dette vurderes som værende tilstrækkeligt. Mht. en betaværdi på 1,13 betyder det at Saniståls aktie er et mere risikofyldt investeringsmål ift. markedsporeføljen, hvilket hænger meget godt sammen med, at Sanistål, som resten af branchen, er meget konjunkturfølsomme, hvor den nuværende lavkonjunktur skaber stor usikkerhed blandt branchens kunder.

Til sidst findes det forventede afkast ved investering i markedsporeføljen, altså det tillæg, som investorer kræver for at investere i aktier i forhold til risikofrie alternativer. Dette kan gøres på flere måder ifølge bogen ”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse” af Ole Sørensen, der opstiller tre forskellige metoder\textsuperscript{36}. Denne afhandling vil tage udgangspunkt i metode 1, der

\textsuperscript{34} Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 51
\textsuperscript{35} Se bilag 2
\textsuperscript{36} Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 51-52
tager udgangspunkt et antal investorer interviewes om deres skøn over risikopræmien, efterfølgende anvendes der så et gennemsnit af deres vurderinger som et estimat over risikopræmien. PriceWaterhouseCoopers foretager jævnligt sådanne undersøgelser. Denne afhandling tager udgangspunkt i en publikation fra 2010, hvor den gennemsnitlige markedsrisikopræmie er estimeret til 4,9 %\textsuperscript{37}. Med den oplysning kan det forventede afkast ved investering i markedsporteføljen nu beregnes ved:

\[ E(r_m) = 4,9 \% + 1,54 \% = 6,44 \% \]

Hvilket betyder, at investorerne forventer at få et afkast på 6,44 % ved investering i markedsporteføljen. Hvilket leder ud i, at ejernes afkastkrav nu kan beregnes ved:

\[ r_e = 1,54 \% + 1,13 (6,44 \% - 1,54 \%) = 7,08 \% \]

**Finansielle forpligtelers afkastkrav**

Ligesom ejernes afkastkrav er en del af formlen til beregning af WACC, er de finansielle forpligtelers afkastkrav det også. Afkastkravet bør i princippet baseres på den løbende markedsrente. De finansielle forpligtelers afkastkrav, kan estimeres med nedenstående formel\textsuperscript{38}:

\[ r_g = (r_f + r_s)(1 - t) \]

\[ r_f = \text{risikofri rente} \]

\[ r_s = \text{selskabsspecifikt risikotillæg} \]

\[ t = \text{selskabsskatteprocent} \]

\textsuperscript{37} Publikation 2

\textsuperscript{38} Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 55
Den risikofri rente er allerede fastsat i foregående afsnit til 1,54 %. Det selskabsspecifikke risikotillæg er et tillæg långiverne vil have, som kompensation for den risiko långiverne tager ved, at virksomheden ikke kan tilbagebetale lånet. Der er to måder at finde frem til dette tillæg, enten ved at se på deres kreditrating og hvis ikke virksomheden er kreditrated, hvilket Sanistål ikke er, kan der ses på virksomhedens låntagning for at få et skøn over størrelsen af risikotillægget. Sanistål oplyser imidlertid ikke deres seneste optagede lån, men deres løbende kreditfaciliteter med bankerne, der årligt bliver genforhandlet, er et variabelfordrentet lån, der står listet med en effektiv rente på 3,9 % jf. årsrapporten 2012 note 19. Det vurderes passabelt, at Saniståls gennemsnitlige rentesats er på 3,9 %. Denne rentesats betyder at de finansielle forpligtelser afkastkrav bliver påvirket af et selskabsspecifikt risikotillæg for Sanistål på i alt 2,36 %, da 3,9 % - 1,54 % er lig 2,36 %. Selskabsskatteprocenten er i Danmark aktuelt fastsat til 25 %. Det betyder at de finansielle forpligtelser afkastkrav nu kan beregnes ved:

$$r_g = (1,54 \% + 2,36\%)(1-25\%) = 2,93 \%$$

Tages der højde for skat, betyder dette at Sanistål teoretisk vil kunne optage nye lån til en rente på 2,93 % efter skat.

**Kapitalstruktur**

For at løse formlen til beregning af WACC, mangler markedsværdien af henholdsvis egenkapitalen og nettogælden. De to værdier lagt sammen svarer til markedsværdien af Sanistål, hvilket imidlertid skaber et problem, eftersom det er denne værdi afhandlingen forsøger at udregne. Løsningen på dette problem er, at anvende den forventede soliditet for Sanistål. Igennem analyseperiodens fem år har Sanistål leveret en meget svag soliditsgrad, da de store konstaterede tab åå egenkapitalen væk. I 2012 er egenkapitalen dog ved at være genskabt til et fornuftigt niveau og Sanistål endte ud med en soliditsgrad på 26,1 %, før finanskrisen og deres store investeringer havde de en soliditsgrad omkring 50 %. På det grundlag vurderes det, at en fremtidig soliditet på 30 % er realistisk. Særligt med henblik på at

---

39 Sørensen, Ole, Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, 3. udgave, 2. oplag 2011, s. 56
40 Årsrapporten 2012, s. 4
41 Årsrapporten 2008, s. 4
deres ejerkreds af banker har skærpede krav til tilbagebetaling af den store gæld, og at der ikke er udsigt til udbytte udbetaling i nærmeste fremtid. Derved bliver $V_0^E = 0,3$ og $V_0^{NFF} = 0,7$.

**Beregning af WACC**
Alle bestanddele til formlen for udregning af WACC er nu afdækket og det er derfor muligt at beregne Saniståls vægtede gennemsnits kapitalomkostninger:

\[
 r_wacc = 0,3 \times 7,08\% + 0,7 \times 2,93\% = 4,18\%
\]

Dermed er WACC, som skal anvendendes som diskonteringsfaktor i den videre værdiansættelsesberegning, beregnet til 4,18 %.

**Værdiansættelse af Sanistål A/S**
Den indirekte residualindkomstmodel, RIDO og den indirekte diskonterede clash flow-model FCFF, vil blive anvendt til beregning af værdien af Sanistål. De to modeller vil tage udgangspunkt i det fastsatte budgetterede proformaregnskab\(^{42}\) og sammen vil de komplementere hinanden, ved at modellerne gerne skulle ende ud i samme resultat, hvis de anvendt korrekt.

Saniståls værdi blev ifølge RIDO modellen beregnet til:

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>t.DKK</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>I alt PV RIDO</td>
<td>1.742.815</td>
</tr>
<tr>
<td>I alt PV terminalværdi</td>
<td>2.886.878</td>
</tr>
<tr>
<td>EK Primo</td>
<td>617.532</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>Virksomhedsværdi (Enterprise value)</strong></td>
<td><strong>5.247.224</strong></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Som det kan ses bidrager budgetperioden med 1.742.815 t.DKK og terminalværdien bidrager med 2.886.878 t.DKK. Dernæst skal egenkapital ultimo 2012 tillægges de to værdier, for at

\(^{42}\) Bilag 3
ende op med virksomhedens totalt værdi. Egenkapitalen beløber sig til 617.532 t.DKK, hvilket betyder at den totale virksomhedsværdi er teoretisk beregnet til 5.247.224 t.DKK.

Herefter kontrolleres det beregnede beløb til FCFF-modellen der gerne skal ende op med det samme resultat, hvis modellen er anvendt korrekt. Resultat blev følgende:

<p>| | |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>I alt PV FCFF</td>
<td>-953.505</td>
</tr>
<tr>
<td>PV af terminalværdi</td>
<td>7.847.221</td>
</tr>
<tr>
<td>I alt</td>
<td>6.893.716</td>
</tr>
<tr>
<td>- NFF</td>
<td>1.646.492</td>
</tr>
<tr>
<td>Virksomhedsværdi (Enterprise value)</td>
<td>5.247.224</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Som det fremgår af beregningen, når FCFF-modellen frem til det samme resultat på 5.247.224 t.DKK i virksomhedsværdi. En yderligere specifikation af de to beregninger kan ses på bilag 4. Det oplyses i Saniståls årsrapport fra 2012, at aktiekapitalen består af 11.923.784 aktier af 1kr pr. stk., lukkekursen d. 29.03.2013 var 63,5 DKK på Københavns Fondsbørs, hvor Sanistål er noteret under SmallCap indekset. Hvorimod den beregnede aktiekurs kan beregnes til 440 DKK. Ses de to kurser i forhold til hinanden må det konstateres, der er en forskel på 376,5 kurspoint eller 85,5 %. En så stor forskel kan tillægges en regnefejl, men der var ikke umiddelbart noget der tydede på dette. Hvis resultat derimod er korrekt, betyder det, at aktien på nuværende tidspunkt er undervurderet med 376,5kr og har potentiale til at stige 85,5 %. I så fald vil Sanistål aktien været en god langsigtet investering.

**Delkonklusion**

Der blev opstillet følgende to underspørgsmål til den sidste del af afhandlingen:

- **Hvad er den teoretiske pris på en Sanistål aktie ud fra en værdiansættelse efter henholdsvis den diskonterede cash flow-model og residualindkomstmodellen?**
- **Er kursen på Sanistål aktien attraktiv ved den aktuelle lukkekurs d. 29-03-13 i forhold til den teoretisk beregnede aktiekurs?**

---

43 Bilag 5 – Saniståls aktiekurs
44 Kurs = (11.923.784 / (5.247.224 / 1000))
Den teoretiske værdi af en Sanistål aktie, blev beregnet til 440kr, hvilket er 85,5 % højere end lukkekursen d. 29.03.2013. Et sådan potentielle må alt andet lige betyde at aktien er attraktiv at investere i.

**Konklusion**

Formålet med denne afhandling var, at beregne den teoretisk korrekte pris for Sanistål A/S og se om denne ligger over eller under den nuværende aktiekurs, på baggrund af relevante markeds- og brancheforhold, historiske regnskabstal og forventninger til fremtiden. Til at belyse denne problemstilling blev der opstillet en række underspørgsmål der alle er behandlet og besvaret. De var som følger:

- **Hvilke samfundsforhold påvirker Sanistål?**

  Her blev det klarlagt, at samfundsforhold vedrørende politik og lovgivning, da Sanistål er meget styret af, hvordan stålpriserne udvikler sig, hvor politik kan have en stor effekt dennes udvikling. Derudover var økonomiske og demografiske forhold også af stor betydning for Sanistål, der agerer i et marked der er yderst konjunkturfølsomt.

- **Hvilke brancheforhold påvirker Sanistål?**

  Først blev det defineret, at Sanistål hører til branchen for grossistvirksomheder der gør sig på B2B markedet for byggeri, industri eller begge del. Herefter blev det vurderet hvilke branchekræfter der var af høj relevans for Sanistål, her blev kundernes forhandlingsstyrke og branchens konkurrenceintensitet vurderet af høj relevans.

- **Hvilke interne strategiforhold påvirker Sanistål?**

  I den interne strategianalyse blev der fundet frem til at Saniståls kernekompetencer ift. konkurrenterne defineret som deres omdømme og høje serviceniveau, deres effektive distributionssystem samt deres innovative løsninger såsom deres webshop

- **Hvordan har den økonomiske udvikling været i Sanistål i de seneste 5 år?**

  I den første finansielle analyse blev det synligt, at Sanistål blev meget hårdt ramt af finanskrisen, og viste meget dårlige nøgletal i de første år af analyseperioden, men viste mere positive tegn hen mod slutningen af perioden.
- **Hvordan vil Sanistål blive påvirket i deres fremtidige økonomiske udvikling i forhold til fastsættelse af budget?**

Ifølge budgetteringen, der blev opgjort over en 10-årig periode til terminalperioden blev nået, vil væksten de første år være meget svag, hvor væksten så vil tage til hen mod anden halvdel af budgetperioden.

- **Hvad er den teoretiske pris på en Sanistål aktie ud fra en værdiansættelse efter henholdsvis den diskonterede cash flow-model og residualindkomstmodellen?**

- **Er kursen på Sanistål aktien attraktiv ved den aktuelle lukkekurs d. 29-03-13 i forhold til den teoretisk beregnede aktiekurs?**

Aktien blev teoretisk beregnet til at den korrekte pris burde være 440kr, hvilket var 85,5 % højere end lukkekursen d. 29.03.2013, hvilket også er et udtryk for potentialet i aktien.

Med det på plads kan afhandlingen hovedproblemstilling nu besvares med følgende:

Den teoretisk korrekte pris for 1 stk. Sanistål A/S aktie, på baggrund af markeds- og brancheforhold, historiske regnskabstal og forventninger til fremtiden 440kr. Denne pris er 85,5 % højere end kursen på skæringsdagen. Hvilket betyder at aktien, på nuværende tidspunkt, er undervurderet med 376,5kr.
**Kilder:**

**Fondsbørsmeddelser:**
1: Meddelelse 2011 nr. 06
2: Meddelelse 2013 nr. 01

**Artikler**
1: [http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Danske_Bank/article1010775.ece](http://finanswatch.dk/Finansnyt/Pengeinstitutter/Danske_Bank/article1010775.ece) Besøgt 04.04.2013
6: [http://www.scm.dk/sanist%C3%A5l-forbedrer-k%C3%A6dereaktionen](http://www.scm.dk/sanist%C3%A5l-forbedrer-k%C3%A6dereaktionen) Besøgt 26.04.2013

**Publikationer**

**Rapporter**
Årsrapporter 2008-2012, Sanistål
CSR Rapport 2012, Sanistål
Figurliste:
Figur 1 – Disposition, egen tilvirkning

Figur 2 – Kundeværdier og vision, Kilde www.sanistaal.com

Figur 3 – PEST-model, Kilde Sørensen, Ole, s. 83, egen tilvirkning

Figur 4 – Porters Five Forces, Kilde Sørensen, Ole, s. 87, egen tilvirkning

Figur 5 – DuPont-pyramide, Kilde Sørensen, Ole, s. 255, egen tilvirkning

Tabeller
Tabel 1 - Kilde: Danmarks Statistik, NATN01, BYGV2 og BYGV22, egen tilvirkning

Tabel 2 – Kilde: Danmarks Statistik, EJEN6 og TVANG1, egen tilvirkning
Bilag

Bilag 1 – obligationsrenter

1,5% Danske Stat St. Lån 2023

<table>
<thead>
<tr>
<th>Date</th>
<th>Closing price</th>
<th>Average price</th>
<th>Trades</th>
<th>Duration</th>
<th>Yield</th>
<th>Yield calculation price</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>04-09-2012</td>
<td>100.430</td>
<td>100.415</td>
<td>30</td>
<td></td>
<td>1.460</td>
<td>100.415</td>
</tr>
<tr>
<td>05-09-2012</td>
<td>100.620</td>
<td>100.837</td>
<td>2</td>
<td>10.260</td>
<td>1.420</td>
<td>100.837</td>
</tr>
<tr>
<td>06-09-2012</td>
<td>99.650</td>
<td>99.822</td>
<td>9</td>
<td></td>
<td>1.520</td>
<td>99.822</td>
</tr>
<tr>
<td>11-09-2012</td>
<td>99.650</td>
<td>99.650</td>
<td>2</td>
<td></td>
<td>1.530</td>
<td>99.650</td>
</tr>
<tr>
<td>12-09-2012</td>
<td>98.610</td>
<td>98.793</td>
<td>4</td>
<td>10.240</td>
<td>1.620</td>
<td>98.793</td>
</tr>
<tr>
<td>13-09-2012</td>
<td>98.800</td>
<td>98.920</td>
<td>4</td>
<td>10.220</td>
<td>1.610</td>
<td>98.920</td>
</tr>
<tr>
<td>14-09-2012</td>
<td>98.350</td>
<td>98.350</td>
<td>1</td>
<td>10.220</td>
<td>1.660</td>
<td>98.350</td>
</tr>
<tr>
<td>17-09-2012</td>
<td>98.350</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.660</td>
<td>98.350</td>
</tr>
<tr>
<td>18-09-2012</td>
<td>97.729</td>
<td>97.704</td>
<td>17</td>
<td>10.210</td>
<td>1.730</td>
<td>97.704</td>
</tr>
<tr>
<td>19-09-2012</td>
<td>98.220</td>
<td>98.220</td>
<td>2</td>
<td>10.210</td>
<td>1.680</td>
<td>98.220</td>
</tr>
<tr>
<td>20-09-2012</td>
<td>98.220</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.680</td>
<td>98.220</td>
</tr>
<tr>
<td>21-09-2012</td>
<td>98.220</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.700</td>
<td>98.030</td>
</tr>
<tr>
<td>24-09-2012</td>
<td>98.770</td>
<td>98.770</td>
<td>1</td>
<td>10.200</td>
<td>1.620</td>
<td>98.770</td>
</tr>
<tr>
<td>25-09-2012</td>
<td>99.100</td>
<td>99.100</td>
<td>1</td>
<td>10.200</td>
<td>1.590</td>
<td>99.100</td>
</tr>
<tr>
<td>27-09-2012</td>
<td>100.020</td>
<td>99.971</td>
<td>5</td>
<td>10.190</td>
<td>1.500</td>
<td>99.971</td>
</tr>
<tr>
<td>28-09-2012</td>
<td>100.020</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.190</td>
<td>1.500</td>
<td>99.960</td>
</tr>
<tr>
<td>01-10-2012</td>
<td>99.756</td>
<td>99.952</td>
<td>5</td>
<td></td>
<td>1.500</td>
<td>99.952</td>
</tr>
<tr>
<td>02-10-2012</td>
<td>99.950</td>
<td>99.794</td>
<td>3</td>
<td>10.190</td>
<td>1.520</td>
<td>99.794</td>
</tr>
<tr>
<td>03-10-2012</td>
<td>99.950</td>
<td>99.980</td>
<td>3</td>
<td>10.190</td>
<td>1.500</td>
<td>99.980</td>
</tr>
<tr>
<td>04-10-2012</td>
<td>99.950</td>
<td>99.950</td>
<td>1</td>
<td>10.170</td>
<td>1.500</td>
<td>99.950</td>
</tr>
<tr>
<td>08-10-2012</td>
<td>99.830</td>
<td>99.825</td>
<td>2</td>
<td>10.170</td>
<td>1.520</td>
<td>99.825</td>
</tr>
<tr>
<td>10-10-2012</td>
<td>99.659</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.550</td>
<td>99.510</td>
</tr>
<tr>
<td>11-10-2012</td>
<td>99.659</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.560</td>
<td>99.420</td>
</tr>
<tr>
<td>12-10-2012</td>
<td>100.100</td>
<td>99.886</td>
<td>2</td>
<td>10.150</td>
<td>1.510</td>
<td>99.886</td>
</tr>
<tr>
<td>15-10-2012</td>
<td>100.179</td>
<td>100.179</td>
<td>1</td>
<td></td>
<td>1.480</td>
<td>100.179</td>
</tr>
<tr>
<td>16-10-2012</td>
<td>100.179</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.150</td>
<td>1.580</td>
<td>99.220</td>
</tr>
<tr>
<td>17-10-2012</td>
<td>98.880</td>
<td>99.051</td>
<td>6</td>
<td>10.140</td>
<td>1.590</td>
<td>99.051</td>
</tr>
<tr>
<td>18-10-2012</td>
<td>98.880</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.660</td>
<td>98.420</td>
</tr>
<tr>
<td>19-10-2012</td>
<td>98.700</td>
<td>98.700</td>
<td>1</td>
<td>10.120</td>
<td>1.630</td>
<td>98.700</td>
</tr>
<tr>
<td>22-10-2012</td>
<td>99.000</td>
<td>99.000</td>
<td>1</td>
<td>10.120</td>
<td>1.600</td>
<td>99.000</td>
</tr>
<tr>
<td>23-10-2012</td>
<td>99.000</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.120</td>
<td>1.600</td>
<td>98.950</td>
</tr>
<tr>
<td>Date</td>
<td>A1</td>
<td>A2</td>
<td>B1</td>
<td>B2</td>
<td>C1</td>
<td>C2</td>
</tr>
<tr>
<td>------------</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
</tr>
<tr>
<td>24-10-2012</td>
<td>99.186</td>
<td>99.186</td>
<td>1</td>
<td>1.580</td>
<td>99.186</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>25-10-2012</td>
<td>99.000</td>
<td>99.022</td>
<td>9</td>
<td>10.110</td>
<td>1.600</td>
<td>99.022</td>
</tr>
<tr>
<td>26-10-2012</td>
<td>99.798</td>
<td>99.754</td>
<td>3</td>
<td>10.110</td>
<td>1.520</td>
<td>99.754</td>
</tr>
<tr>
<td>29-10-2012</td>
<td>99.798</td>
<td></td>
<td></td>
<td>1.510</td>
<td>99.920</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30-10-2012</td>
<td>100.660</td>
<td>100.660</td>
<td>2</td>
<td>1.430</td>
<td>100.660</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31-10-2012</td>
<td>100.442</td>
<td>100.442</td>
<td>1</td>
<td>10.110</td>
<td>1.460</td>
<td>100.442</td>
</tr>
<tr>
<td>01-11-2012</td>
<td>100.400</td>
<td>100.400</td>
<td>1</td>
<td>10.100</td>
<td>1.460</td>
<td>100.400</td>
</tr>
<tr>
<td>02-11-2012</td>
<td>100.220</td>
<td>100.366</td>
<td>5</td>
<td>1.460</td>
<td>100.366</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>05-11-2012</td>
<td>100.220</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.100</td>
<td>1.440</td>
<td>100.610</td>
</tr>
<tr>
<td>06-11-2012</td>
<td>100.220</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.090</td>
<td>1.450</td>
<td>100.550</td>
</tr>
<tr>
<td>07-11-2012</td>
<td>100.220</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.090</td>
<td>1.390</td>
<td>101.160</td>
</tr>
<tr>
<td>08-11-2012</td>
<td>101.350</td>
<td>101.363</td>
<td>3</td>
<td>1.370</td>
<td>101.363</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>09-11-2012</td>
<td>101.811</td>
<td>101.757</td>
<td>7</td>
<td>10.090</td>
<td>1.330</td>
<td>101.757</td>
</tr>
<tr>
<td>26-11-2012</td>
<td>101.500</td>
<td>101.410</td>
<td>18</td>
<td>1.360</td>
<td>101.410</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27-11-2012</td>
<td>101.336</td>
<td>101.252</td>
<td>4</td>
<td>1.380</td>
<td>101.252</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30-11-2012</td>
<td>101.750</td>
<td>101.769</td>
<td>7</td>
<td>10.180</td>
<td>1.330</td>
<td>101.769</td>
</tr>
<tr>
<td>03-12-2012</td>
<td>101.260</td>
<td>101.499</td>
<td>8</td>
<td>10.180</td>
<td>1.350</td>
<td>101.499</td>
</tr>
<tr>
<td>04-12-2012</td>
<td>101.530</td>
<td>101.347</td>
<td>7</td>
<td>10.170</td>
<td>1.370</td>
<td>101.347</td>
</tr>
<tr>
<td>06-12-2012</td>
<td>101.900</td>
<td>101.900</td>
<td>1</td>
<td>10.160</td>
<td>1.310</td>
<td>101.900</td>
</tr>
<tr>
<td>07-12-2012</td>
<td>102.156</td>
<td>102.156</td>
<td>1</td>
<td>10.160</td>
<td>1.290</td>
<td>102.156</td>
</tr>
<tr>
<td>10-12-2012</td>
<td>102.150</td>
<td>102.142</td>
<td>2</td>
<td>1.290</td>
<td>102.142</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11-12-2012</td>
<td>101.850</td>
<td>102.028</td>
<td>16</td>
<td>10.160</td>
<td>1.300</td>
<td>102.028</td>
</tr>
<tr>
<td>13-12-2012</td>
<td>101.597</td>
<td>101.597</td>
<td>1</td>
<td>10.140</td>
<td>1.340</td>
<td>101.597</td>
</tr>
<tr>
<td>14-12-2012</td>
<td>101.200</td>
<td>101.200</td>
<td>2</td>
<td>10.140</td>
<td>1.380</td>
<td>101.200</td>
</tr>
<tr>
<td>17-12-2012</td>
<td>100.850</td>
<td>100.869</td>
<td>7</td>
<td>10.130</td>
<td>1.410</td>
<td>100.869</td>
</tr>
<tr>
<td>18-12-2012</td>
<td>100.750</td>
<td>100.643</td>
<td>7</td>
<td>10.130</td>
<td>1.440</td>
<td>100.643</td>
</tr>
<tr>
<td>19-12-2012</td>
<td>99.899</td>
<td>100.206</td>
<td>7</td>
<td>10.130</td>
<td>1.480</td>
<td>100.206</td>
</tr>
<tr>
<td>20-12-2012</td>
<td>100.420</td>
<td>100.420</td>
<td>1</td>
<td>10.110</td>
<td>1.460</td>
<td>100.420</td>
</tr>
<tr>
<td>21-12-2012</td>
<td>100.728</td>
<td>100.556</td>
<td>2</td>
<td>10.110</td>
<td>1.440</td>
<td>100.556</td>
</tr>
<tr>
<td>27-12-2012</td>
<td>100.728</td>
<td></td>
<td></td>
<td>10.090</td>
<td>1.390</td>
<td>101.070</td>
</tr>
<tr>
<td>28-12-2012</td>
<td>101.675</td>
<td>101.655</td>
<td>3</td>
<td>10.090</td>
<td>1.340</td>
<td>101.655</td>
</tr>
<tr>
<td>Date</td>
<td>Price1</td>
<td>Price2</td>
<td>Quantity</td>
<td>Price3</td>
<td>Price4</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>------------</td>
<td>--------</td>
<td>--------</td>
<td>----------</td>
<td>--------</td>
<td>--------</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>02-01-2013</td>
<td>100.150</td>
<td>100.398</td>
<td>4</td>
<td>10.090</td>
<td>1.460</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>03-01-2013</td>
<td>99.930</td>
<td>99.994</td>
<td>13</td>
<td>10.080</td>
<td>1.500</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>07-01-2013</td>
<td>99.450</td>
<td>99.434</td>
<td>5</td>
<td>1.560</td>
<td>99.434</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>08-01-2013</td>
<td>99.400</td>
<td>99.408</td>
<td>21</td>
<td>10.070</td>
<td>1.560</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>09-01-2013</td>
<td>99.930</td>
<td>99.930</td>
<td>2</td>
<td>10.060</td>
<td>1.510</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>10-01-2013</td>
<td>98.969</td>
<td>99.678</td>
<td>5</td>
<td>10.060</td>
<td>1.530</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11-01-2013</td>
<td>98.730</td>
<td>98.773</td>
<td>4</td>
<td>10.050</td>
<td>1.620</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14-01-2013</td>
<td>99.040</td>
<td>99.007</td>
<td>4</td>
<td>10.050</td>
<td>1.600</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>16-01-2013</td>
<td>99.570</td>
<td>99.403</td>
<td>6</td>
<td>10.040</td>
<td>1.560</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>17-01-2013</td>
<td>99.040</td>
<td>98.985</td>
<td>9</td>
<td>1.600</td>
<td>98.985</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>18-01-2013</td>
<td>98.770</td>
<td>98.644</td>
<td>9</td>
<td>10.030</td>
<td>1.640</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21-01-2013</td>
<td>98.350</td>
<td>98.484</td>
<td>3</td>
<td>10.030</td>
<td>1.650</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>22-01-2013</td>
<td>98.360</td>
<td>98.344</td>
<td>17</td>
<td>10.020</td>
<td>1.670</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>23-01-2013</td>
<td>98.950</td>
<td>98.670</td>
<td>6</td>
<td>10.020</td>
<td>1.640</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>24-01-2013</td>
<td>99.090</td>
<td>99.336</td>
<td>3</td>
<td>10.010</td>
<td>1.570</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>25-01-2013</td>
<td>98.100</td>
<td>98.117</td>
<td>7</td>
<td>10.010</td>
<td>1.690</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>28-01-2013</td>
<td>97.600</td>
<td>97.970</td>
<td>6</td>
<td></td>
<td>1.710</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>29-01-2013</td>
<td>97.600</td>
<td>97.598</td>
<td>5</td>
<td>10.000</td>
<td>1.750</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>30-01-2013</td>
<td>97.350</td>
<td>97.348</td>
<td>3</td>
<td>10.000</td>
<td>1.770</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>31-01-2013</td>
<td>97.322</td>
<td>97.553</td>
<td>8</td>
<td>9.990</td>
<td>1.750</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>01-02-2013</td>
<td>97.440</td>
<td>97.383</td>
<td>6</td>
<td>9.990</td>
<td>1.770</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>04-02-2013</td>
<td>97.790</td>
<td>97.409</td>
<td>6</td>
<td>9.980</td>
<td>1.770</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>05-02-2013</td>
<td>98.000</td>
<td>97.666</td>
<td>25</td>
<td>9.980</td>
<td>1.740</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>06-02-2013</td>
<td>97.500</td>
<td>97.502</td>
<td>3</td>
<td>9.980</td>
<td>1.760</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>07-02-2013</td>
<td>97.500</td>
<td>97.503</td>
<td>2</td>
<td>9.970</td>
<td>1.760</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>08-02-2013</td>
<td>97.750</td>
<td>97.759</td>
<td>5</td>
<td>9.970</td>
<td>1.730</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>11-02-2013</td>
<td>97.657</td>
<td>97.665</td>
<td>5</td>
<td>9.960</td>
<td>1.740</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>12-02-2013</td>
<td>97.478</td>
<td>97.621</td>
<td>15</td>
<td>9.960</td>
<td>1.740</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>13-02-2013</td>
<td>96.770</td>
<td>97.021</td>
<td>4</td>
<td>9.960</td>
<td>1.810</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>14-02-2013</td>
<td>97.360</td>
<td>97.320</td>
<td>10</td>
<td>9.950</td>
<td>1.780</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>15-02-2013</td>
<td>97.650</td>
<td>97.718</td>
<td>5</td>
<td>9.950</td>
<td>1.730</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>18-02-2013</td>
<td>97.380</td>
<td>97.410</td>
<td>3</td>
<td>9.950</td>
<td>1.770</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>19-02-2013</td>
<td>97.499</td>
<td>97.454</td>
<td>16</td>
<td></td>
<td>1.760</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>20-02-2013</td>
<td>96.850</td>
<td>97.158</td>
<td>3</td>
<td>9.940</td>
<td>1.790</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>21-02-2013</td>
<td>98.000</td>
<td>97.829</td>
<td>12</td>
<td></td>
<td>1.720</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>22-02-2013</td>
<td>98.000</td>
<td></td>
<td></td>
<td>9.930</td>
<td>1.710</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>25-02-2013</td>
<td>97.810</td>
<td>97.816</td>
<td>5</td>
<td>9.930</td>
<td>1.720</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>26-02-2013</td>
<td>99.000</td>
<td>98.782</td>
<td>7</td>
<td>9.920</td>
<td>1.620</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>01-03-2013</td>
<td>99.520</td>
<td>99.307</td>
<td>6</td>
<td></td>
<td>1.570</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>04-03-2013</td>
<td>99.450</td>
<td>99.450</td>
<td>7</td>
<td>9.910</td>
<td>1.560</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-------</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
<td>-----</td>
<td>-------</td>
</tr>
<tr>
<td>06-03-2013</td>
<td>98.939</td>
<td>98.922</td>
<td>4</td>
<td>9.910</td>
<td>1.610</td>
<td>98.922</td>
</tr>
<tr>
<td>07-03-2013</td>
<td>98.720</td>
<td>98.889</td>
<td>10</td>
<td>9.900</td>
<td>1.610</td>
<td>98.889</td>
</tr>
<tr>
<td>08-03-2013</td>
<td>98.300</td>
<td>98.379</td>
<td>10</td>
<td>9.900</td>
<td>1.670</td>
<td>98.379</td>
</tr>
<tr>
<td>11-03-2013</td>
<td>98.350</td>
<td>98.521</td>
<td>8</td>
<td>9.890</td>
<td>1.650</td>
<td>98.521</td>
</tr>
<tr>
<td>12-03-2013</td>
<td>98.757</td>
<td>98.561</td>
<td>11</td>
<td>9.890</td>
<td>1.650</td>
<td>98.561</td>
</tr>
<tr>
<td>13-03-2013</td>
<td>98.740</td>
<td>98.627</td>
<td>4</td>
<td>9.890</td>
<td>1.640</td>
<td>98.627</td>
</tr>
<tr>
<td>14-03-2013</td>
<td>98.750</td>
<td>98.750</td>
<td>1</td>
<td>9.880</td>
<td>1.630</td>
<td>98.750</td>
</tr>
<tr>
<td>15-03-2013</td>
<td>98.850</td>
<td>98.623</td>
<td>6</td>
<td>9.880</td>
<td>1.640</td>
<td>98.623</td>
</tr>
<tr>
<td>26-03-2013</td>
<td>99.560</td>
<td>99.624</td>
<td>3</td>
<td>1.540</td>
<td>99.624</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>27-03-2013</td>
<td>100.400</td>
<td>100.000</td>
<td>8</td>
<td>1.500</td>
<td>100.000</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Gennemsnit**: 1.544
Bilag 2 – Betaværdi, Sanistål A/S
### Bilag 3 – Proforma regnskab

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Salgsvækst</td>
<td>3,20%</td>
<td>3%</td>
<td>5%</td>
<td>8%</td>
<td>10%</td>
<td>14%</td>
<td>14%</td>
<td>14%</td>
<td>10%</td>
<td>8%</td>
<td>4%</td>
<td>3%</td>
</tr>
<tr>
<td>Overskudsgrad</td>
<td>4,17%</td>
<td>4,5%</td>
<td>6%</td>
<td>7%</td>
<td>8%</td>
<td>8%</td>
<td>8%</td>
<td>7%</td>
<td>6%</td>
<td>5%</td>
<td>4,5%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Dækningsgrad</td>
<td>26,15%</td>
<td>25%</td>
<td>26%</td>
<td>28%</td>
<td>28%</td>
<td>29%</td>
<td>30%</td>
<td>30%</td>
<td>28%</td>
<td>26%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
</tr>
<tr>
<td>NDA OH</td>
<td>1,96</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
<td>2,10</td>
<td>2,15</td>
<td>2,15</td>
<td>2,05</td>
<td>1,9</td>
<td>1,80</td>
<td>1,40</td>
<td>1,40</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>WACC</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td>4,18%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Budgetet skatteprocent</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td>25%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>NFF</td>
<td>1.646.492</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>EK</td>
<td>617.532</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<p>| |</p>
<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Balance t.DKK</td>
</tr>
<tr>
<td>2012</td>
</tr>
<tr>
<td>2013</td>
</tr>
<tr>
<td>2014</td>
</tr>
<tr>
<td>2015</td>
</tr>
<tr>
<td>2016</td>
</tr>
<tr>
<td>2017</td>
</tr>
<tr>
<td>2018</td>
</tr>
<tr>
<td>2019</td>
</tr>
<tr>
<td>2020</td>
</tr>
<tr>
<td>2021</td>
</tr>
<tr>
<td>2022</td>
</tr>
<tr>
<td>Terminalperiode</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Bilag 4 – Værdiansættelse

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>RIDO = DO - (wacc x NDA(året før))</td>
<td>59.956</td>
<td>120.696</td>
<td>172.181</td>
<td>196.579</td>
<td>279.733</td>
<td>318.896</td>
<td>363.541</td>
<td>316.255</td>
<td>247.690</td>
<td>158.670</td>
<td>51.304</td>
</tr>
<tr>
<td>FCFF = DO - ΔNDA</td>
<td>128.364</td>
<td>101.916</td>
<td>203.993</td>
<td>115.898</td>
<td>18.762</td>
<td>21.389</td>
<td>1.18</td>
<td>1.13</td>
<td>1.28</td>
<td>1.33</td>
<td>1.45</td>
</tr>
<tr>
<td>Diskonteringsfaktor</td>
<td>1,04</td>
<td>1,09</td>
<td>1,13</td>
<td>1,18</td>
<td>1,23</td>
<td>1,28</td>
<td>1,33</td>
<td>1,39</td>
<td>1,45</td>
<td>1,51</td>
<td>1,51</td>
</tr>
<tr>
<td>PV RIDO</td>
<td>57.550</td>
<td>111.205</td>
<td>152.276</td>
<td>166.878</td>
<td>227.941</td>
<td>249.427</td>
<td>272.937</td>
<td>227.910</td>
<td>171.336</td>
<td>105.354</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I alt PV RIDO</td>
<td>1.742.815</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I alt PV terminalværdi</td>
<td>2.886.878</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>EK Primo</td>
<td>617.532</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Virksomhedsværdi (Enterprise value)</td>
<td>5.247.224</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Antal aktier</td>
<td>11.923.784</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Beregnet kurs</td>
<td>440</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>PV FCFF</td>
<td>123.213</td>
<td>93.902</td>
<td>180.410</td>
<td>98.387</td>
<td>15.288</td>
<td>16.730</td>
<td>125.889</td>
<td>203.708</td>
<td>161.573</td>
<td>990.267</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I alt PV FCFF</td>
<td>-953.505</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>PV af terminalværdi</td>
<td>7.847.221</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I alt</td>
<td>6.893.716</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- NFF</td>
<td>1.646.492</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Virksomhedsværdi (Enterprise value)</td>
<td>5.247.224</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Antal aktier</td>
<td>11.923.784</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Beregnet kurs</td>
<td>440</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>PV af terminalværdi</td>
<td>7.847.221</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>I alt</td>
<td>6.893.716</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>- NFF</td>
<td>1.646.492</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Virksomhedsværdi (Enterprise value)</td>
<td>5.247.224</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Antal aktier</td>
<td>11.923.784</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Beregnet kurs</td>
<td>440</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

EK Primo: 617.532

Værdiansættelse: 5.247.224

Antal aktier: 11.923.784

Terminalværdi: 11.818.420

Beregnet kurs: 440

Nutidsværdi: 7.847.221
### Bilag 5 – Saniståls aktiekurs

<table>
<thead>
<tr>
<th>Datum</th>
<th>Åbn Pris</th>
<th>Höj</th>
<th>Lav</th>
<th>Senaste</th>
<th>Volume</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>01-04-2013</td>
<td></td>
<td>63,50</td>
<td>63,50</td>
<td>63,50</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>29-03-2013</td>
<td>64,00</td>
<td>63,50</td>
<td>63,50</td>
<td>63,50</td>
<td>2.938</td>
</tr>
<tr>
<td>28-03-2013</td>
<td>64,00</td>
<td>64,00</td>
<td>62,00</td>
<td>63,50</td>
<td>2.938</td>
</tr>
<tr>
<td>27-03-2013</td>
<td>64,00</td>
<td>64,00</td>
<td>62,00</td>
<td>63,50</td>
<td>2.038</td>
</tr>
<tr>
<td>26-03-2013</td>
<td>62,50</td>
<td>64,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>1.671</td>
</tr>
<tr>
<td>25-03-2013</td>
<td>64,50</td>
<td>68,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,50</td>
<td>27.475</td>
</tr>
<tr>
<td>22-03-2013</td>
<td>62,00</td>
<td>64,50</td>
<td>62,00</td>
<td>64,50</td>
<td>901</td>
</tr>
<tr>
<td>21-03-2013</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>1.215</td>
</tr>
<tr>
<td>20-03-2013</td>
<td>62,00</td>
<td>64,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>5.810</td>
</tr>
<tr>
<td>19-03-2013</td>
<td>64,50</td>
<td>65,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>21.997</td>
</tr>
<tr>
<td>18-03-2013</td>
<td>62,50</td>
<td>64,50</td>
<td>62,50</td>
<td>64,50</td>
<td>9.393</td>
</tr>
<tr>
<td>15-03-2013</td>
<td>62,00</td>
<td>62,50</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>1.891</td>
</tr>
<tr>
<td>14-03-2013</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>61,00</td>
<td>62,00</td>
<td>1.008</td>
</tr>
<tr>
<td>13-03-2013</td>
<td>61,00</td>
<td>61,00</td>
<td>61,00</td>
<td>61,00</td>
<td>203</td>
</tr>
<tr>
<td>12-03-2013</td>
<td>60,50</td>
<td>60,50</td>
<td>60,50</td>
<td>60,50</td>
<td>550</td>
</tr>
<tr>
<td>11-03-2013</td>
<td>63,00</td>
<td>63,00</td>
<td>62,00</td>
<td>62,00</td>
<td>70</td>
</tr>
<tr>
<td>08-03-2013</td>
<td>60,50</td>
<td>63,00</td>
<td>60,00</td>
<td>63,00</td>
<td>2.410</td>
</tr>
<tr>
<td>07-03-2013</td>
<td>60,00</td>
<td>60,50</td>
<td>60,00</td>
<td>60,00</td>
<td>3.427</td>
</tr>
<tr>
<td>06-03-2013</td>
<td>61,00</td>
<td>61,00</td>
<td>59,50</td>
<td>55,50</td>
<td>136</td>
</tr>
<tr>
<td>05-03-2013</td>
<td>59,50</td>
<td>60,50</td>
<td>59,50</td>
<td>60,50</td>
<td>889</td>
</tr>
<tr>
<td>04-03-2013</td>
<td>60,00</td>
<td>61,50</td>
<td>60,00</td>
<td>60,00</td>
<td>2.642</td>
</tr>
</tbody>
</table>