

# Indholdsfortegnelse

Executive summary .....	4
1 Indledning .....	6
1.1 Problemsøgning .....	6
1.2 Problemformulering .....	8
1.3 Metode .....	9
1.3.1 Dataindsamling .....	9
1.3.2 Kildekritik .....	10
1.3.3 Model- og metodevalg .....	10
1.4 Afgrænsning .....	13
2 Virksomhedsbeskrivelse .....	16
2.1 Historie .....	16
2.2 Forretningsgrundlag .....	17
2.3 Ejer- og kapitalforhold .....	18
2.4 Økonomisk udvikling .....	20
2.4.1 Regnskabsåret 2006 .....	21
2.4.2 Regnskabsåret 2007 .....	21
2.4.3 Regnskabsåret H1 2008 .....	22
3 Strategisk analyse .....	23
3.1 PEST .....	23
3.1.1 Politik og lovgivning .....	24
3.1.2 Økonomi og demografi .....	24
3.1.3 Sociale og kulturelle forhold .....	26
3.1.4 Teknologi .....	26
3.2 Porters Five Forces .....	27
3.2.1 Truslen fra nye indtrængere .....	27
3.2.2 Konkurrence fra substituerende produkter .....	28
3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke .....	28
3.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke .....	29
3.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen .....	29
3.3 De ikke-finansielle værdidrivere .....	30
3.3.1 Ressourcer .....	30
3.3.2 Kernekompetencer .....	32
3.4 Konkurrence- og vækststrategier .....	33
3.4.1 Vision .....	33
3.4.2 Mission .....	34
3.4.3 Værdigrundlag .....	34
3.4.4 Strategiske mål .....	35
3.4.5 Konkurrencestrategi .....	35
3.4.6 Strategiske netværk .....	36
3.4.7 Vækststrategier .....	37
3.5 SWOT analyse / Delkonklusion .....	39
4 Regnskabsanalyse .....	42
4.1 Årsrapporten som datagrundlag .....	42
4.1.1 IASB's begrebsramme .....	43
4.1.2 Delkonklusion .....	45
4.2 Reformulering af resultatopgørelse og balance .....	45
4.2.1 Resultatopgørelsen .....	46

4.2.2	Balancen .....	47
4.2.3	Øvrige analytiske overvejelser .....	48
4.3	Nøgletalsanalyse .....	51
4.3.1	Rentabilitetsanalyse .....	52
4.3.2	Risikoanalyse .....	57
4.3.3	Finansielt risiko .....	60
4.3.4	Analyse af likviditetsrisiko .....	61
4.3.5	Forventninger til 2008 .....	62
4.4	Delkonklusion .....	63
5	Budgettering .....	65
5.1	Nettoomsætning .....	65
5.2	Omkostninger .....	68
5.2.1	Direkte omkostninger .....	69
5.2.2	Kapacitetsomkostninger .....	70
5.2.3	Finansielle poster .....	70
5.2.4	Skat .....	70
5.2.5	Udbytte .....	71
5.2.6	Anlægsaktiver .....	71
5.2.7	Projektbeholdninger og tilgodehavender .....	73
5.2.8	Andre tilgodehavender .....	73
5.2.9	Gæld .....	74
5.2.10	Egenkapital .....	74
5.3	Delkonklusion .....	75
6	Værdiansættelse .....	77
6.1	Den diskonterede cash-flow model .....	77
6.2	Residualindkomst-modellen .....	78
6.3	Prismultiplemodellen .....	79
6.4	Værdiansættelse med FCFF-modellen .....	80
6.4.1	WACC .....	80
6.4.2	Effektiv lånerente .....	80
6.4.3	Ejers afkastgrad .....	81
6.4.4	Fastlæggelse af det frie cash-flow .....	82
6.4.5	Følsomhedsanalyse af FCFF-modellen .....	84
6.5	Værdiansættelse med residualindkomst-modellen .....	85
6.5.1	Følsomhedsanalyse af residualindkomst-modellen .....	86
6.6	Værdiansættelse med prismultiplemodellen .....	86
6.7	Delkonklusion .....	88
7	Konklusion .....	90
8	Bilag .....	93
8.1	Fordeling af afsnit .....	93
8.2	Ejerforhold pr. 31. december 2007 .....	95
8.3	Reformulering af resultatopgørelse .....	96
8.3.1	Reformulering (Selskabsskat) .....	97
8.4	Officielle årsrapporter (aktiver / pasiver) .....	98
8.5	Reformulering af balance .....	100
8.6	Nøgletalsanalyse .....	102
8.6.1	Nøgletal for sammenligningsselskaber .....	106
8.7	Budgetter for 2008e til 2012e .....	108
8.7.1	Budgettering (Selskabsskat) .....	113

8.8	Fastlæggelse af WACC.....	114
8.9	Det frie cash flow.....	114
8.10	RIDO-modellen.....	115
9	Litteraturliste.....	116
9.1	Faglitteratur.....	116
9.2	Publikationer.....	116
9.3	Artikler.....	116

## **Executive summary**

In recent years, the Danish company Sjælsø Gruppen A/S<sup>1</sup> which develops and implements commercial, retail and residential projects has profited from the global and Scandinavian boom in economies. Last year, the market saw a decrease in the level of activity, which also influenced the company's financial position. The downturn has led to a very significant decrease in the company's market value.

On this background, our thesis deals with the key question:

### **What is the estimated stock exchange quotation of Sjælsø based on a strategic financial analysis at 28 November 2008?**

The key question in our thesis is supported by sub-questions which contribute to answering the key question. The methodology of answering the key question has been divided into four chapters consisting of a strategic analysis, a financial analysis, budgeting and the final valuation.

The first chapter describes the company and gives a general understanding of Sjælsø. The chapter aims at an analysis of Sjælsø's internal strengths, weaknesses, external threats and opportunities. To this end, we use relevant theories and models such as Michael Porter's PEST as well as his Five Forces. The outcome of the strategic analysis is used afterwards in the financial analysis and budgeting.

The second chapter encompasses a financial analysis based on Sjælsø's annual reports for the period 2006 to 2007, including the half year report for 2008. At first, we assess the financial reporting based on the quality requirements of the IASB framework. The income statement and balance sheet are adjusted for accounting "disturbances" for analysis purposes. The analysis of key financial ratios is based on the adjusted income statement and balance sheet. The purpose of the analysis is to clearly identify the company's value-drivers which are used afterwards in the budgeting.

---

<sup>11</sup> The company is hereafter referred to as Sjælsø

In the third chapter, we prepare a budget for the period 2008 to 2012, based on our strategic and financial analysis. The budgeting is primarily based on the company's revenue as value-driver. Further, we estimate a terminal value for the period 2013 onwards.

In the third chapter, we also estimate the stock exchange quotation of Sjælsø and accordingly answer the key question. The stock exchange quotation of Sjælsø has been estimated using the residual income model (RIDO). We have estimated the WACC (Weighted Average Cost of Capital) on the basis of the capital structure, the required rate of return of the owners and the cost of loan capital.

We have estimated the value of equity at 28 November 2008 at DKK 1,619.2 million corresponding to a stock exchange quotation of DKK 61.34 per share. The market price was DKK 25.00 per share on the OMX Nordic Exchange at 28 November 2008, which exceeds the estimate by 145%.

Finally, we have prepared a sensibility analysis in order to illustrate the effect of the factors included in the valuation. The analysis shows that the share price is sensitive to changes in the required rate of return of the owners, whereas changes in the growth rate do not have any significant impact on the estimated stock exchange quotation.

# 1 Indledning

I henhold til instituttets ”Hovedopgave og tværfaglig prøve - Vejledning 2008 - HD(R)” er de enkeltes bidrag udtrykkeligt angivet, jf. bilag 8.1. Vi gør endvidere opmærksom på at opgaven er udtryk for fælles produktion.

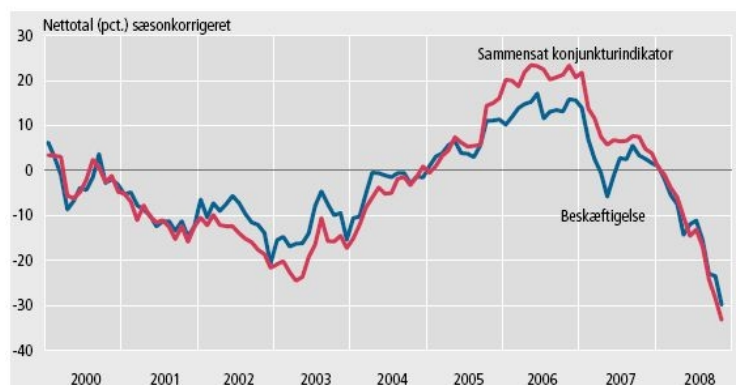
Vores målgruppe er primært vejleder, censor og medstuderende på HD(R). Sekundær målgruppe er nuværende samt fremtidige investorer i Sjælsø Gruppen A/S (selskabet benævnes herefter Sjælsø).

## 1.1 Problemsøgning

Sjælsø er i offentligheden kendt som en kvalitetsbevidst virksomhed, med sine rødder i byggebranchen. Virksomheden har siden grundlæggelsen i 1977 været med til at sætte sit præg på de danske ejendomme, hvorfra aktivitetsniveauet er gået fra primært erhvervs-ejendomme, til at aktiviteten i dag er fordelt på bolig-, erhvervs- og retailprojekter.

Efter mange gode år i byggebranchen, er der nu sket en afmatning i byggebranchen, der kommer til udtryk i branchens regnskaber og nøgletal.<sup>2</sup>

Afmatningen kommer ligeledes til udtryk i Danmarks Statistiks ”NYT”<sup>3</sup> Byggeri og boligforhold – hvor forventningerne for december til februar er negative i bygge- og anlægsbranchen. Den historiske udvikling kommer til udtryk i artiklen via nedenstående figur 1.1.



Figur 1.1 - Sæsonkorrigeret konjunkturindikator og beskæftigelse

I de seneste 10 år har Sjælsø 25-doblet omsætningen og 22-doblet indtjeningen. Kursen på Sjælsøs aktie er blevet synliggjort i nedenstående figur, hvor det kan ses, at kursværdien

<sup>2</sup> Artikel: Byggebranche ramt af værste nedtur i 20 år

<sup>3</sup> NYT - Nr. 503

siden 2003, var på sit højeste i 2006 og det første af 2007, hvorefter kursen har været nedadgående.



Figur 1.2 – Udvikling i Sjælsø's aktiekurs fra euroinvestor.dk

Den seneste tids turbulente markedssituation har i væsentlig grad påvirket selskabets værdi. Vi finder det derfor interessant at analysere, hvorvidt dette fald skyldes de bagvedliggende resultater og forventninger, eller der er tale om et reelt frasalg af aktien fra de nuværende investorer.

## 1.2 Problemformulering

Afledt af ovenstående problemsøgning har vi fundet det interessant at behandle, analysere og konkludere på en strategisk regnskabsanalyse af Sjælsø til brug for værdiansættelse af selskabet.

Vi vil således besvare følgende hovedspørgsmål:

**”Hvad er den estimerede kurs af Sjælsø på baggrund af en strategisk regnskabsanalyse pr. 28. november 2008?”**

For at kunne afdække og besvare vores hovedspørgsmål har vi opstillet følgende delspørgsmål:

- Hvad kendetegner Sjælsø?
- Hvad er Sjælsøs strategiske position på det nuværende marked?
- Hvorledes skaber Sjælsø værdi for kunderne?
- Hvordan har den økonomiske udvikling været i Sjælsø?
- Hvad er forventningerne på sigt for Sjælsø?
- Hvordan værdiansættes Sjælsø?
- Hvorledes afviger den estimerede kurs fra den officielt noterede børs kurs for Sjælsø pr. 28. november 2008?



## 1.3 Metode

Vores løsning af opgaven vil følge nedenstående struktur, hvor model og metode vil blive uddybet yderligere i afsnit 1.3.3.



Figur 1.3 – Metode, Kilde: Egen tilvirkning

### 1.3.1 Dataindsamling

Sjælsøs store aktivitet i den danske byggebranche har medført, at de den seneste tid har oplevet en del omtale.

Vi har derfor som følge af informationsstrømmen, der berører selskabet, valgt den 28. november 2008 som skæringsdato for inddragelse af informationer til opgaven.

De anvendte informationer, der er benyttet i opgaven, er primært indhentet fra Sjælsøs års- og halvårsrapporter fra 2006 og frem, da vi finder disse for værende særdeles informative.

Derudover er der blevet gjort brug af fondsbørsmeddelelser, primært offentliggjort i 2008, hvorfor vi vurderer, at det har været af mindre betydning at indhente øvrige data fra sekundære kilder, såsom oplysningsdatabaser.

I forbindelse med udarbejdelse af den strategiske analyse er der primært indhentet information og oplysninger fra internethjemmesider og avisartikler.

### 1.3.2 Kildekritik

Til udarbejdelse af nærværende opgave er der gjort brug af kilder med forskellig afstamning, hensigt og objektivitet. Der vil med stor sandsynlighed ikke ligge den samme objektivitet i de benyttede kilder, da der alt andet lige ikke vil være de samme bagvedliggende hensigter.

Der er blevet benyttet primære kilder i form af gældende lovgivning, standarder, bekendtgørelser mv. ved vurdering af selskabets anvendte regnskabspraksis. Lovgivning, standarder og bekendtgørelser vurderes for værende objektive.

Af sekundære kilder er der gjort brug af lærebøger, artikler mv. med relevans for opgavens hovedproblemstilling. De sekundære består i væsentlig grad af autoritære kilder, der dog indeholder forfatterens fortolkninger til det givne materiale, hvorfor objektiviteten vurderes for værende moderat.

Derudover tager opgaven udgangspunkt i materiale udarbejdet af Sjælsø, hvor objektiviteten i overvejende grad er tillagt en vis form for skepsis. Benyttelse af de officielle årsrapporter som datagrundlag til analyseformål er behandlet i afsnit 4.1.

Vi har bestræbt os efter at anvende de mest objektive kilder i opgaven, hvor det samlet set er vores vurdering, at kombinationen af primære og sekundære kilder giver et objektivt vurderingsgrundlag til brug for problembehandlingen i opgaven.

### 1.3.3 Model- og metodevalg

Vi har valgt at inddele vores opgave i 4 hovedafsnit, bestående af en strategisk analyse, regnskabsanalyse, budgettering samt værdiansættelse. I det følgende er beskrevet vores model- og metodevalg for hvert af hovedafsnittene i opgaven.

#### *Virksomhedsbeskrivelse*

Opgaven starter med en virksomhedsbeskrivelse for at give et grundlæggende kendskab til Sjælsø. Beskrivelsen vil udelukkende være af beskrivende karakter til brug for opgavelæserens forståelse og indsigt i Sjælsø.

#### *Strategisk analyse*

Formålet med den strategiske analyse er at foretage en analyse af selskabets nuværende position på dets markeder. Herunder vil Sjælsøs evne til at skabe værdi for ejerne blive

analyseret, samtidig med en identifikation og vurdering af selskabets styrker og svagheder i forhold til konkurrenter, samt muligheder og trusler.

Michael Porters PEST-model vil blive benyttet i forbindelse med vores makroanalyse. Med hjælp fra denne model kan vi vurdere de primære makroøkonomiske forhold, der påvirker Sjælsø.

Til brug for vores brancheanalyse vil vi benytte Michael Porters ”Porters Five Forces”, der giver et indblik i branchens attraktivitet.

Der vil blive udarbejdet en analyse af de ikke-finansielle værdidrivere, hvor der vil ske en opdeling mellem ressourcer og kompetencer. Denne analyse vil klarlægge Sjælsøs kernekompetencer.

Med udgangspunkt i vision, mission, værdigrundlag og strategiske mål bliver der udarbejdet en analyse af konkurrence- og vækststrategier med henblik på evnen til at skabe værdi for aktionærerne.

Til yderligere analyse af de konkurrencemæssige fordele og evnen til at skabe vækst, har vi analyseret etableringen og brugen af de strategiske netværk.

Vi har valgt at bruge Ansoffs vækstmatrice til analysen af vækststrategierne. Dette vil give et indblik i, hvorvidt vækststrategien skaber eller nedbryder værdi.

Til afrunding af den strategiske analyse vil vi udarbejde en SWOT-analyse, der samler op på de væsentligste forhold og identificerer selskabets styrker, svagheder, muligheder og trusler.

### *Regnskabsanalyse*

Regnskabsanalysen vil behandle følgende delelementer:

- Årsrapporten som datagrundlag
- Reformulering af resultatopgørelse og balance
- Nøgletalsanalyse.

Indledningen af regnskabsanalysen vil omhandle en vurdering af kvaliteten af det benyttede datagrundlag med udgangspunkt i IASB's begrebsramme.

Resultatopgørelsen og balancen vil blive reformuleret mellem drift og finansiering til den efterfølgende nøgletalsanalyse. Der vil samtidig blive foretaget korrektioner til regnskabet, såfremt dette er relevant. Således sikres at de beregnede nøgletal bliver fri for "støj", samt at der er kontinuitet i analysegrundlaget.

I rentabilitets- og indtjeningsanalysen vil der blive taget udgangspunkt i den udvidede Du Pont models nøgletalsberegninger. Beregningerne vil blive baseret på den reformulerede resultatopgørelse og balance, jf. ovenstående.

Der vil i nøgletalsanalysen primært blive foretaget en dekomponering af Sjælsøs afkastningsgrad og en analyse af de dertil underliggende value-drivere, som påvirker udviklingen heraf.

Analysens nøgletal vil blive sammenlignet med nøgletal fra konkurrerende selskaber, hvor den forretningsmæssige risiko vurderes for værende tilsvarende Sjælsøs. Sammenligningen med de konkurrerende selskabers nøgletal vil blive benyttet som niveauindikatorer, da disse er beregnet på baggrund af reviderede årsregnskaber.

Herefter vil regnskabsanalysen se på faktoren risiko. Risiko vil blive analyseret på tre niveauer; drifts-, finansiel- og likviditetsrisiko. Analysen vil give et billede hvor stor risiko investor skal forvente i forhold til den fortsatte drift.

### *Budgettering*

Ud fra resultaterne af den tidligere foretagne strategiske analyse og regnskabsanalyse, vil der blive udarbejdet et budget, der vil indeholde en resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse.

Resultatet af budgetteringen er en nødvendighed for den efterfølgende værdiansættelse af Sjælsø.

#### *Værdiansættelse*

På baggrund af vores budgettering vil vi estimere den teoretiske kurs på Sjælsø-aktierne pr. 28. november 2008.

Værdiansættelsen vil blive beregnet ved brug af to kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller - den tilbagediskonterede cash-flow model (FCFF-model), som i vidt omfang også anvendes i praksis, og residualindkomstmodellen RIDO.

Modellerne er primært valgt, da de medtager investors afkastningskrav og dermed gør dem dynamiske.

Til vurdering af den estimerede børskurs pr. 28. november 2008 foretages der en sammenligning med andre virksomheder ved brug af P/E modellen.

Der vil endvidere blive udarbejdet følsomhedsanalyser til vurdering af usikkerheden i resultaterne af værdiansættelsen. Dette vil ske ved at ændre på udvalgte forudsætninger, og herefter se effekten på den estimerede børskurs.

## **1.4 Afgrænsning**

Formålet med opgaven er en teoretisk værdiansættelse af Sjælsø pr. 28. november 2008. Der er udelukkende anvendt offentliggjort information frem til 28. november 2008 for brug til den strategiske regnskabsanalyse og efterfølgende værdiansættelse.

Den strategiske regnskabsanalyse og værdiansættelse vil primært blive baseret på de seneste koncernregnskaber, og der vil derfor ikke blive inddraget årsrapporter for de enkelte datterselskaber.

Analyserne vil tage udgangspunkt i koncernens primære forretningsområder og vil således ikke indgående medtage og analysere den sekundære forretning. Det er vores vurdering, at en sådan fokusering på det primære forretningsområde ikke har betydning for nøjagtigheden af analyserne og den efterfølgende værdiansættelse.

### *Virksomhedsbeskrivelse*

Vi har valgt ikke at medtage og beskrive historiske regnskabstal før 2006, da vi ikke har fundet det relevant for vores senere regnskabsanalyse af Sjælsø.

Vi har ydermere valgt ikke at beskrive alle forhold vedrørende Sjælsø i virksomhedsbeskrivelsen, da vi vurderer, at de primære områder repræsenterer de væsentligste områder til brug for opgavelæserens forståelse. Såfremt yderligere information ønskes, henvises der til selskabets hjemmeside; [www.sjaelsoe.dk](http://www.sjaelsoe.dk).

### *Strategisk analyse*

Vi har valgt ikke at beskrive det teknologiske parameter i PEST modellen, da vi ikke finder dette relevant i forhold til vores senere værdiansættelse af Sjælsø.

Vi vurderer ikke at der findes nogle umiddelbare substituerende produkter hvorfor konkurrence herfra ikke er gennemgået i forbindelse med vores brancheanalyse.

### *Regnskabsanalyse*

DuPont modellens niveau 1 beskriver en analyse af selskabets finansielle gearing. Denne analyse har vi ikke foretaget, da vi vurderer at regnskabsanalysen for driftsaktivitetens value-drivere er tilstrækkelig dækkende for den efterfølgende budgetudarbejdelse og værdiansættelse.

Der vil i mindre omfang blive foretaget sammenligning til konkurrenter inden for branchen. I sammenligningerne vil der ikke indgå analyse af den anvendte regnskabspraksis, da konkurrenter i lighed med Sjælsø er underlagt de internationale regnskabsstandarder i henhold til IFRS/IAS. Desuden har vi ikke omformuleret regnskabsdata for sammenligningsvirksomhederne, hvorfor nøgletallene herfor skal tages med forbehold, og kun betragtes som niveauindikatorer.

Vores regnskabsanalyse vil kun i mindre grad inkludere en vurdering af egenkapital, drifts- og finansielle risici samt selskabets likviditetsmæssige udvikling. Der vil således ikke blive foretaget en gennemgående analyse heraf.

Der er ikke blevet foretaget en analyse af virksomhedens kapacitetsomkostninger ud fra variabilitet og reversibilitet. Dette har ikke været muligt på grund af årsrapportens begrænsede oplysninger.

### *Budgettering*

Vi har valgt at opstille budget for en femårig periode, da det er vores vurdering, at et længerevarende budget ikke er muligt at opstille uden, at mindske kvaliteten i den efterfølgende værdiansættelse.

Budgetteringen er foretaget på baggrund af enkelte value-drivere, hvorfor et gennemgående budget i femårsperioden ikke er udarbejdet.

Der vil blive budgetteret i millioner kroner, og ikke i tusinde som regnskabsanalysen bygger på, da vi ikke mener at have tilstrækkelig information til sådan en nøjagtig budgettering.

### *Værdiansættelse*

Teorien bag de benyttede værdiansættelsesmodeller vil kort blive præsenteret sammen med en begrundelse for valget heraf.

Vi har valgt ikke at benytte to af de overordnede værdiansættelsesmodeller; substansværdi- og optionsmodellen, grundet manglende informationer hertil.

Ved sammenholdelse af den estimerede kurs og den officielle noterede børskurs på OMX vil der blive taget udgangspunkt i kursen ultimo den 28. november 2008.

### *Begivenheder efter den 28. november 2008*

Vi er ikke bekendt med, at der er pr. 10. december 2008 skulle være indtruffet væsentlige begivenheder eller publicerede informationer og meddelelser, der kunne have indflydelse på den estimerede børskurs.

## **2 Virksomhedsbeskrivelse**

### **2.1 Historie<sup>4</sup>**

Sjælsø blev grundlagt den 1. oktober 1977 af brødrene Ib Henrik og Torben Rønje under navnet Bdr. Rønje. Begge brødre var uddannede statsaut. ejendomsmæglere og havde deres egen ejendomsmægler forretning. I begyndelsen var hovedfokus på opførelse og salg af en-familieshuse, og i forlængelse heraf blev Sjælsø Huse grundlagt.

I 1986 blev der ændret fokus for at satse på erhvervsmarkedet, og Sjælsø Gruppen opstår. Forretningen med ejendomsmægler virksomheden sælges fra i 1988 for således kun at have fokus på erhvervsejendomme.

I de efterfølgende år oplevede man en krise på markedet for erhvervsejendomme, hvor ejendommenes værdi faldt, hvilket fik store økonomiske konsekvenser for Sjælsø. Sjælsø havde oparbejdet en alt for stor beholdning af ejendomme, der medførte at egenkapitalen blev kraftigt reduceret.

På baggrund af denne krise og den efterfølgende økonomiske nedtur, indførte man såkaldte styringsmål, for i fremtiden at reducere interne økonomiske risici. Dette indebar bl.a. at beholdningen af byggegrunden ikke måtte overstige egenkapitalen og at likviditetsberedskabet skulle svare til mindst et års kontante driftsomkostninger. Herved blev Sjælsøs risiko ved konjunkturedgang reduceret, men det betød samtidig, at de ikke kunne gå ind i større egenfinansierede projekter.

Disse styringsmål hjalp Sjælsø ud af krisen, og de efterfølgende år steg såvel omsætning som resultatet. I 1998 blev Sjælsø børsnoteret, hvorved Sjælsø fik tilført kapital. Dette skulle være med til at sikre ny ekspansion og fremtidig vækst.

I 2002 oplevede man igen en nedgang i markedet for erhvervsejendomme. Dette fik Sjælsø til at ændre retning, og satse på det fremadgående marked for boligbyggeri. I den forbindelse sikrede man sig centrale og attraktive byggegrunde, hovedsageligt i København, hvilket gav stor succes.

---

<sup>4</sup> Aktieanalyse: Sjælsø Gruppen + [www.sjaelsoe.dk](http://www.sjaelsoe.dk)



I 2006 gik Sjælsø ind på de øvrige nordiske markeder Sverige, Norge og Finland gennem opkøb af Ikast Byggeindustri. Herved gik de fra at operere på ét marked, til nu at være repræsenteret på fire. Samtidig var tiden moden til at udvide forretningsområderne med retailmarkedet.<sup>5</sup>

Året efter gik Sjælsø også ind i Polen, hvor de startede op på både erhvervs-, retail- og boligmarkedet. Yderligere foretog Sjælsø en rotering i ledelsen. Posten som adm.direktør og CEO blev overtaget af Flemming Joseph Jensen, fra Ib Henrik Rønje, som i stedet blev forretningsudviklingsdirektør.

## 2.2 Forretningsgrundlag

Sjælsø er en know-how baseret virksomhed i ejendomsbranchen. I processen omkring et byggeri står Sjælsø for idégenerering, projektudvikling, projektstyring, finansiering og risikostyring. Selve byggeriet sker i samarbejde med eksterne samarbejdspartnere. Dette kommer også til udtryk i Sjælsøs Totalkoncept, som de har skitseret som følger:



Figur 2.1 – Sjælsøs Totalkoncept. Kilde: Sjælsøs Årsrapport 2007, side 16

Heraf fremgår Sjælsøs position i forhold til selskabet interessenter. Sjælsøs forretninger spænder vidt, hvilket fremgår af deres kompetencer i figur 2.1. Sjælsøs kunder er den private boligkøber, virksomheder og investorer.

Sjælsø arbejder overordnet på tre markeder, som betegnes bolig, erhverv og retail. Som det fremgår af ovenstående afsnit, har Sjælsø gennem hele perioden været repræsenteret på de to førstnævnte markeder, mens retail er et relativt nyt område for Sjælsø.

<sup>5</sup> Artikel: Sjælsø Gruppen køber Ikast Byggeindustri A/S for 800 mio. kr.

Sjælsø beskæftiger sig både med salg og udlejning og henvender sig til de private og professionelle ejere, lejere og investorer.

Sjælsø har grundet erfaringer fra tidligere indført økonomiske styringsmål, der skal sikre soliditeten samt en tilstrækkelig likviditet.<sup>6</sup>

Sjælsø forsøger så vidt muligt at fordele finansieringen af deres projekter, således at de ikke selv står med hele finansieringen. Dette ses eksempelvis ved boligsalg. Typisk vil boligkøberne betale allerede inden et boligprojekt påbegyndes.

I det nuværende marked er det almindeligt for branchen, at der ikke påbegyndes nye boligbyggerier, da salget af nye projektlejligheder er gået i stå. På dette område har Sjælsø nu et større omfang begyndt at leje disse lejligheder ud, og på den måde mindske en del af risikoen ved de ikke solgte boliger.

Sjælsø er som tidligere nævnt en know-how baseret virksomhed, hvor alt omkring den fysiske opførelse sker via eksterne parter.

## **2.3 Ejer- og kapitalforhold**

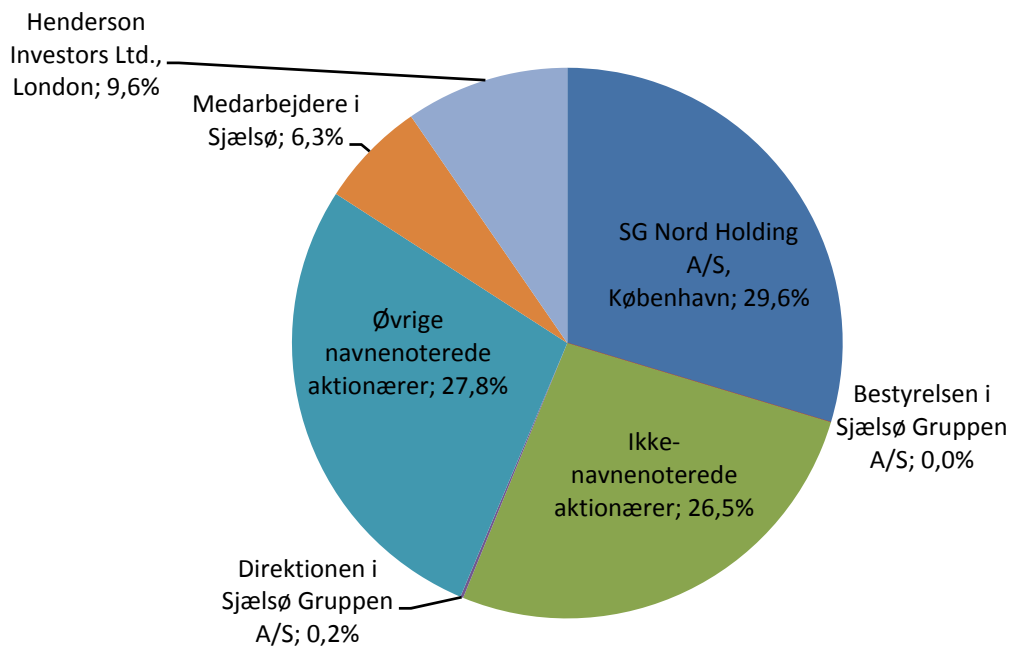
Sjælsøs aktiekapital udgjorde 260,6 mio. kr. pr. 31. december 2007 med en nominel værdi på 10 kr. Aktien er noteret på OMX Den Nordiske Børs under SJGR med fondskoden DK0010241751.

Sjælsø har ca. 3.600 navnenoterede aktionærer, men kun én aktieklasse, hvorfor samtlige aktier har samme rettigheder, og alle aktionærerne har ret til at deltage og stemme på generalforsamlingen.

Aktionærsammensætningen pr. 31. december 2007 kan ses af figur 2.2, hvor af det ligeledes fremgår, at ingen parter har bestemmende indflydelse på Sjælsø Gruppen A/S eller koncernen. De nominelle anvendte tal kan ses af bilag 8.2.

---

<sup>6</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 18



Figur 2.2 - Aktionærsammensætning. Kilde: Sjælsø årsrapport 2007, side 43

Der har i løbet af 2007 været en forøgelse af aktiekapitalen på 235 mio. kr. I løbet af 2007 er der i to omgange, sket konvertering af warrants til aktier. Derudover er der udstedt fondsaktier til selskabets aktionærer i forholdet 1:9 for at styrke aktiekapitalen. Pr. 31. december 2007 udgjorde aktiekapitalen 260,6 mio. kr., mod 25 mio. kr. pr. 1. januar 2007.

I 2008 har der været en kapitaludvidelse som følge af medarbejderes udnyttelse af tildelte warrants, hvor Sjælsø udstedte 333.000 nye aktier á 10,00 kr. Den samlede aktiekapital er herefter 26.396.274 stk. aktier á nominel 10,00 kr.<sup>7</sup>

Sjælsø har i perioden fra den 5. marts 2008 til den 31. oktober 2008 tilbagekøbt 1.814.734 stk. aktier til en samlet anskaffelsessum på 153,0 mio. kr. Dette har medført, at Sjælsø nu selv ejer 4,32 % af det samlede antal udstedte aktier.<sup>8</sup>

Grunden til Sjælsøs tilbagekøb skal ses som bestyrelsens fokusering på værdiskabelse for selskabets aktionærer,<sup>9</sup> samt forpligtigelsen til at opfylde optionsaftaler og muligheden for tildeling af warrants. Yderligere kan det ses af figur 2.2, at bestyrelsen ikke besidder nogen aktier, og derved ikke har incitament til at handle efter egne interesser.

<sup>7</sup> Sjælsø årsregnskab 2007

<sup>8</sup> Fondsbørsmeddelelse nr. 42, 2008

<sup>9</sup> Fondsbørsmeddelelse 28/08-2008 - Aktietilbagekøb i Sjælsø Gruppen A/S

## 2.4 Økonomisk udvikling

I nedenstående tabel er den økonomiske udvikling i Sjælsø de seneste 2 regnskabsår illustreret. Af hensyn til senere analyseformål har vi valgt at medtage regnskabstal for 1. halvår 2008, hvor det dog skal bemærkes, at halvårsrapporten for 2008 ikke er revideret af koncernens generalforsamlingsvalgte revisor. Stillingtagen til årsrapporten som datagrundlag er beskrevet i afsnittet om regnskabsanalyse.

<i>t.kr.</i>	<b>H1 2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006<sup>10</sup></b>
Omsætning	2.944.865	6.351.192	3.643.213
Projektbidrag <sup>11</sup>	424.321	1.357.916	634.054
Resultat af primær drift	280.999	1.087.068	431.805
Resultat før skat	292.190	1.105.868	439.423
Balancesum	8.442.024	9.041.359	7.043.025
Egenkapital	2.138.600	2.086.674	1.284.305
<i>Pengestrømme fra:</i>			
Driftsaktivitet	-597.427	958.750	390.257
Investeringsaktivitet	1.464	31.532	108.981
Finansieringsaktivitet	-187.669	-148.956	-230.101
Aktiekurs ultimo periode	100,5	139,0	185,0

Tabel 2.1 - Oversigt over de seneste 2½ års hovedtal. Kilde: Sjælsø årsrapporter

Vi har valgt ikke at medtage og beskrive historiske regnskabstal før 2006, da det ikke findes relevant for den senere regnskabsanalyse af Sjælsø.

Samtidig er det valgt udelukkende at beskrive historiske regnskabstal, hvorfor forventningerne til helåret 2008 ikke er medtaget.

Ultimo januar 2008 modtog Sjælsø et påbud fra Fondsrådet<sup>12</sup> om at ændre regnskabspraksis med virkning fra 2007 til bestemmelserne i IAS 11, hhv. ÅRL § 49. En del af omsættningens indregningsmetode er gået fra produktionsmetoden til nu at omfatte salgsmetoden.

---

<sup>10</sup> Der er differencer mellem produktionsmetoden i årsregnskabet for 2006 og sammenligningstallene i årsrapporten for 2007. Tallene for 2007 anses for værende mest retvisende, hvorfor disse er blevet brugt

<sup>11</sup> Projektbidrag udgøres af nettoomsætningen minus direkte omkostninger, ændringer i investeringsejendommenes dagsværdi, samt finansielle poster som direkte kan henføres til igangværende byggeprojekter

<sup>12</sup> Fondsbørsmeddelelse nr. 3, 2008

#### 2.4.1 Regnskabsåret 2006<sup>13</sup>

##### *Produktionsmetoden*

Koncernen realiserede i 2006 en omsætning på 4.790,3 mio. kr., hvilket var en stigning på 50 % i forhold året før. Den primære stigning i omsætningen skyldes det høje aktivitetsniveau med opførelse af tidligere udviklede og solgte boligprojekter, samt det stigende aktivitetsniveau inden for erhvervsområdet.

Projektbidraget steg med 50,5 %, men er i forhold til omsætningen procentuelt faldet lidt i 2006, hvilket hovedsageligt skyldes en ændret sammensætning af omsætningen.

Den stigende udvikling i omsætningen gav imidlertid ikke tilsvarende effekt på koncernens pengestrømme fra driftsaktiviteterne, som faldt med 110,3 mio. kr. Den manglende afsmitning på pengestrømme fra driftsaktiviteterne skal tilskrives en stigende pengebinding i projektbeholdninger og tilgodehavender.

##### *Salgsmetoden*

Efter salgsmetoden realiserede koncernen en omsætning på 3.643,2 mio. kr. Grunden til at omsætningen er blevet reduceret i forhold til produktionsmetoden, skyldes en forskydning i omsætningen.

Der vil ikke blive gennemgået yderligere bagudrettet analyse af udviklingen i forhold til salgsmetoden, da der ikke er sammenligningstal for 2005 efter denne indregningsmetode.

#### 2.4.2 Regnskabsåret 2007<sup>14</sup>

Koncernen realiserede i 2007 en omsætning på 6.351,2 3 mio. kr. efter ændret regnskabspraksis, hvilket ligesom året før var en stigning i omsætning, her 74,3 %. Årsagen til stigningen skal findes i en fornyet vækst på de udenlandske markeder og på erhvervsområdet i Danmark.

Projektbidraget steg med 114 %, og i forhold til omsætningen var der hér ligeledes en positiv udvikling. Forholdet mellem omsætningen og projektbidraget har udviklet sig fra 17,4 % i 2006 til 21,4 % i 2007. Samtidig steg koncernresultatet før skat med 666,4 mio. kr. svarende til en stigning på 152 %.

---

<sup>13</sup> Sjælsø årsrapport 2006

<sup>14</sup> Sjælsø årsrapport 2007

Pengestrømme fra driftsaktiviteterne blev i 2007 påvirket positivt af udviklingen i forholdet mellem omsætningen og projektbidraget, hvilket medførte en stigning på 145,7 %. Den positive udvikling blev reduceret en smule af tilgodehavender mv. samt leverandørgæld og anden gæld.

### 2.4.3 Regnskabsåret H1 2008<sup>15</sup>

For det første halvår af 2008 har koncernen realiseret en omsætning på 2.944,9 mio. kr., hvilket er på niveau med omsætningen for første halvår af 2007.

Omsætningen ligger på niveau, mens projektbidraget er faldet til 424,3 mio. kr., svarende til 41 % i forhold til året før. Dette har medført, at forholdet til omsætningen er reduceret til 14,4 %, hvilket skal tilskrives stigende byggeudgifter vedrørende projekter solgt i tidligere år, samt et reduceret salg af nye projekter.

I årsrapporten for 2007 udtrykker Sjælsø at:

*”Den finansielle uro har medført, at beslutningsprocesserne hos investorerne er blevet forlænget, men Sjælsø forventer, at der fortsat vil være en god efterspørgsel efter nye projekter fra såvel lejere som investorer og på tilfredsstillende prisvilkår.”<sup>16</sup>*

Sjælsø har oplevet en svagt faldende indtjeningsmarginal på projekterne, hvorfor forventningerne til resultat før skat i 2008 vil ligge på omkring 500-700 mio. kr. eksklusiv eventuelle værdireguleringer.

Afmatningen på markedet har ligeledes bevirket, at pengestrømme fra driftsaktiviteterne har været negativ i perioden med 597,4 mio. kr. Udviklingen skal findes i en større egenfinansieringsandel af nye projekter samt i en forsinket frigivelse af salgssummer for ejendomme.

Sjælsø forventer dog, at den negative pengestrøm fra driftsaktiviteterne vil blive udlignet i årets løb i takt med aflevering af igangværende projekter.

---

<sup>15</sup> Sjælsø halvårsrapport 1. januar – 30. juni 2008

<sup>16</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 8

### 3 Strategisk analyse

Sjælsøs værdi kan tilskrives flere faktorer. Det følgende afsnit har til formål at analysere Sjælsøs strategiske position, herunder en analyse af de eksterne og interne faktorer, der kan påvirke værdien med henblik på den senere værdiansættelse.

Afsnittet vil starte med en analyse af de makroøkonomiske faktorer, hvorefter branchen vil blive analyseret for at identificere, hvilke forhold der har indflydelse på værdiansættelsen af Sjælsø.

Efter de eksterne faktorer er blevet analyseret, vil næste afsnit bevæge sig ind på de interne faktorer, for at analysere, hvad Sjælsø gør for at skabe værdi.

Det sidste afsnit vil være en opsamling på den strategiske analyse, hvor de væsentligste punkter vil blive analyseret i en SWOT-analyse.

#### 3.1 PEST

Til analyse af relevante og væsentlige omverdensfaktorer med indflydelse på Sjælsø vil Michael Porters PEST-model<sup>17</sup> blive anvendt.

Målet med analysen er at identificere hvilke kræfter, der driver forandringerne på samfundsniveau eller i de omgivelser, der kan betegnes som makroniveau.



Figur 3.1 - Michael Porters PEST-model.

Kilde; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang side 69.

---

<sup>17</sup> Political, Economic, Social, Technological

### 3.1.1 Politik og lovgivning

Hos virksomheder som Sjælsø er det essentielt at lovgivningen følges, ikke mindst ved opførsel af nybyggeri. Derfor er det vigtigt at kende til planlove for både landet og området. Hvis en planlov ændres eller vedtages, kan Sjælsø ende med at stå med en grund, der ikke kan bruges til det formål, som den var tiltænkt.

Samtidig kan andre love og politiske holdninger resultere med at forlænge processen, øge omkostningerne og måske endda i sidste ende betyde at projektet må opgives. Som eksempel herpå kan nævnes, at Polen i sensommeren 2007 vedtog en lov, der betød, at retailprojekter nu skulle igennem en lokalplanproces, der gjorde at behandlings- og gennemløbstiden ville blive længere.<sup>18</sup>

### 3.1.2 Økonomi og demografi

Udviklingen i økonomien er specielt relevant for Sjælsø i Skandinavien og Polen, da målsætningen for Sjælsø er, at op imod halvdelen af omsætningen skal genereres fra aktiviteter uden for Danmark.

Udviklingen i bygge- og anlægsaktiviteten afhænger i væsentlig grad af udviklingen i samfundsøkonomien. Selvom fokusområdet ligger på Skandinavien og Polen, følger disse markeder den generelle tendens i markedet, hvorfor det er essentielt at se på fremtidsudsigterne for udviklingen i BNP. Udviklingen vil give en indikator af, hvordan investeringslysten vil være i fremtiden, der også skal tilskrives renten, der omtales længere nede. Nedenstående tabel viser Finansministeriets forventninger til væksten i BNP.<sup>19</sup>

Vækstskøn	2007		2008		2009	
	Helår	Maj	Aug.	Maj	Aug.	
Pct. realvækst						
Verden	4,6	3,8	4,1	3,6	3,6	
USA	2,2	0,9	1,6	0,7	1,1	
Euroområdet	2,6	1,7	1,6	1,5	1,4	
Danmark	1,7	1,2	1,1	0,7	0,5	
Sverige	2,8	2,2	2,1	1,8	2,1	
Norge	3,5	2,5	2,6	2,1	1,8	

Tabel 3.1 - Udvikling i BNP frem til 2009. Kilde: Egen tilskrivning

Der er en generel forventning om at BNP forventes at stagnere ud fra ovenstående, hvilket vil have en relativ væsentlig betydning for branchen. Grunden til at USA er taget med, er at

---

<sup>18</sup> Sjælsø årsrapport 2007

<sup>19</sup> Økonomisk redegørelse, august 2008, Finansministeriet, side 22 + 40



deres økonomi er så stor, at den har en afsmittende effekt på resten af verden, og derved også det nordiske marked.

Ud fra ovenstående forventes det, at der først vil komme gang i økonomien i midt 2009. USA har for at imødekomme krisen i den amerikanske finanssektor, den stigende inflation på grund af høje olie- og fødevarerpriser samt den svage dollar, sænket renten 7 gange fra september 2007 til 30. april 2008.<sup>20</sup> Pr. 28. november 2008 udgjorde renten 1 %.<sup>21</sup>

Ud fra ovenstående vurderes det, at væksten i BNP både på verdensplan og lokalplan vil opleve en afmattende tendens i forhold til tidligere år. Hvor det ser værst ud for Danmark. Dog er det under forudsætning af, at USA's rentesænkning ikke får den ønskede effekt i form af vækst i BNP. Hvis rentesænkningen får effekt, vil dette have en afsmittende effekt på resten af verden og sandsynligvis positivt ændre væksten på BNP.

Dansk Byggeri forudser et faldende aktivitetsniveau i bygge- og anlægssektoren i de kommende år.<sup>22</sup> Det store fald skal ses i lyset af et historisk højt niveau, der toppede i 2007 med beskæftigelsen af 182.000 personer. Forventningen til 2009 er at beskæftigelsen falder til 167.000.

Nedgangen på markedet kan komme til at koste aktørerne dyrt og vil komme til at strække sig over længere tid. Aktiviteterne neddrøles af den hidtidige stigende rente og vil primært ramme de små og mellemstore byggevirksomheder.<sup>23</sup> Fremadrettet, og allerede fra ultimo 2008, forventes det, at den danske rente falder igen.<sup>24</sup> Dette vurderer vi vil resultere i en positiv udvikling i BNP fra år 2010 og frem.

Finansministeriet skønnede i oktober 2008, at den økonomiske vækst i Danmark vil blive 0,75-1 % i 2008 og 0-0,5 % i 2009.<sup>25</sup>

Branchen er udbredt afhængig af konjunkturerne og vil derfor blive ramt relativ hårdt af nedgang i økonomien og en stigning i renteniveauet. Der vil dog ikke være tale om en omgående effekt på de igangværende projekter.

---

<sup>20</sup> Artikel: Fed sænker renten for syvende gang under krisen

<sup>21</sup> Artikel: Nul-rente i 2009 i USA

<sup>22</sup> Artikel: Hovedtendenser, Dansk Byggeri

<sup>23</sup> Artikel: Byggebranche ramt af værste nedtur i 20 år

<sup>24</sup> Artikel: Kraftigt fald i renten

<sup>25</sup> Artikel: Finansministeriet sænker dansk vækstskøn

Demografisk vil en ændring i sammensætningen af befolkningen, forandre efterspørgslen på boliger. Rent demografisk mener vi ikke, at det kan påvirke branchen, da det er over en meget lang periode, ændringerne sker.

Sjælsø har ikke væsentlige valutarisici, da koncernens danske selskaber primært handler i danske kroner, og de udenlandske handler i lokalvaluta. Aktiviteter som opkøb, opførelse og afregning mv. foregår således primært i lokalvaluta på markederne. Dog forekommer der en kombination af PLN og EUR ved aftaler på det polske marked. Da der er tale om handler i lokalvaluta og EUR, vurderes valutarisici for Sjælsø at være af begrænset omfang på nuværende tidspunkt.

### **3.1.3 Sociale og kulturelle forhold**

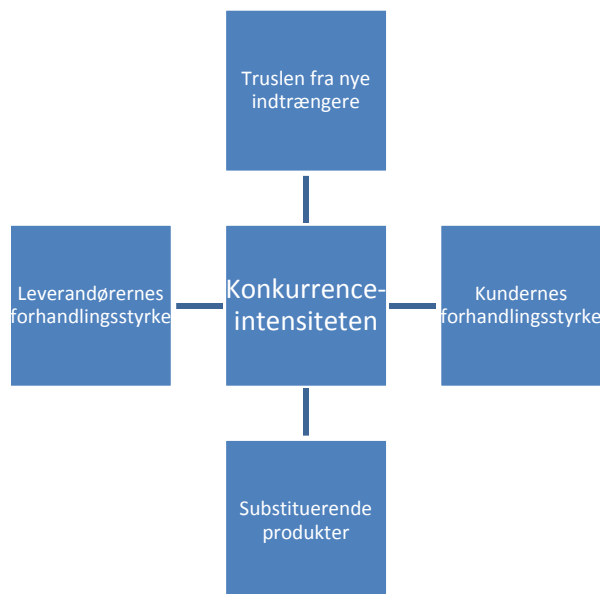
En ændring i befolkningens uddannelsesmønster vil have en betydning for branchen på længere sigt. Specielt Sjælsø er afhængig af veludannede medarbejdere til at organisere og koordinere deres projekter, grundet deres outsourcing strategi, omtalt i afsnit 3.5.

### **3.1.4 Teknologi**

Generelt kan det siges, at alle brancher i mere eller mindre omfang vil være påvirket af den teknologiske udvikling. Grundet Sjælsøs know-how baseret strategi, ligeledes omtalt i afsnit 2.2, finder vi ikke nogen væsentlige teknologiske forhold, der er relevante for den senere værdiansættelse af Sjælsø. Derfor vil der ikke blive foretaget yderligere under dette punkt, jf. vores afgrænsning.

## 3.2 Porters Five Forces

Til brug for brancheanalysen har vi valgt Michael Porters model; Porters Five Forces. Denne model ser på rivaliseringen blandt eksisterende virksomheder i en given branche, analyseret på 5 punkter.



Figur 3.2 - Michael Porters Five Forces.

Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang side 73.

### 3.2.1 Truslen fra nye indtrængere

Adgangsbarriererne på markedet for projektbyggeri er ikke så ligetil at fastsætte. Det kræver alt andet lige ikke særlig meget at udforme en idé til et byggeri. Derimod er det de yderligere aktiviteter i processen, der skaber høje adgangsbarriere. De væsentligste parametre for at kunne gennemføre et vellykket projekt, er finansieringen, know-how og gode samarbejdspartnere.

De nuværende aktører på markedet besidder allerede disse parametre, og har mange års erfaringer fra branchen. Dette understøtter vores opfattelse om høje adgangsbarrierer til branchen.

Desuden er det en forudsætning, at kunne imødekomme kundernes efterspørgsel. Det antages at de nuværende aktører allerede har mange potentielle projekter i pipelinen, hvorfor det vanskeliggøre genereringen af attraktive projekter for nye indtrængere.

Den økonomiske situation i samfundet har medført at markedsattraktiviteten i øjeblikket vurderes for værende lav. Dette understøttes også af det store antal konkurser man ser inden for byggebranchen.<sup>26</sup>

Vi vurderer at branchen på nuværende tidspunkt ikke er attraktiv for nye indtrængere på baggrund af ovenstående. Det er dog vigtigt at de nuværende aktører i branchen opretholder de høje adgangsbarrierer.

### **3.2.2 Konkurrence fra substituerende produkter**

Vi finder ingen konkurrence fra substituerende produkter til branchen, jf. vores afgrænsning.

### **3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke**

Kundegruppen består som tidligere omtalt i afsnit 2.2 af private, virksomheder og investorer. Den private kunde som skal købe en projektbolig, vurderes ikke til at stå stærkt i en forhandlingssituation, hvilket kommer af, at branchen kan afsætte boligen til anden side. Det stagnerende boligsalg kunne tænkes at have ændret på forhandlingsstyrken. Det har vist sig ikke at være tilfældet, da boligerne nu udlejes i stedet for at blive solgt til underpris.

Virksomheder og investorer anses for at have samme forhandlingsstyrke over for branchen. Styrken påvirkes af størrelsen på det enkelte projekt, hvor kunder med store projekter antages at have en bedre forhandlingsstyrke end ved mindre projekter.

Muligheden for at skifte leverandør når projektet er i gang sat, vurderes for værende urealistisk og forekomme yderst sjældent. Et skifte af leverandør vil formodentlig have store økonomiske konsekvenser for kunden, hvorfor det ligeledes ikke synes sandsynligt. Dette stiller branchen stærkt i en forhandlingssituation.

Branchen som helhed har en stor forhandlingsstyrke over for kunderne. Grunden til dette skal findes i branchens ressourcer, heriblandt rettighederne til de attraktive grunde, samt know-how.

---

<sup>26</sup> Artikel: Største antal byggekonkurser i 25 år

### 3.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Branchen er som tidligere nævnt kendetegnet ved at være know-how baseret. Dette betyder, at der er mange forskellige leverandører til det enkelte projekt. De fleste leverandører til et projekt, kan relativt nemt erstattes af en anden, hvilket giver branchen en høj forhandlingsstyrke overfor leverandørerne.

### 3.2.5 Konkurrenceintensiteten i branchen

De største trusler i branchen skal findes internt mellem aktørerne. De største på markedet er Skanska, NCC og Sjælsø. Fælles for de tre er, at de tilbyder projektstyring i forbindelse med opførelse af nye/renovering af bygninger. Skanska og NCC tilbyder ydermere selve opførelsen, mens Sjælsø benytter eksterne samarbejdspartnere. Det er lidt forskelligt hvad virksomhederne tilbyder, men overordnet set arbejder alle med både bolig, erhverv og retail.

Boligmarkedet er stort set gået i stå. Mange projektlejligheder kan ikke sælges, og branchen har valgt ikke at sætte nye projekter i gang grundet manglende afsætning.<sup>27</sup> På erhvervs- og især retailmarkedet forventes derimod store muligheder for vækst.<sup>28</sup>

Branchen arbejder ofte med at få finansieret projekterne så tidligt i processen som muligt. Det mindsker risikoen, men kræver, at der så tidligt som muligt findes investorer, som vil skyde penge i projekterne. Dette er imidlertid vanskeligt på boligmarkedet, da boligkøbere, som tidligere betalte inden boligerne stod klar, nu ikke har mulighed for at låne penge, mens de sidder med en anden bolig. Derved vil branchen stå med større pengebindinger, da de selv skal stå for finansieringen frem til boligerne står klar. Risikoen med høje omkostninger uden garanti for indtjening har medført, at branchen holder igen med at igangsætte nye projekter.

Selskaberne i branchen udskiller sig på nuværende tidspunkt ikke væsentligt fra hinanden i forhold til de produkter der tilbydes. Det er ofte alene projektilbuddet der bestemmer hvor ordren havner. Kan man finde et nicheområde såsom miljørigtigt byggeri,<sup>29</sup> vil der være mulighed for at kunne differentiere sig og derigennem skabe en konkurrencefordel på kort

---

<sup>27</sup> Artikel: Ejendoms-udviklernes jagt på nødudgangen

<sup>28</sup> Sjælsøs årsrapport 2007

<sup>29</sup> Artikel: Miljørigtigt byggeri i praksis – hvad venter vi på?

sigt. På længere sigt antages det, at de øvrige aktører i branchen vil følge efter og tilbyde samme produkt.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at konkurrenceintensiteten i branchen er blevet forøget. Dette kommer af den lave attraktivitet i boligmarkedet, hvor branchen hellere vil fokusere på erhverv- og retailmarkederne. På længere sigt vil aktørerne i branchen blive presset økonomisk, hvis situationen forsætter som nu.

### **3.3 De ikke-finansielle værdidrivere**

Det er vigtigt at skelne mellem ressourcer og kompetencer, når Sjælsøs indre forhold skal analyseres.

Ressourcerne er de aktiviteter, som Sjælsø ejer eller råder over til at underbygge deres fastlagte strategier, hvorimod kompetencerne er, hvorledes Sjælsø udnytter sine ressourcer. Individuelt giver ressourcerne ikke nogen umiddelbare konkurrencefordele, men ved at arbejde sammen med flere ressourcer og kompetencer sigtes der mod at skabe organisatoriske evner, der kan og skal give konkurrencemæssige fordele.

#### **3.3.1 Ressourcer**

Det kan være vanskeligt at identificere alle virksomhedernes ressourcer. En del af ressourcerne vil fremgå af balancen, der hovedsagelig vil bestå af materielle og finansielle ressourcer. Til at give en bredere forståelse af Sjælsøs ressourcer vil, der i dette afsnit blive gennemgået tre principielle ressourcer.

##### *Materielle ressourcer*

De materielle ressourcer for Sjælsø fremgår af balancen og består af finansielle og materielle aktiver. Den reelle værdi af aktiverne afspejles dog ikke nødvendigvis i balancens præsenterede værdi, da f.eks. afskrivninger ikke altid afspejler den reelle værdiforringelse af aktiverne. Det er derfor vigtigt, at forstå hvorledes aktiverne kan bidrage til at genere fremtidige konkurrencemæssige fordele, hvilket gøres ved at afdække mulighederne for en økonomisering i brugen af aktiverne og i sidste ende at kunne benytte aktiverne mere profitabelt.

Sjælsø sørger hele tiden for at opretholde en bred pipeline på deres markeder og forretningsområder for at have muligheden for etablering af nye projekter på attraktive belig-

genheder. Pr. 30. september 2008 havde Sjælsø en pipeline af ikke igangsatte projekter til en projektværdi på 19 mia. kr.<sup>30</sup>

På baggrund af det offentligt tilgængelige materiale er det vanskeligt, at vurdere hvorvidt aktiverne kan benyttes mere profitabelt, men det skal dog bemærkes, at Sjælsø siden 2004 har genereret positive pengestrømme fra driftsaktivitet, hvilket viser, at virksomheden er inde i en sund udvikling.

#### *Immaterielle ressourcer*

For de fleste virksomheder bidrager de immaterielle ressourcer ofte mindst lige så meget til værdiskabelsen som de materielle ressourcer. Disse uhåndgribelige ressourcer afspejles dog ikke altid i balancen. Internt oparbejdet goodwill kan f.eks. ikke aktiveres regnskabsmæssigt. De ikke aktiverede aktiver kan være årsagen til en forskel mellem selskabets regnskabsmæssige værdi og børsværdien.

Når virksomheden har et stærkt brand, vil det være muligt at sælge dens produkt til en højere pris end konkurrenterne, antaget at kunderne er villig til at betale for den værdi, der ligger i brandet. Samtidig vil virksomheden kunne tiltrække de attraktive kunder og opgaver.

Et stærkt brand vil ligeledes kunne tiltrække kvalificeret arbejdskraft, der vil kunne underbygge og øge den allerede eksisterende teknologiske viden og know-how. For en virksomhed som Sjælsø er know-how en vigtig del af virksomheden.

Sjælsø er i besiddelse af et stærkt brand og godt image, der er velkendt og respekteret. Dette er blevet opbygget gennem mange år, via levering af bæredygtige projekter. På erhvervsmarkedet har Sjælsø blandt andet renoveret det gamle ”Georg Jensen” og ”Kgl. Porcelænsfabrik” for Copenhagen Business School, opført Københavns Energis domicil, for bare at nævne nogle få. Så længe Sjælsø bliver ved med at levere det kvalitetsproduktprodukt de leverer, vil deres brand og image efter vores mening ikke blive forringet, snarere tværtimod.

For en virksomhed som Sjælsø er det vigtigt med et godt og solidt netværk, for at kunne agere i branchen. Sjælsø har gennem årene oparbejdet et stort strategisk netværk, hvilket vi

---

<sup>30</sup> Sjælsø halvårsrapport 2008

vurderer, er en vigtig ressource for selskabet. For en yderligere beskrivelse af det strategiske netværk henvises til afsnit 3.5.

En anden væsentlig ressource for Sjælsø, er know-how. Sjælsø har igennem årene udviklet en stor database af know-how, der går lige fra idégenerering til det færdige projekt. Målingen heraf kan dog være særdeles vanskeligt at opgøre pålideligt, og derved er det vanskeligt at vurdere værdiskabelsen heraf.

#### *Menneskelige ressourcer*

Ligesom de immaterielle ressourcer, fremgår de menneskelige ressourcer ikke direkte af Sjælsøs balance. De menneskelige ressourcer kan dog være oplyst i et eventuelt vidensregnskab, hvis virksomhederne udarbejder et sådan.

De menneskelige ressourcer omhandler således Sjælsøs medarbejdere og deres kompetencer, uddannelse, alder, erfaring, beslutningsevne, loyalitet mv. Sjælsø havde ultimo 2007 sammenlagt 230 medarbejdere i koncernen.<sup>31</sup>

De menneskelige ressourcer i Sjælsøs organisation er en af de vigtigste ressourcer. En virksomhed med en omsætning på 6,4 mia. kr., med så få medarbejdere som Sjælsø har, er afhængig af medarbejdernes sammensætning, kompetencer osv. Derfor har Sjælsø stor fokus på, at tiltrække og fastholde kompetente medarbejdere.<sup>32</sup>

### **3.3.2 Kernekompetencer**

Udnyttelsen af ressourcer på fornuftig vis kan bidrage til at frembringe kernekompetencer, der i sidste ende skal bidrage til at opnå konkurrencefordele. Nedenfor er oplistet de kernekompetencer vi vurderer, er til stede hos Sjælsø.

#### *Know-how*

Udnyttelsen af ledelsen og medarbejdernes know-how vurderer vi er med til at give Sjælsø en kernekompetence. De har flere gange udvist handlekraft ved omlæggelse og udbygning af driften på de rigtige tidspunkter. Sjælsø har været i stand til at ændre fokus fra et nedadgående segment, til et med indtjeningsmuligheder.

---

<sup>31</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 61

<sup>32</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 21



### *Strategiske netværk*

En anden kernekompetence er Sjælsøs brede netværk af samarbejdspartnere. Sjælsø har outsourcet de områder af forretningen som ligger uden for forretningsområdet. Derved kan Sjælsø koncentrere sig om, at skabe konkurrencefordele på det de er gode til.

### *Marketing*

Sjælsø har en vigtig ressource i deres brand og image. Vi anser deres udnyttelse af ressourcen som en kernekompetence, idet Sjælsø har formået at knytte kvalitet og respekt til deres navn.

## **3.4 Konkurrence- og vækststrategier**

Med udgangspunkt i vision, mission, værdigrundlag og strategiske mål udarbejdes en analyse af Sjælsøs konkurrence- og vækststrategier med henblik på at fastlægge, hvorvidt Sjælsø formår at skabe værdi for dens aktionærer.

### **3.4.1 Vision**

Visionen beskriver den tilstand, selskabet ønsker at befinde sig i på lang sigt uden nærmere præcisering af tidspunkt og er løsrevet fra virksomhedens nuværende ressourcer og forretningsområder.<sup>33</sup>

Sjælsø har beskrevet deres vision i årsrapporten, og denne kan listes op i følgende punkter:<sup>34</sup>

- Fremstå som en attraktiv samarbejdspartner for boligkøbere, investorer og brugere, der ønsker at købe eller leje fast ejendom.
- Skal fleksibelt og hurtigt kunne tilpasse sig ønsker og behov samt være handlekraftig, når forretningsmæssige muligheder opstår.
- Høj kvalitet og beslutningsdygtighed skal være en kernekompetence for selskabet.

De angivne punkter passer på definitionen af en vision, da den fortæller, hvordan selskabet skal se ud i fremtiden uden samtidig at angive en tidsperiode.

Sjælsøs vision er et ønske om, at høj kvalitet og beslutningsdygtighed skal bidrage til at skabe værdi. Sjælsø har tidligere vist stor beslutsomhed, da man har formået at skiftet fo-

---

<sup>33</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 88

<sup>34</sup> Oplistet på baggrund af Sjælsø årsrapport 2007, side 16

kus fra et stagnerede område til et område i vækst. Dette viser også, at Sjælsø er fleksibel med hensyn til at tilpasse sig de ønsker, der er i markedet, og som forretningsmæssigt skaber værdi for selskabet og derved aktionærerne.

### **3.4.2 Mission**

Missionen beskriver selskabets formål, som ofte er, hvorledes man ønsker at skabe aktionærværdi samt en præcisering af, hvorledes ønsker og behov hos interessenterne dækkes med de nuværende ressourcer.

Sjælsø nævner ikke specifikt deres mission, men følgende kan uddrages af årsrapporterne for 2006 og 2007:

- Skabe kontrolleret vækst og konsolidering inden for kerneområder.
- Vedvarende fokus på forretningsmæssige risici, som påtages i forbindelse med selskabets aktiviteter.
- Økonomiske styringsmål skal sikre økonomisk styrke til handlefrihed og understøttelse af de forretningsmæssige muligheder.
- Totalkonceptet skal trække på viden fra medarbejdere og udnytte økonomien til at realisere flere, større og mere komplekse projekter.

Sjælsø oplyser, at man vil holde fokus på de nuværende markeder og stadig føre den konservative økonomiske tankegang, som har sikret økonomisk gevinst i tidligere år. Missionens mål er efter vores vurdering at give aktionærerne vished om en positiv fremtid.

### **3.4.3 Værdigrundlag**

Værdigrundlaget i Sjælsø er ikke noget, der er beskrevet særskilt i hverken årsrapporten eller på hjemmesiden. Sjælsø har dog et afsnit omkring Corporate Governance, som er yderligere beskrevet i et notat på hjemmesiden.<sup>35</sup> Sjælsø har på området valgt at følge anbefalingerne udgivet af OMX Den Nordiske Børs København. Således beskriver Sjælsø, hvordan de skaber åbenhed i forhold til interessenterne, hvorledes man arbejder med risiko, bestyrelsens opgaver, og at man blandt andet har oprettet en revisionskomité i henhold til EU's 8. direktiv.

---

<sup>35</sup> Corporate Governance, Sjælsø

I 2007 blev der tillige foretaget en rotation i direktionen, hvor den ene af de to grundlæggere af Sjælsø, Ib Henrik Rønje, fratrådte som adm. direktør. Posten overtages af Flemming Joseph Jensen, der tidligere var direktør i Sjælsø. Dette blev gjort for at indikere overfor omverdenen, at Sjælsø var en professionel ledet virksomhed.

Punkterne i beskrivelsen af Corporate Governance underbygger til dels Sjælsøs vision og mission. Det bekræfter, at man ønsker samarbejde med interessenterne, at virksomheden er åben og gennemsigtig, og at man fører en forsvarlig risikostyring.

#### 3.4.4 Strategiske mål

De strategiske mål i Sjælsø fremgår lidt mere tydeligt. Således beskriver Sjælsø selv målsætningen som:

*"Det er Sjælsøs mål, at koncernens omsætning på sigt er fordelt med ca. 1/3 indenfor henholdsvis bolig-, erhvervs- og retailbyggeri, samt at ca. halvdelen af omsætningen kommer fra de udenlandske markeder."*<sup>36</sup>

På sigt skal dette føre til høj indtjening og herigennem værdiskabelse til fordel for interessenterne.

De strategiske mål hænger godt sammen med den beskrevne vision, mission og værdigrundlag. Ønsket om vækst skal ske kontrolleret og med reduceret risiko. Ved at satse på flere områder, og ikke mindst flere markeder, reduceres risikoen for store tab, hvis man på et marked oplever en nedtur. Målsætningen mangler måske nogle mere specifikke mål, herunder finansielle værdidrivere, såsom afkast på investeret kapital og vækstrater for i højere grad at kunne tilfredsstille aktionærernes informationsbehov.

#### 3.4.5 Konkurrencestrategi

I et dynamisk marked har konkurrencefordele vist sig at være kortsigtede, hvilket har medført, at der er indført en ny type strategi, kaldet den ressourcebaserede strategi. Hvor andre strategimodeller fokuserer på selskabet i forhold til andre, ligger denne strategi i stedet vægt på de interne ressourcer og kompetencer. Det eksterne miljø anses i høj grad for at være fælles for alle konkurrenterne. Det at konkurrencefordelene udvikles internt gør det

---

<sup>36</sup> <http://sjaelsoe.dk/da/TopMenu/Om-Sjalso/Malsatning/>

sværere at kopiere for konkurrenter, og det tager længere tid for omverden at se, hvad en eventuel succes skyldes.<sup>37</sup>

I Sjælsøs tilfælde arbejdes der meget med hele tiden at se på det/de nuværende markeder, hvilket kan ses af deres evne til at gå ind på nye markeder når de andre stagnerer. Omstillingsparathed er i denne forbindelse en kompetence, som har givet Sjælsø konkurrencefordele tidligere. Ledelsen og medarbejderne har her været de centrale ressourcer, som tidligere nævnt i afsnit 3.3. Den viden, som medarbejderne og ledelsen ligger inde med i Sjælsø, er ikke mulig at kopiere af andre, med mindre man vælger at headhunte de mest centrale videnstunge medarbejdere i organisationen. Derfor er det lige netop denne kernekompetence, hvor Sjælsø opnår deres største konkurrencemæssige fordele.

I fremtiden er det derfor yderst vigtigt for Sjælsø at bevare en kompetent medarbejderstab, hvilket vil kræve stor fokus fra ledelsens side. Dette hænger sammen med, at man finder nye områder at udvikle virksomheden på, og derved sikrer at medarbejderne bliver udfordret, hvilket vil være med til at skabe fordelene.

#### **3.4.6 Strategiske netværk**

Først og fremmest ser man Sjælsø benytte et netværk i forbindelse med opførelse af projekter, hvor man har outsourcet dette til eksterne parter. Set i lyset af Sjælsøs kernekompetence inden for viden, er dette et logisk valg. Skulle Sjælsø til selv at stå for opførelsen af projekterne, ville de bevæge sig ud på et område, som de ikke har kendskab til, i forhold til andre aktører i branchen. Der vil sandsynligvis gå mange år før Sjælsø vil kunne få succes og opnå konkurrencefordele heraf. Valget af outsourcing sikre således at Sjælsø kan koncentrere sig om det de er gode til.

I og med at Sjælsø outsourcer, giver de derigennem noget af deres overskud væk. Dette kommer af, at der ved outsourcing alt andet lige er forbundet flere omkostninger. Vi vurderer at outsourcing strategien er det mest fordelagtige, da Sjælsø på nuværende tidspunkt ikke har den fornødne know-how til selv at administrere de outsourcete områder. Samtidig vil der være forbundet mange omkostninger ved inddragelse af ukendte forretningsområder.

---

<sup>37</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 94

Forretningsmodellen bygger ikke udelukkende på egenfinansiering, da risikoen hertil vil være for stor, specielt i et marked der er så uroligt, som det er tilfældet i øjeblikket. Derfor ses det også, at Sjælsøs øvrige netværksrelationer i høj grad ligger på det økonomiske plan, da man allerede står med den nødvendige viden til at kunne præsentere et projekt og få det udført. Sjælsø sørger for at få solgt en så stor del af projektet som muligt, inden de er opført. Her kunne det være investorer, som afholder en del af eller hele finansieringen, for så at leje eller sælge videre til virksomheder, som mangler lokaler.

Sjælsøs indtog på det polske marked tilførte en yderligere dimension af finansiering for Sjælsø - joint ventures.<sup>38</sup> Grunden til brugen af joint ventures skal findes i virksomhedernes manglende lokalkendskab. Dette kan tilføres ved at træde ind i joint venture med en lokal investor, og derved forsøger at minimere risikoen for fejl.

Ved joint ventures minimeres den generelle risiko der er i forbindelse med et byggeri, jf. ovenstående. Minimering af risiko betyder til gengæld at fortjenesten mellem de involverede parter.

### **3.4.7 Vækststrategier**

Valg af vækststrategi er essentielt for virksomhedens fremtid. Det er vigtigt i processen omkring en udvidelse at gøre op, hvilken strategi der giver vækst og i sidste ende skaber aktionærværdi. Af de primære og mest kendte strategier kan nævnes:

- Intensivering
- Diversifikation
- Integration.

Intensivering og diversifikation ses ofte præsenteret i Ansoffs vækstmatrice, der også gør forklaringen mere overskuelig.

---

<sup>38</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 33

		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation <ul style="list-style-type: none"> <li>• Relateret</li> <li>• Konglomerat</li> </ul>

Figur 3.3 - Ansoffs vækstmatrice.

Kilde; Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang side 99

Historisk startede Sjælsø med at opføre enfamilieshuse, men gennem en produktudvikling valgte de i 1986 at ændre fokus og primært satse på erhvervsmarkedet.

Ved nedgangen i markedet for erhvervsejendomme i 2002, vælger Sjælsø strategien markedspenetrering, hvor boligmarkedet igen kommer i fokus.

Sjælsø vælger i 2006 to vækststrategier. Den ene strategi er markedsudvikling, hvor de går ind på de øvrige nordiske markeder Sverige, Norge og Finland, via opkøb af Ikast Byggeindustri. Året efter, i 2007, går Sjælsø også ind i Polen. Den anden strategi er produktudvikling, hvor de tilføjer retailmarkedet til sortimentet.

Fremadrettet har Sjælsø mange planer og de mener selv at mulighederne for yderligere vækst er til stede. De oplyser i årsrapporten for 2007, at deres strategi er at ekspandere yderligere i de kommende år, f.eks. ved at udvide med bolig- og erhvervsbyggeri til Norge og Finland, det vil sige ved produktudvikling. I Danmark, Sverige og Polen vurderes Sjælsøs vækststrategier begrænset til markedspenetrering.

Sjælsø fokuserer selv på, at Polen er et marked med meget store vækstmuligheder. Dette underbygges af eksterne parter, som beskriver boligmarkedet i Polen som:

*"... måske det hotteste i hele Europa."*<sup>39</sup>

Udtalelsen er fremsat tilbage i 2007, men vi vurderer ikke at det polske marked allerede er blevet mættet, hvorfor vi stadig ser et stort potentiale heri.

Det er vores vurdering, at Sjælsøs skiftende vækststrategier har været med til at opretholde og skabe værdi for aktionærerne. Som det fremgår af nedenstående tabel 3.2, så har vækststrategien de seneste 5 år medført en stigende omsætning, bedre resultat, større balancesum og egenkapital samt positive pengestrømme fra driften. Helhedsindtrykket af udviklingen

---

<sup>39</sup> Artikel: Spændende investeringsmuligheder i det polske boligmarked.

mener vi ikke påvirkes af ændringerne i anvendt regnskabspraksis samt overgang til IFRS, omtalt senere i afsnit 4.

<i>t.kr.</i>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>
Omsætning	6.351.192	3.643.213	1.371.277	779.381	917.277
Resultat før skat	1.105.868	439.423	190.750	68.063	182.896
Balancesum	9.041.359	7.043.025	3.371.306	1.996.304	1.633.824
Egenkapital	2.086.674	1.284.305	653.711	597.302	607.412
Pengestrømme fra drift pr. aktie	37,58	16,44	22,32	8,89	-2,01

*Tabel 3.2 - Oversigt over de seneste 5 års hovedtal. Kilde Sjælsø årsrapporter*

### 3.5 SWOT analyse / Delkonklusion

SWOT analysen tager udgangspunkt i den strategiske analyse, som er udarbejdet for virksomheden både eksternt og internt. I analysen opsummeres de ikke-finansielle værdidrivere i henholdsvis stærke og svage sider for de interne forhold, samt muligheder og trusler for de eksterne forhold. Nedenfor har vi oplistet de punkter, vi finder relevante for Sjælsø og deres nuværende position:

<p><b>Stærke sider</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Stærk organisation og ledelse</li> <li>• Bredt netværk</li> <li>• Velrenommeret brand</li> <li>• Stor pipeline</li> </ul>	<p><b>Svage sider</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Afhængighed af videstung personale</li> <li>• Afhængighed af samarbejdspartnere</li> </ul>
<p><b>Muligheder</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Udvidelse med bolig og erhverv i Norge og Finland</li> <li>• Vækstpotentiale i Polen</li> </ul>	<p><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Stagnation i byggebranchen</li> <li>• Negativ udvikling i BNP</li> </ul>

*Figur 3.4 – SWOT-analyse for Sjælsø.*

*Kilde: Egen tilvirkning, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 105.*

I vores eksterne analyse af markedet og branchen kom vi frem til at der er flere udefrakommende forhold, som muligvis vil have indflydelse på Sjælsø og deres evne til at tjene penge. Således fandt vi frem til, at branchen i høj grad er påvirket af den nuværende økonomiske situation i såvel Danmark som resten af Europa og USA. USA har en generel stor indflydelse på udviklingen i Europa. Dette kommer også til udtryk i den nuværende for-

ventning til væksten i BNP, som kan være en trussel i forhold til branchen. Der forsøges dog at få væksten i BNP tilbage, ved at sænke renten.

I brancheanalysen kunne vi konstatere at branchen var præget af flere store udbydere, og konkurrenceintensiteten var påvirket af disses interne konkurrence. Udefra er branchen i mindre grad påvirket af forhandlingsstyrken til leverandører og kunder.

Vi ser i den nuværende situation, stagnation i byggebranchen som en trussel. Her tænkes specielt på et dansk boligmarked som i øjeblikket er gået stå, men også andre markeder kan være relevante i denne sammenhæng. Sjælsø skal enten sørge for at begrænse sine tab i denne situation, eller forsøge at udnytte de interne stærke sider til at få vendt det negative til noget positivt. Via en stærk ledelse og organisation har Sjælsø tidligere vist handlekraft og derigennem tilpasset sig efterspørgslen i markedet. Eksemplificeret ved, da Sjælsø i 2002 begyndte at satse på boligmarkedet frem for et nedadgående erhvervsmarked.

På de svage sider har vi noteret os, at Sjælsø er meget afhængig af videnstung personale. Sjælsø beskæftiger 230 medarbejdere ved udgangen af 2007, og dette er udelukkende personale som sidder i en eller anden form for videns funktion. Derfor er det vigtigt at Sjælsø har fokus på medarbejderne og tilbyder dem gode forhold, da Sjælsø vil blive hårdt ramt, hvis nøglepersoner stopper eller skifter til en konkurrent. I den forbindelse kan det være vigtigt dels at fastholde medarbejderne, på trods af den nuværende stagnation og nedgang. Dels kan det være en mulighed at udnytte synergierne fra de stærke sider til at foretage f.eks. produktudvikling i Norge og Finland, hvor vi mener der gode muligheder for dette. Derudover kan det fremadstormende polske marked yderligere udforskes. Synergierne skal komme fra det stærke brand Sjælsø er i besiddelse af. De har mange års uundværlig erfaring, samt utallige projekter at vise frem. Derudover vil de sandsynligvis kunne udnytte deres relationer til eksisterende netværk.

Et andet svagt punkt vi har identificeret er afhængigheden af samarbejdspartnere. Her tænkes på den del af projektet, som er outsourcet til entreprenører og andre eksterne leverandører. Den svage del består i, at Sjælsø er afhængig af en anden part, og derfor er det yderst essentielt for Sjælsø, at der fokuseres på samarbejde, da misforståelser kan medføre utilfredse kunder i sidste ende.



I forhold til Sjælsøs valgte strategi, hvor fokus er på det de er bedst til, ser vi en god sammenhæng mellem de stærke sider og de muligheder der foreligger. Som tidligere beskrevet er de strategiske mål meget klare for Sjælsø, idet man blandt andet ønsker halvdelen af omsætningen skal komme fra udlandet. Vækstpotentialet på de udenlandske markeder er gode, og sammenholdt med Sjælsøs stærke sider, finder vi det logisk at satse på såvel produktudvikling og markedsudvikling. Dog er det vigtigt, at Sjælsø hele tiden holder sig orienteret omkring de potentielle trusler.

## 4 Regnskabsanalyse

Der vil i følgende kapitel blive foretaget en regnskabsanalyse og derigennem en vurdering af Sjælsøs hidtidige værdiskabende evne i perioden 2006 til 2007. Halvårsrapporten for 2008 vil blive inddraget separat som følge af, at det ikke er blevet revideret og derfor betragtes som et begrænset datagrundlag. Analyseperioden 2006 til 2007 er valgt på baggrund af, at Sjælsø i 2005 overgik til IFRS<sup>40</sup>, samt at Sjælsø ultimo januar 2008 fik påbud fra Fondsrådet om at ændre regnskabspraksis. Sidstnævnte betød at en væsentlig del af omsætning og avance skulle indregnes efter salgskriteriet og ikke som tidligere produktionsmetoden.<sup>41</sup> I regnskabsåret for 2007 er sammenligningstallene, jf. anvendt regnskabspraksis, tilrettet for regnskabsåret 2006, og ydermere henvises der til afsnit omkring sammenlignelighed mellem analyseperioderne.

Regnskabsanalysen vil give et indblik i de faktorer, der historisk har bidraget til koncernens værdiskabelse, samt beskrive de finansielle value-drivere, der ligger til grund herfor. Beskrivelsen for forståelsen for den historiske udvikling i value-drivere vil danne udgangspunkt for den efterfølgende prognose.<sup>42</sup>

### 4.1 Årsrapporten som datagrundlag

Det er vigtigt, at der tages kritisk stilling til det benyttede datagrundlag i forbindelse med udarbejdelsen af en regnskabsanalyse. Hvis der ikke tages kritisk stilling til benyttelse af datagrundlaget, kan dette føre til en fejlbehæftet nøgletalsanalyse. Alt andet lige vil dette resultere i en upræcis prognose af Sjælsøs fremtidige value-drivere og derigennem en unøjagtig værdiansættelse.

---

<sup>40</sup> Sjælsø årsrapport 2005

<sup>41</sup> Fondsbørsmeddelelse nr. 3, 2008

<sup>42</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Der er flere faktorer, der kan medføre, at kvaliteten af datagrundlaget bliver sløret, hvor lektor ved Institut for Regnskab og Revision på CBS Christian V. Petersen og Professor ved Institut for Regnskab og Revision på CBS Thomas Plenborg har beskrevet følgende årsager til støj:

- De anvendte regnskabsprincipper varierer
- Klassifikationen af regnskabsposter varierer
- De anvendte regnskabsmæssige skøn varierer
- Sondringen mellem tilbageværende og transitoriske regnskabsposter er uklare
- Anvendelsen af liberal henholdsvis konservativ regnskabspraksis varierer.

Til vurdering af kvaliteten i datagrundlaget for de anvendte årsrapporter, vil der blive taget udgangspunkt i IASB's begrebsramme samt henvis til ovennævnte 5 punkter.

Hvis ovenstående gennemgang ikke giver belæg for væsentlige bemærkninger ved eventuelle identificerede svagheder, vil datagrundlaget blive benyttet i den videre regnskabsanalyse.

#### *Fair presentation (retvisende billede)*

Når der aflægges årsrapport efter IFRS, er det overordnede krav efter IAS 1.13, at regnskabsaflæggelsen giver et retvisende billede. Ved aflæggelse af koncernårsrapporten erklærer direktionen, bestyrelsen og den generalforsamlingsvalgte revisor sig herom.

#### **4.1.1 IASB's begrebsramme**

IASB's "Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statement" er en begrebsramme, der indeholder kvalitetskrav, formål med årsrapporten samt de basiselementer, som skal indgå i årsrapporten.

#### *Relevans*

Under kvalitetskravet relevans specificeres formålet i, at årsrapporten skal indeholde de informationer, der medfører, at regnskabsbrugeren ville have reageret anderledes, såfremt disse informationer ikke var medtaget.

Imidlertid kan det være svært at vurdere, hvorvidt informationerne er relevante, samt om der er relevante informationer som ikke er medtaget, hvilket kommer af, at de eksterne regnskabsbrugere ikke har adgang og indsigt i de interne informationer. Dog må dette for-

hold antages til en vis grad at være afdækket af fondsbørsens krav til offentliggørelse af kursrelevante informationer. Samtidig med årsregnskabslovens krav og revisorens erklæring i forbindelse hermed.

På baggrund af gennemgangen af årsrapporterne i perioden 2006 til halvårsrapporten 2008 er det vores vurdering, at informationsniveauet i Sjælsøs årsrapporter er høj, samt at disse indeholder relevant information og data.

#### *Pålidelig*

Kvalitetskravet pålidelig skal sikre at de informationer, der fremgår af årsrapporten, kan efterprøves og ikke indeholder fejlagtige og forkerte oplysninger. Herunder ligger også forholdet med repræsentativ gyldighed, hvor såvel positive som negative forhold skal oplyses, f.eks. under forventninger til fremtiden.

Årsrapporten indeholder, ud over de heri offentliggjorte regnskabstal, også oplysninger som fremtidige forventninger til indtjeningen, resultat samt pengestrømme. Disse oplysninger er, i lighed med de realiserede regnskabstal, underlagt revision af koncernens generalforsamlingsvalgte revisor. Pålideligheden af årsrapporternes informationer vurderes på denne baggrund for værende af høj kvalitet.

Halvårsrapporten for 2008 er ikke blevet revideret og underskrevet af en statsautoriseret revisor, hvorfor pålideligheden heraf vurderes for værende lavere end de forudgående reviderede årsrapporter.

#### *Forståelig*

Informationerne i årsrapporten skal være forståelige for derigennem at bidrage med nytte til regnskabsbrugeren. Det er imidlertid ikke tilladt at undlade information med henvisning til forståeligheden, såfremt informationen er en nødvendighed for at give et retvisende billede.

Derfor bør informationerne tilpasses for regnskabsbrugeren, således at der tilføres værdi i forbindelse med analyse af selskabets forhold.

Der er ved vores gennemgang af årsrapporterne i den valgte analyseperiode ikke identificeret forhold og informationer, som ikke opfylder kravet om forståelighed.

### *Sammenlignelig*

Der skal være sammenlignelighed i årsrapporterne over tid, således at det er muligt for regnskabsbrugeren at kunne identificere udviklingen i de finansielle value-drivere.

Sjælsøs overgang til IFRS i årsrapporten for 2005 medførte enkelte ændringer til anvendt regnskabspraksis. Efter vores vurdering vil det ikke medføre ”støj” i vores efterfølgende analysearbejde, da sammenligningstallene for den tidligere periode er tilpasset overgangen til disse.

Derudover har Fondsrådets påbud om at ændre regnskabspraksis i 2007 bevirket, at indregningen af omsætningen og de dertilhørende poster kun er sammenlignelige fra 2006 og frem.

Det er vores vurdering, at der er kontinuitet i de aflagte årsrapporter i den valgte analyseperiode, hvorfor det er muligt at sammenligne.

#### **4.1.2 Delkonklusion**

Ovenstående gennemgang har berørt Sjælsøs regnskabstal, til vurdering af datagrundlagets kvalitet. Der er ikke konstateret væsentlige forhold som kan få betydning for vores efterfølgende analysearbejde og senere værdiansættelse af koncernen.

## **4.2 Reformulering af resultatopgørelse og balance**

Formålet med at reformulere resultatopgørelse og balance til analyseformål er at sikre, at nøgletallene beregnes på samme grundlag og derved bliver sammenlignelige.

Fejlagtige oplysninger vil medføre at der vil opstå diskontinuitet i analysegrundlaget, hvilket vil forvrænge billedet af selskabets indtjening og rentabilitet.

De finansielle værdidrivere skal afdækkes til prognoseformål. Man siger en virksomheds værdiskabende evne stammer fra driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten.<sup>43</sup>

Driftsaktiviteten er virksomhedens primære aktivitet, hvori værdiskabelsen genereres og kan relateres til tilvejebringelsen af vare og tjenesteydelser til kunderne.

---

<sup>43</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 19

Som en sekundær værdiskabende aktivitet nævnes finansieringsaktiviteten, som afledes af driftsaktiviteten. Aktiviteten består i, at tilpasse kapitalbehovet til driftsaktiviteten ved hjælp af gæld og/eller egenkapital samt anbringelse af midlertidigt overskydende likviditet i finansielle aktiver.

Det er vores vurdering, at der i indholdet af reformuleringen kan forekomme en grad af usikkerhed på grund af de begrænsede tilgængelige informationer. Andre eksterne analytikere har de samme forhold og informationer som baggrund, hvorfor vi ikke anser forholdet som værende af væsentlig kritisk karakter for den efterfølgende værdiansættelse.

Der vil forekomme enkelte antagelser i forbindelse med reformuleringen og ved disse tilfælde vil der blive argumenteret herfor.

Reformuleringen af resultatopgørelsen og balancen tager udgangspunkt i den af Lektor ved Institut for Regnskab og Revision på CBS Christian V. Petersen og Professor ved institut for Regnskab og Revision på CBS Thomas Plenborgs udarbejdede model fra bogen "Regnskabsanalyse for beslutningstagere".

Hele reformuleringen af resultatopgørelse og balance kan ses af bilag 8.3, 8.4 og 8.5, hvor der nedenfor er redegjort for de foretagne reguleringer.

#### **4.2.1 Resultatopgørelsen**

##### *Associerede selskaber*

I analyseperioden består Sjælsøs associerede selskaber af:

- Göteborg, Gamlestaden K/S
- Göteborg, Gamlestaden ApS
- K/S Halmstad Eketånga 24:48
- Høegh Guldberg Allé 11 ApS,

hvortil der ikke har været nogen afgang.<sup>44</sup>

Det fremgår ikke specifikt af årsrapporterne, hvorvidt de associerede selskaber indgår som en del af hovedaktiviteten i koncernen. Da kapitalandelene ikke er præsenteret særskilt

---

<sup>44</sup> Sjælsøs årsrapport 2006 og 2007 – Selskabsoversigt

som ”aktiviteter bestemt for salg” under omsætningsaktiverne, i henhold til IFRS 5, giver det en indikation af deres tilknytning til driftsaktiviteten.

Det er vores vurdering, at kapitalandelene i de fire selskaber må betragtes for at være en del af Sjælsøs primære forretningsgrundlag.

#### *Selskabsskat*

Der er både en skatteeffekt af resultatet fra selskabets drifts- og finansielle aktiviteter, hvorfor det er nødvendigt i den reformulerede resultatopgørelse at opdele selskabsskatten mellem de to aktiviteter. Selskabsskatten er blevet estimeret i forhold til finansieringen, da der i årsrapporterne ikke fandtes tilstrækkelig information til at kunne lave en nøjagtig opdeling, jf. bilag 8.3.1.

Til brug for fordelingen er det enkelte års gennemsnitlige effektive skatteprocent blevet benyttet. Den gennemsnitlige effektive skatteprocent fremgår af årsrapporten<sup>45</sup> og giver efter vores mening det mest retvisende billede, da den tager højde for forskellen mellem de gældende danske og udenlandske skattesatser.

### **4.2.2 Balancen**

#### *Udskudte skatteaktiver/hensat til udskudt skat*

Posten kan henføres til driftsaktivitet. Det udskudte skatteaktiv henstår fra anlægsaktiver, tilgodehavender fra salg mv., mens hensat til udskudt skat henstår fra posterne igangværende projekter/projektbeholdning og skattemæssigt underskud. Det skattemæssige underskud kan vedrøre både drifts- og finansiell aktivitet. Det fremgår ikke af årsrapporten, hvorledes det er fordelt, hvorfor det ikke har været muligt at foretage denne opdeling.

#### *Andre tilgodehavender*

Andre tilgodehavender er ikke specificeret på drift og finansiering i årsrapporten. Vi vurderer ikke, at et forsøg på at opdele posten vil være sikker, hvorfor vi medtager den som driftsaktivitet. For yderligere henvises til afsnit omkring afledte finansielle instrumenter.

#### *Likvider/Driftslikviditet*

Likvider vedrører såvel drift som finansiering. Sjælsøs likvide beholdning består hovedsageligt af rene likvider. Kun en mindre del kan henføres til let omsættelige værdipapirer.

---

<sup>45</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 66

Herudover ses det, at ca. halvdelen af de likvide midler står på sikrings- og deponeringskonti, da de vedrører deponeringer i forbindelse med projekt- og ejendomssalg, som løbende frigives.

Likvider er en nødvendig del af den daglige drift, da det er denne beholdning, som skal betale de daglige regninger. Hvor stor en del af de likvide midler dette udgør, kan ikke opgøres på baggrund af årsrapporten. Vi har derfor skønnet ud fra en generel betragtning, at driftslikviditeten udgør 1 % af omsætningen.

#### *Anden gæld*

I årsrapporten er posten anden gæld ikke specificeret i en note. Typisk består anden gæld af skyldige lønposter og moms. Disse poster kan henføres til driftsaktivitet. Hvorvidt posten består af andet end førnævnte vides ikke. Derfor har vi også medtaget hele posten som driftsaktivitet, da vi ikke med sikkerhed kan lave en eventuel fordeling.

### 4.2.3 Øvrige analytiske overvejelser

#### *Materielle og immaterielle anlægsaktiver*

Aktivernes økonomiske levetid og afskrivninger er anlagt på ledelsens vurderinger, hvorfor disse er behæftet med en vis usikkerhed i forhold til den reelle økonomiske levetid.

For vurdering af niveauet for afskrivningerne har vi sammenholdt afskrivningsperioderne for Sjælsø og NCC AB.<sup>46</sup>

<i>Immaterielle anlægsaktiver</i>	Sjælsø	NCC AB	=> omregnet
IT-anskaffelser	2 - 3 år	*	
Software	**	20 - 33 %	3 til 5 år

\* NCC oplyser at andre immaterielle anlægsaktiver afskrives over deres forventede levetid, hvorfor sammenligning ikke er mulig.

\*\* Sjælsøs afskrivninger er afdækket under "IT-anskaffelser".

*Tabel 4.1 - Afskrivningsprofiler på immaterielle anlægsaktiver.  
Kilde: Selskabernes seneste årsrapporter*

---

<sup>46</sup> Der er taget udgangspunkt i årsrapporterne for 2007



<i>Materielle anlægsaktiver</i>	Sjælsø	NCC AB	omregnet
Bygninger	40 år	1,4 – 10 %	10 til 70 år
Automobiler ***	3 - 5 år	5 – 33 %	3 til 20 år
Inventar mv. ***	5 - 8 år	5 – 33 %	3 til 20 år
Installationer ***	10 år	5 – 33 %	3 til 20 år
Kunstgenstande	Afskrives ikke		****

\*\*\* Fremgår ikke direkte af anvendt regnskabspraksis, men går ind under ”Machinery and equipment”.

\*\*\*\* Fremgår ikke af NCC’s anvendt regnskabspraksis.

*Tabel 4.2 - Afskrivningsprofiler på materielle anlægsaktiver.  
Kilde: Selskabernes seneste årsrapporter*

Ud fra ovenstående sammenligning vurderes de af ledelsen valgte afskrivningsperioder for værende fornuftige og på niveau med andre i samme branche. Derudover er der i vores vurdering blevet taget højde for de forretningskoncepter, der anvendes, jf. afsnit 3.5.

Derudover kan der være overvejelser vedrørende den regnskabsmæssige værdi af koncernens danske ejendomme og grunde, om hvorvidt disse ligger over eller under den offentlige ejendomsvurdering. Hvis der er tale om afvigelse, skal det overvejes, om dette ligeledes skal med i den reformulerede balance. Da vi imidlertid ikke kender den offentlige vurdering fra 2007 eller nyere, samt at en opskrivning vil være behæftet med for stor usikkerhed, har vi ikke foretaget yderligere.

### *Leasing*

Leasing opstår i to tilfælde – finansiel eller operationel. Forskellen består i, hvorledes man indregner leasing forpligtelsen i årsrapporten. Finansiel leasing fremgår direkte af balancen. Dels med et aktiv som placeres under anlægsaktiver, og dels som en forpligtelse, som fremgår i passiverne under henholdsvis kort- og langfristede gældsforpligtelser. Således er det ikke nødvendigt at omklassificere dette.

Operationel leasing fremgår ikke direkte af balancen, men nævnes i noten for "Sikkerhedsstillelser og eventualforpligtelser". Her beskriver Sjælsø deres forpligtelser forbundet med operationel leasing opdelt på år, efter hvornår leasingydelserne forfalder. Ydelserne indregnes direkte i resultatopgørelsen det år, den betales.

Forskellen mellem de to leasingmetoder kan have betydning for en senere beregning af nøgletal, da finansiel leasing påvirker gældssiden og derved soliditetsgraden. Ved at vælge operationel leasing kan der opnås bedre nøgletal, i og med der ikke indregnes en forpligtel-

se. Det bør derfor vurderes, hvorvidt det er relevant at beregne niveauet for den operationelle leasing med henblik på at få den medtaget i den reformulerede balance.

I Sjælsøs tilfælde oplyses det, at man i alt har 98.121 t.kr. i fremtidige minimumsydelser. Der er tale om leasing af Sjælsøs domicil Ny Allerødgaard samt automobiler og it-udstyr. Set på hvad der er leaset, er der tale om vigtige aktiver, som har betydning for den daglige drift. Dette taler i høj grad for, at det bør medtages i den reformulerede balance. Når vi så alligevel ikke har valgt at tage det med, skyldes det andelen af den operationelle leasing i forhold til den samlede balancesum. Operationel leasing udgør 1 % heraf, og vi mener derfor ikke, det vil bidrage væsentligt til analysen at indregne det.

#### *Afledte finansielle instrumenter*

Afledte finansielle instrumenter indregnes, ifølge anvendt regnskabspraksis, i regnskabsposterne "Andre tilgodehavender" og "Anden gæld" i balancen og bruges i forbindelse med afdækning af finansielle risici. Hvorvidt Sjælsøs brug af afledte finansielle instrumenter vedrører drift- eller finansieringsaktiviteter er uvist, hvorfor vi ikke har valgt at foretage en vurdering og omklassificering, men i stedet klassificerer det hele under driftsaktiviteten.

#### *Hensatte forpligtigelser*

I henhold til IAS 37 defineres en hensat forpligtigelse som en på balancedagen retslig eller faktiske forpligtigelse, der hidrører fra tidligere begivenheder, hvor det er sandsynligt at afvikling heraf vil medføre et træk på virksomhedens økonomiske ressourcer, samt at forpligtigelsen beløbsmæssigt kan kunne skønnes pålideligt.

En hensættelse, er som beskrevet ovenfor, behæftet med en større usikkerhed end øvrige forpligtigelser, da indfrielsestidspunktet og/eller størrelsen er usikker. Sjælsøs hensatte forpligtigelser vedrører primært afgivne garantier i forbindelse med leverede ejendomme mv.

Til vurdering af hvorvidt Sjælsø har indregnet den rette forpligtigelse, er denne blevet sammenholdt med Sjælsøs totale passiver samt omsætning i analyseperioden:

<i>i 1.000 kr.</i>	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Samlede hensatte forpligtigelser	41.010	41.945
Omsætning	3.643.213	6.351.192
Andel af omsætningen %	1,1 %	0,7 %
Passiver	7.043.025	9.041.359
Andel af passiver %	0,6 %	0,5 %

*Tabel 4.3 - Samlede hensatte forpligtigelser.  
Kilde Sjælsøs årsrapport 2007, egen tilvirkning.*

Opmærksomheden vedrørende hensættelsen skal henledes på, at garantien er baseret på baggrund af selskabets bedste skøn. De underskrivende revisorer har ligeledes i deres arbejde vurderet hensættelsen.

Ovenstående analyse giver efter vores vurdering ikke anledning til yderligere overvejelser i relation til vurderingen af niveauet for hensatte forpligtigelser.

### 4.3 Nøgletalsanalyse

I forrige afsnit er Sjælsøs årsrapporter reformuleret, hvilket har resulteret i et regnskab til brug for analyseformål, se bilag 8.3 og 8.5.

Der vil til sammenligning af niveauet i den efterfølgende regnskabsanalyse blive medtaget udvalgte nøgletal fra nogle af Sjælsøs største konkurrenter. Valgt ud fra vores strategiske analyse, jf. afsnit 3.2.5, er de største konkurrenter NCC og Skanska. De pågældende selskabers regnskaber er gennemgået. Såvel NCC som Skanskas regnskaber aflægges efter IFRS, hvilket alt andet lige sikrer et rimeligt sammenligningsgrundlag. Dog skal det bemærkes, at ledelsesberetningen i Sjælsø er blevet revideret, hvilket ikke er tilfældet for NCC og Skanska. Dette kommer af, at det udelukkende er et krav i henhold til dansk lovgivning. Samtidig tages der ikke højde for forskelle i den anvendte regnskabspraksis.

NCCs og Skanskas regnskabstal er ikke blevet reformuleret til brug for sammenligningen, hvorfor nøgletallene herfra skal tages med et vis forbehold og kun anses som niveauindikatorer. Dette betyder at den investerede kapital for de to sammenligningsvirksomheder er lig summen af aktiverne.

For at skabe overblik er Sjælsøs væsentligste reformulerede hovedtal for analyseperioden opstillet nedenfor:

<i>i 1.000 kr.</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Nettoomsætning	3.643.213	6.351.192
Indtjeningsbidrag (EBITDA) <sup>47</sup>	436.549	1.097.746
Resultat af primær drift (EBIT) <sup>48</sup>	431.746	1.085.533
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT) <sup>49</sup>	305.648	830.876
Koncernresultat	315.490	855.807
Anlægsaktiver i alt	701.262	1.082.420
Arbejdskapital, netto	3.546.891	4.354.406
Investeret kapital	4.248.153	5.436.826
Koncernegenkapital	1.284.305	2.086.674
Nettorentebærende gæld	2.963.848	3.350.152
Investeret kapital	4.248.153	5.436.826

*Tabel 4.4 - Oversigt over reformuleret resultat- og balanceposter i analyseperioden.  
Kilde: Egen tilskrivning på baggrund af bilag 8.3 og 8.5*

Nøgletalsanalysen vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont model, hvori årsagssammenhængene vil blive tydeliggjort og de underliggende value-drivere identificeret. Rentabiliteten og risikoprofilen vil blive analyseret i forbindelse med gennemgangen af Sjælsøs historiske udvikling.

Ved analyse af udviklingen i Sjælsøs regnskabstal, skal der tages højde for effekten af den ændrede anvendte regnskabspraksis.

#### 4.3.1 Rentabilitetsanalyse

Selskabets rentabilitet viser dens evne til at tjene penge i form af kapitalens forrentning og en vurdering af indtjeningsevnen. Rentabilitetsanalysen viser driftsaktivitetens værdidrivere.

---

<sup>47</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation

<sup>48</sup> Earnings Before Interest and Taxes

<sup>49</sup> Net Operating Profit After Tax

Nedenstående tabel illustrerer, hvorledes Sjælsøs indtjeningssevne og rentabilitet vedrørende driftsaktiviteterne har udviklet sig i analyseperioden.

	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Overskudsgrad (OG)	8,4 %	13,1 %
Omsætningshastighed af investeret kapital (OH)	0,9	1,3
Afkastningsgrad (ROIC = OH x OG)	7,2 %	17,2 %

*Tabel 4.5 - Oversigt over Sjælsøs rentabilitet og indtjeningssevne.*

*Kilde: Bilag 8.6*

Nøgletallet ROIC,<sup>50</sup> også kaldet afkastningsgrad, viser hvor god selskabet er til at forrente den samlede investerede kapital og tager derfor ikke hensyn til forholdet af finansieringen mellem egenkapitalen og fremmedkapital.

ROIC er sammensat af to underliggende værdidrivere - ”Overskudsgrad” samt ”Omsætningshastighed af investeret kapital”.

Overskudsgraden (OG) er udtryk for hvor stor en del af omsætningen, der er tilovers til konsolidering og udbytte, dvs. hvor stor en del af omsætningen der resulterer i overskud.

Omsætningshastighed af investeret kapital (OH) viser forholdet mellem virksomhedens omsætning og den investerede kapital opgjort som balancesum. Nøgletallet beskriver hvor mange gange, den investerede kapital bliver omsat i løbet af et år. Eksempelvis viser en OH på 4, at der skal investeres 25 øre for at opnå en omsætningskrone.

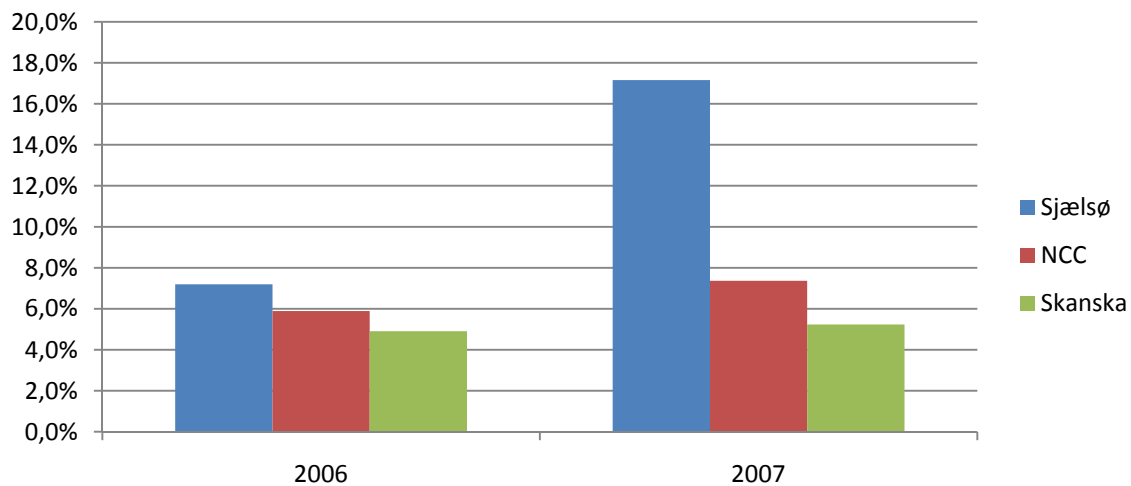
#### *Udvikling i ROIC*

Sjælsøs ROIC er steget fra 7,2 % i 2006 til 17,2 % i 2007. Årsagen til udviklingen skal både findes i OG og OH, der begge er steget med mere end 50 % fra 2006 til 2007. De bagvedliggende årsager til udviklingen vil blive identificeret og analyseret i de efterfølgende afsnit.

---

<sup>50</sup> Return On Invested Capital

Når Sjælsøs ROIC af den primære drift efter skat sammenlignes med de udvalgte sammenligningsvirksomheder, fremkommer følgende graf:<sup>51</sup>



Graf 4.1 - Sammenligning af ROIC.  
Kilde: Egen tilskrivning

Ovenstående graf illustrerer, at Sjælsøs ROIC i 2006 lå lidt over de to sammenligningsvirksomheder. Sjælsøs køb af Ikast Byggeindustri A/S samt en generel fremgang i aktiviteten har for alvor løftet Sjælsøs ROIC i 2007. Sammenligningsvirksomhederne ligger lidt på niveauet med året før.

---

<sup>51</sup> ROIC for sammenligningsvirksomhederne er beskrevet og beregnet i bilag 8.6 og 8.6.1.

### Overskudsgrad

Sjælsøs evne til at tilpasse omkostningerne til indtægterne bliver vurderet i en analyse af ROICs ene delkomponent, OG. Analysen tager udgangspunkt i en dekomponering af OG, jf. nedenstående:

	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Overskudsgrad (OG)	8,4 %	13,1 %
Dekomponering af OG:		
OG-Indtjeningsbidrag (EBITDA)	12,0 %	17,3 %
OG-Af- og nedskrivninger	-0,1 %	-0,2 %
OG-Skat	-3,5 %	-4,0 %
Dekomponering af OG-Indtjeningsbidrag (EBITDA):		
OG-Bruttoavance	17,4 %	21,4 %
OG-Kontante kap.omk. ekskl. afskrivninger	-5,4 %	-4,1 %
OG-Resultat af primær drift (EBIT)	11,9 %	17,1 %
OG-Kontante kap.omk. inkl. Afskrivninger	-5,6 %	-4,3 %
OG-Finansielle poster	0,2 %	0,3 %
OG-Koncernresultat	8,7 %	13,5 %

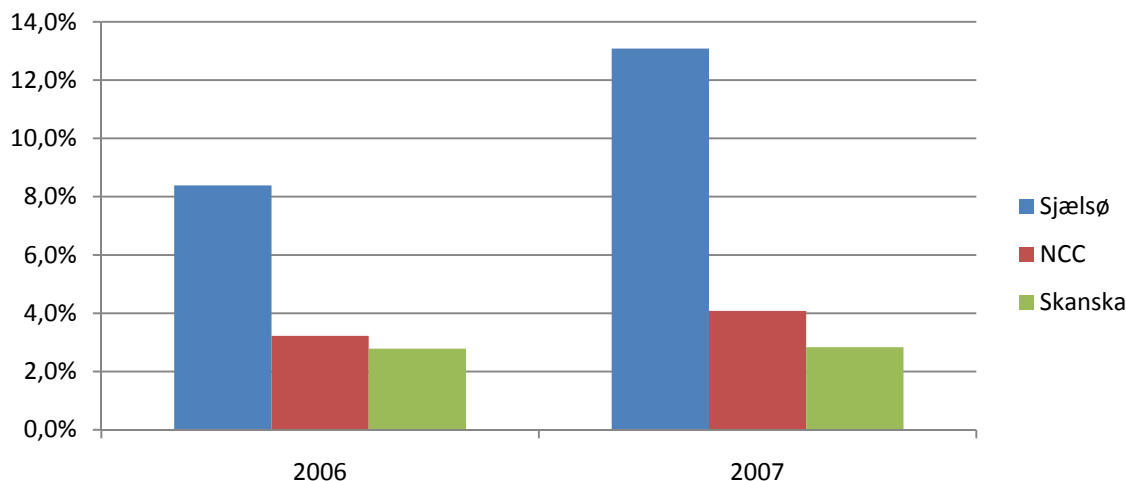
*Tabel 4.6 - Dekomponering af overskudsgraden. Kilde: Bilag 8.6.*

Af ovenstående ses, at stigningen i OG primært skyldes en stigning i ”OG-Indtjeningsbidrag (EBITDA)”. Stigningen heri skyldes, at omsætningen er steget med 74 % og NOPAT er steget 172 %, hvilket indikerer at Sjælsø er blevet væsentlig bedre til at tilpasse deres direkte- og kapacitetsomkostninger, jf. bilag 8.6.

Den forøgede ”OG-Indtjeningsbidrag (EBITDA)” kommer som en kombination af en bedre tilpasning af de direkte omkostninger, hvilket udtrykkes i ”OG-Bruttoavance”. Den er steget fra 17,4 % til 21,1 %. Samtidig er andelen af de kontante kapacitetsomkostninger faldet fra 5,4 % til 4,1 %, hvilket resulterer i den forøget ”OG-Indtjeningsbidrag (EBITDA)”.

Sjælsøs udvikling i OG har derfor haft en positiv indvirkning på ROICs udvikling fra 2006 til 2007.

Nedenfor bliver Sjælsøs OG sammenholdt med de tidligere valgte sammenligningsvirksomheder:



Graf 4.2 - Sammenligning af overskudsgrad. Kilde: Bilag 8.6

Tidligere blev det beskrevet, at Sjælsøs ROIC for 2007 lå væsentlig over niveauet for Skanska og NCC. Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at Sjælsø har en større værdiskabelse fra deres overskudsgrad end de to sammenligningsvirksomheder. Alle selskaberne har formået enten at fastholde eller forøge deres overskud på baggrund af den realiserede omsætning.

#### *Omsætningshastighed af investeret kapital*

For at få en sammenhæng til ROIC vil den anden delkomponent i ROIC, vil OH blive gennemgået. Nøgletallet giver en indikation på virksomhedens evne til at tilpasse den investerede kapital til aktivitetsniveauet.

I lighed med analysen af OG vil OH blive dekomponeret, jf. nedenstående:<sup>52</sup>

	<u>2006</u>	<u>2007</u>
Omsætningshastighed af investeret kapital (OH)	0,9	1,3
OH-Anlægsaktiver i alt	5,2	7,1
OH-Arbejdskapital, netto	1,0	1,6
OH-Immaterielle anlægsaktiver	5,9	10,4
OH-Materielle anlægsaktiver	58,2	147,5
OH-Projektbeholdninger	1,0	1,7

Tabel 4.7 - Oversigt over omsætningshastighed af investerede kapital.  
Kilde: Bilag 8.6

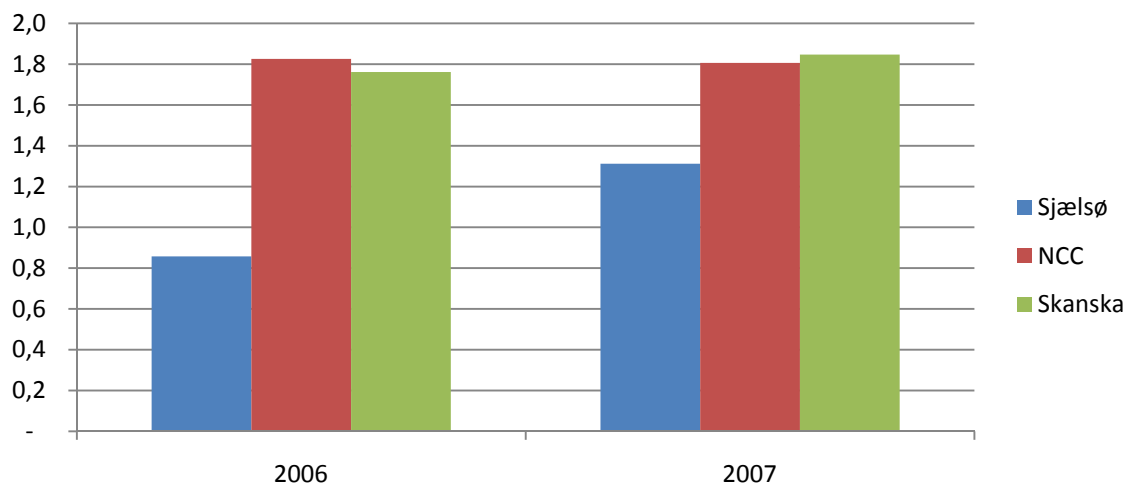
<sup>52</sup> Der er kun medtaget omsætningshastigheder, der er fundet relevante til den efterfølgende analyse



OH har ligesom OG haft en positiv virkning på udviklingen i ROIC, hvor OH er steget fra 0,9 i 2006 til 1,3 i 2007. Der har været en generel stigning i investeringerne over hele linjen, hvor projektbeholdningerne vægter tungest. Stigningen i nettoomsætningen på 74 % mod stigningen i arbejdskapitalen netto på 23 % giver et godt indblik i, hvorfor OH er steget.

Det markante udsving på "OH-Materielle anlægsaktiver" skyldes, at omsætningen er steget væsentligt i forhold til, at de materielle anlægsaktiver netto er faldet i regnskabsmæssig værdi.

Nedenfor vil Sjælsøs OH blive sammenholdt med sammenligningsvirksomheder.



Graf 4.3 - Sammenligning af OH for investeret kapital.  
Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af bilag 8.6 og 8.6.1

Sjælsøs har i perioden ikke været i stand til at omsætte den investerede kapital i samme omfang som sammenligningsvirksomhederne. Udviklingen har betydet at OH af den investerede kapital ikke længere har den samme indflydelse på forskellen i ROIC.

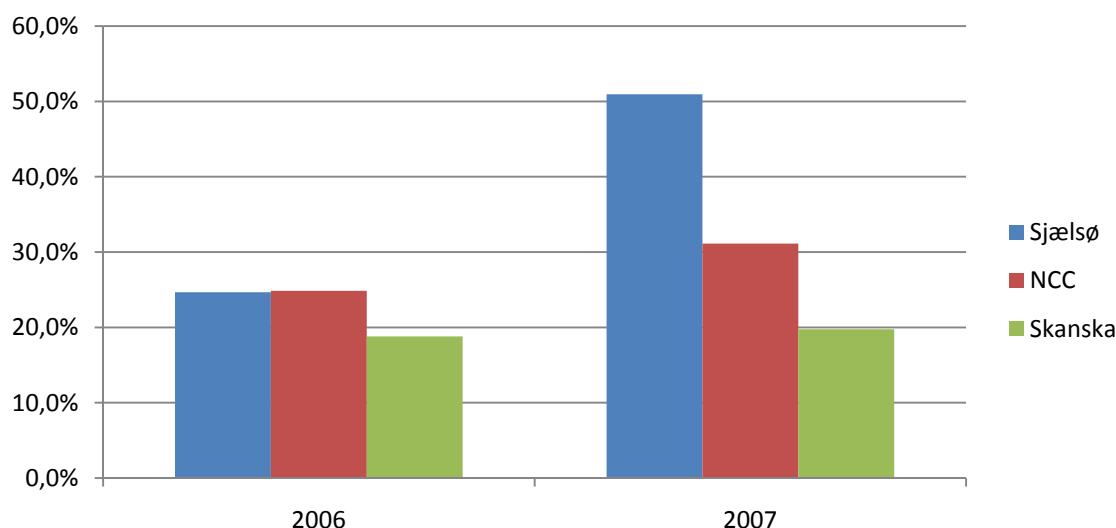
#### 4.3.2 Risikoanalyse

Ud over en analyse af rentabiliteten er det relevant at se på risiko, når man skal vurdere en virksomheds fremtid. Risiko skal ses i sammenhæng med det afkast aktionærene forventer af deres investerede kapital. Jo højere risiko, jo større afkast forventer en investor alt andet lige. Dette kaldes, at investor er risikoavers.<sup>53</sup>

<sup>53</sup>Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 197

### Egenkapitalens forrentning

Til belysning af investors investering benyttes egenkapitalens forrentning (ROE) som overordnet nøgletal. Nøgletallet kan give en indikation af, hvorvidt aktionærene får en tilfredsstillende forrentning i forhold til alternative investeringsmuligheder. Vi har i nedenstående diagram sammenlignet ROE for Sjælsø, NCC og Skanska.



Graf 4.4 – sammenligning af ROE.  
Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af bilag 8.6 og 8.6.1

Sammenligningen med NCC og Skanska skyldes, at vi ser dem som værende de største konkurrenter til Sjælsø. Det ses, at Sjælsø i 2007 skiller sig markant ud i forhold til de to andre, som ligger på samme niveau over de to år.

Ved vurdering af risiko er det ikke nok bare at se på ROE. Hvis dette var tilfældet, ville investorerne have været yderst tilfredse med den udvikling i afkastet der har været i Sjælsø, hvilket de næppe have fundet andre steder. Men det er næppe realistisk at sådan en udvikling vil holde ud i fremtiden. Derfor er det vigtigt at se nærmere på baggrunden for ROE, og den fremtidige risiko, som investor kunne have interesse i at have information omkring.

### Driftsrisiko

Udgangspunktet for en analyse af den driftsmæssige risiko er en analyse af virksomhedens omkostningsstruktur, dvs. forholdet mellem virksomhedens variable omkostninger og dens kapacitetsomkostninger. Virksomheder med høje faste kapacitetsomkostninger, kaldet kapitalintensive virksomheder, er mere følsomme for et fald i omsætningen i forhold til virk-

somheder, som har store variable omkostninger. En sådan analyse heraf er ikke blevet foretaget jf. vores afgrænsning.

I Sjælsøs tilfælde er der tale om en virksomhed med store variable omkostninger. Det ses således af regnskabet, at man har klassificeret omkostningerne i resultatopgørelsen, med hvor meget der er direkte omkostninger, og resten anses derfor som kapacitetsomkostninger. Af årsrapporten for 2007 ses det, at direkte omkostninger udgør 5.079 t.kr., mens de faste omkostninger udgør 273 t.kr.<sup>54</sup> Billedet er det samme for 2006. I og med Sjælsø har så stor en andel af variable omkostninger, vil dette betyde at disse omkostninger mere eller mindre vil falde og stige i takt med omsætningen.

Ud fra tabel 4.4 kan det konkluderes, at omsætningen er steget med 74 %, mens resultat af primær drift er steget 151 %. Af dette kan man konkludere at Sjælsø, på trods af en markant bedre omsætning, har været i stand til stort set at have uændrede kapacitetsomkostninger. Og derved ses det, at man i høj grad er god til at styre sine omkostninger i forhold til den omsætning, de har. Dette bekræftes også via OG - Resultat af primær drift - som er steget fra 11,9 % til 17,1 %, hvorved man modsætningsvis kan sige, at andelen af de samlede omkostninger er gået fra 88,1 % til 82,9 %.

Der er således ikke en tendens til, på baggrund af regnskabstallene, at være bekymret for omkostningsstyringen i Sjælsø. Man formår at tilpasse omkostninger til udviklingen i omsætningen, og selvom stigningen heri har været stor, har det ikke haft konsekvenser for kapacitetsomkostningerne.

Af kapacitetsomkostningerne udgør personaleomkostninger klart den største post. Sjælsø har fordelt størstedelen af lønomkostninger ud på projekter, og derved karakteriseret dem som direkte omkostninger. Den del der er tilbage udgør løn til HR, markedsføring og lignende.

Hvorvidt de variable omkostninger vil følge omsætningen i samme grad, når denne falder, har vi ikke haft mulighed for at kontrollere, grundet den positive udvikling i Sjælsøs økonomi. Ud fra de tal vi har analyseret, må vi dog antage, at dette er tilfældet.

---

<sup>54</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 52

### *Aktivernes omsætningshastighed*

Den største aktivpost i Sjælsøs balance er projektbeholdningerne, hvilke kan sidestilles med et varelager. Omsætningshastigheden på projektbeholdninger er gået frem i analyseperioden fra 1,0 i 2006 til 1,7 i 2007. Vi konkluderede tidligere, at årsagen i den stigende OH skyldtes en stigning i omsætningen. Således ses det, at projektbeholdningerne har ligget på samme niveau i 2006 og 2007. Spørgsmålet er, hvorvidt udviklingen i omsætningen vil fortsætte og derved opretholde den positive udvikling i OH. I forhold til det danske marked ser det ikke ud til at være tilfældet. På de øvrige markeder forventes der ligeledes om en afmatning, dog med Polen som det marked med størst potentiale pt.<sup>55</sup> Det er i den forbindelse meget vigtigt for Sjælsø, at de ikke binder for mange penge i projektbeholdningerne, hvis udsigten til at kunne afsætte dem, ikke er lige så gunstige som tidligere. Kigger man nærmere på opdelingen mellem solgte projekter og projekter for egen regning, kan man se, at udviklingen heri går i den forkerte retning. Således havde man i 2006 en 50/50 fordeling, mens den i 2007 er på 33 % solgte projekter og 66 % projekter for egen regning. Denne tendens kan være foruroligende, når man som udefrakommende investor skal vurdere risikoen for den fremtidige omsætning.

### **4.3.3 Finansiell risiko**

Analyse af den finansielle risiko tager udgangspunkt i den finansielle gearing. Den finansielle gearing udtrykker forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital. Nøgletallet har udviklet sig som følger:

	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>Halvår 08</u>
Finansiell gearing	2,3	1,9	1,6

*Tabel 4.8 - Oversigt over Finansiell gearing,  
Kilde: Bilag 8.6*

Som det ses er den finansielle gearing faldet fra 2006 til 2007. Det skyldes en forbedret egenkapital, som dels er forbedret ved en aktieudvidelse, dels det gode resultat for 2007. Når man ser nærmere på sammensætningen af netto finansielle forpligtelser, består den hovedsagelig af projektf finansiering. I 2007 udgør projektf finansieringen 5.193 mio. kr. af en samlet balancesum på 9.041 mio. kr. Denne store eksterne finansiering kommer ikke direkte til udtryk i resultatopgørelsen, da finansieringsomkostninger i byggeperioden jf. regnskabspraksis, henføres som en direkte omkostning. Derved er det vanskeligt at lave analyse på de finansielle poster, da vi ikke har mulighed for at se, hvordan de direkte om-

---

<sup>55</sup> Fondsbørsmeddelelse nr. 41, 2008

kostninger fordeler sig. Alt andet lige vil det dog have betydning for Sjælsø, at man befinder sig i et uroligt marked, hvor især banker er blevet mere påpasselige, når det kommer til finansiering i byggeribranchen.

Et kig i Sjælsøs beskrivelse af økonomiske styringsmål og risikoforhold giver anledning til at være mindre bekymret mht. den finansielle risiko. Således har Sjælsø en likvidbeholdning på 1.912 mio. kr., hvoraf de selv nævner, at 884 mio. kr. er likviditet til fri disponering. Dette dækker til fulde likviditetsmålet om at have tilstrækkelig likviditet til at dække ét års kontante driftsomkostninger for koncernen.<sup>56</sup> Sjælsø har desuden stor fokus på den finansielle risiko, herunder specifikt renterisikoen. Sjælsø mener selv, at renterisikoen har lille påvirkning på selskabet indtjening og nævner, at en ændring på 1 % -point vil have en effekt på 50 mio. kr. på projektkostninger.

Netop for at sikre usikkerheden omkring renten, har Sjælsø indgået aftale om femårige rente-swaps for 1,4 mia. kr., hvorved finansieringen af en stor del af koncernens projektbeholdning er sikret til en fast rente.<sup>57</sup> Dette bør give en vis sikkerhed og betyder samtidig, at usikkerheden omkring renten vil påvirke budgetteringen i en lille grad.

#### 4.3.4 Analyse af likviditetsrisiko

Likviditet er nødvendigt dels for at kunne betale sine fremtidige forpligtelser, dels for at kunne foretage investeringer i fremtiden, som er med til at skabe indtjening for virksomheden. Ved en analyse af likviditeten er det relevant at se på både den kort- og langsigtede likviditetsrisiko.

##### *Kortsigtet likviditetsrisiko*

Til brug for denne del af analysen har vi opstillet de historiske pengestrømme, som kan give et billede af, hvor likviditeten kommer fra, og hvor man bruger den.

<i>mio. kr.</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008(½)</b>
<i>Pengestrømme fra:</i>			
Likvidbeholdning primo	802	1.071	1.912
Driftsaktivitet	390	959	-597
Investeringsaktivitet	109	31	1
Finansieringsaktivitet	-230	-149	-187
Likvidbeholdning ultimo	1.071	1.912	1.129

Tabel 4.9 – Oversigt over pengestrømme. Kilde: Sjælsøs årsrapporter fra 2006 til 2008(½)

---

<sup>56</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 18-19

<sup>57</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 20

Som det ses af ovenstående tabel, har Sjælsø i 2006 og 2007 haft positive likviditetsstrømme fra såvel driftsaktivitet som investeringsaktivitet. Det er primært driftsaktiviteten som skaber de største pengestrømme for Sjælsø, og i 1. halvår 2008 er det også denne del som er med til at skabe en negativ udvikling i pengestrømmene. Årsagen til dette er den dårlige udvikling, der har været i markedet, og som har medført et mindre resultat samt en øget pengebinding i forbindelse med projektf finansiering.

Finansieringsaktiviteten har i gennem perioden været negativ på et stabilt niveau. Den negative pengestrøm er opstået ved udbetalt udbytte samt tilbage køb af egne aktier. Disse pengestrømme er dog også noget, man må forvente i fremtiden.

Det vil i fremtiden være essentielt for Sjælsø, at de får tilpasset deres pengebindinger vedrørende driftsaktiviteten. Tilpasningen af de direkte omkostninger er forværret en smule i 2008 i forhold til 2006 og 2007. Det er vigtigt, at forholdet mellem omsætning og omkostninger er under konstant bevågenhed, samtidig med at der ikke bindes for meget likviditet i finansiering af projekter.

#### *Langsigtet likviditetsrisiko*

Langsigtet er det vigtigt, at ledelsen i Sjælsø har likviditet til at udføre attraktive projekter når de opstår. Jf. afsnit 4.3.3, nævner Sjælsø selv, at de har en stor beholdning af frie midler, og at man stadig vil kunne finansiere nye projekter, hvis de opstår.

Den fremtidige likviditetsrisiko er i høj grad bestemt af udviklingen på kort sigt. Det er således de samme faktorer som er gældende. Det er vigtigt, at Sjælsø er i stand til at tilpasse deres omkostninger til omsætningen. Derudover er det vigtigt, at de har fokus på at få solgt projekter inden de igangsættes, således at egen finansiering undgås så vidt muligt.

#### **4.3.5 Forventninger til 2008**

I årsrapporten for 2007 var forventningerne til 2008 et generelt højt aktivitetsniveau den finansielle uro taget i betragtning. Sjælsø forventede, at der forsat ville være en god efterspørgsel efter nye projekter fra både lejere og investorer.

Situationen med et svækket ejerboligmarked betyder, at Sjælsø i 2008 vil fokusere mere på lejemarkedet med mulighed for etablering af nye boligudlejningsprojekter.

Sjælsø forventede at realisere et resultat før skat på omkring 800 mio. kr.

I halvårsrapporten blev forventningerne til resultatet reduceret til at ligge på niveauet 500 til 700 mio. kr. Grunden har været den finansielle uro, der medfører, at beslutningsprocesserne hos lejerne, investorerne og boligkøberne er blevet længere. Derfor bliver projekter udskudt, hvilket fører til en reduceret indtjening på kort sigt.

Den finansielle uro har taget hårdere på Sjælsø end forventet, og reducerer forventningerne til resultatet til nu at ligge på 250-350 mio. kr.<sup>58</sup> Dette skyldes at Sjælsø kun forventer begrænset salg af nye projekter i 4. kvart 2008.

#### **4.4 Delkonklusion**

Indledende foretog vi en vurdering af Sjælsøs årsrapporter sammenholdt med IASB's begrebsramme, hvor vi kunne konkludere, at årsrapporterne var brugbare til analyseformål. Herefter har vi foretaget en reformulering af resultatopgørelsen og balancen for at sikre sammenligneligheden til den senere nøgletalsanalyse.

Den eneste regulære ændring, vi har foretaget, er i resultatopgørelsen vedrørende skatten. Vi har således foretaget fordeling af skatten, med hvad der kan henføres til henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteten.

Første del af vores regnskabsanalyse tog udgangspunkt i en rentabilitetsanalyse, hvor vi så på ROIC og de underliggende faktorer herfor, OG og OH. I vores analyse har vi ligeledes foretaget sammenligning af Sjælsøs nøgletal i forhold til nogle af de nærmeste konkurrenter, NCC og Skanska.

Som det fremgik, forbedrede Sjælsø deres ROIC fra 7,2 % i 2006 til 17,2 % i 2007, hvilket hovedsageligt skyldtes en god udvikling i OG. Den positive udvikling kunne henføres til en bedre styring af de variable omkostninger samt et konstant niveau i de kontante kapacitetsomkostninger.

Set i forhold til konkurrenterne har Sjælsøs ROIC udviklet sig mest gunstigt i perioden. NCCs og Skanskas ROIC har begge ligget under Sjælsøs niveau i perioden, mest markant i 2007. Ser man på baggrunden, skyldes Sjælsøs positive udvikling som sagt en høj OG, hvor konkurrenterne ikke i samme grad har kunne følge med. Til gengæld har såvel NCC

---

<sup>58</sup> Sjælsø, Kvartalsnyt - oktober 2008

og Skanska formået at have en bedre OH i perioden. Dette har dog ikke i væsentlig grad forbedret deres udvikling i ROIC i forhold til Sjælsø.

I den anden del af analysen så vi på risici. Driftsmæssigt gik vi i dybden med omkostningsstyringen. Vi kunne konstatere, at Sjælsø i høj grad har været i stand til at tilpasse deres variable omkostninger tillige med de kontante kapacitetsomkostninger. Med hensyn til Sjælsøs projektbeholdning så vi en uforuroligende tendens omkring finansieringen heraf. Denne er i højere grad selvfinansieret på nuværende tidspunkt end tidligere.

Den finansielle uro på markedet generelt, vil påvirke Sjælsø i fremtiden. Dog har man foretaget foranstaltninger for at imødekomme renterisikoen, hvilket betyder, at vi ikke ser den for værende væsentlig i forhold til andre faktorer i branchen.

Likviditetsmæssigt forudser vi ingen væsentlig risiko for Sjælsø. Så længe de formår at opretholde en fornuftig balance mellem selvfinansierede og fremmed finansierede projekter, ser det fornuftigt ud.

I seneste kvartalsnyt for 2008 er Sjælsøs forventninger til det regnskabsmæssige resultat væsentligt nedsat. Således forventer man et resultat på 250-350 mio. kr. mod tidligere forventet 700-800 mio. kr. Dette skyldes at man stort set ikke forventer salg i 4. kvartal af 2008.

Regnskabsanalysens hovedformål var at finde frem til den eller de value-drivere som Sjælsø profiterer af. Vi kunne konstatere at størstedelen af omkostningerne er henført som direkte omkostninger. Således er omkostningerne i høj grad styret af omsætningen. I det næste kapitel vil vi foretage budgettering for Sjælsø. Til brug for denne vil vi tage udgangspunkt i omsætningen, da denne faktor bl.a. er styrende for størstedelen af omkostningerne, og andre poster i regnskabet.



## **5 Budgettering**

I det følgende afsnit vil der blive fokuseret på de fremtidige regnskabsresultater og pengestrømme i Sjælsø.

Det har ikke været muligt at få indsigt i Sjælsøs egne budgetter for de kommende år, og da budgettering er bindeleddet mellem fundamentalanalysen og værdiansættelsen,<sup>59</sup> vil denne i høj grad blive bygget på konklusionerne fra såvel den strategiske analyse, jf. kapitel 3, og regnskabsanalysen, jf. kapitel 4.

Budgettet for 2008 vil bygge på selskabets egen forventninger der er udmeldt i årsrapporten for 2007, halvårsrapporten for 2008 samt fondsbørsmeddelelser.

Budgetteringen er en nødvendighed, da det er vigtigt at kunne skønne over den fremtidige økonomiske udvikling for at kunne gøre brug af de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller.

Vi har valgt at den eksplicite budgetperiode fastsættes til en femårig periode, dvs. fra 2008 til og med 2012. Den forholdsvis korte budgetperiode er blevet valgt ud fra den begrundelse, at Sjælsøs branche er væsentlig konjunkturfølsom, hvorfor en længere periode vil være behæftet med for stor usikkerhed. Det er vores vurdering, at det ikke er muligt at udarbejde et budget efter 2012 uden samtidig at mindske kvaliteten i den efterfølgende værdiansættelse.

Den generelle udvikling i samfundet antages til at udgøre en stigning på 3 % årligt. Derudover forventes der ikke væsentlige ændringer i branchens interne sammensætning og forhold.

### **5.1 Nettoomsætning**

Budgetteringen af nettoomsætningen vil tage udgangspunkt i Sjælsøs hovedmarkeder, da vi vurderer at udviklingen er forskellig mellem markederne, hvorved vi vil opnå det mest retvisende billede.

---

<sup>59</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 241

Nedenfor har vi opstillet to tabeller, hvori andelen af markederne der bidrager til Sjælsøs samlede nettoomsætning samt vores hovedestimer af nettoomsætningen for de enkelte markeder fremgår:

	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
Danmark	65 %	60 %	55 %	50 %	50 %	50 %
Sverige	12 %e	14 %	14 %	15 %	15 %	15 %
Norge	5 %e	5 %	7 %	8 %	10 %	10 %
Finland	4 %e	5 %	7 %	8 %	10 %	10 %
Polen	14 %e	16 %	17 %	19 %	15 %	15 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

*Tabel 5.1 – Markedernes andel af nettoomsætningen, egen vurdering*

Det er Sjælsøs målsætning at ca. op imod halvdelen af omsætningen skal komme fra aktiviteter uden for Danmark,<sup>60</sup> hvilket vi vurderer først bliver realiseret til fulde i 2010. Derudover vurderer vi på baggrund af vores strategiske analyse, at størstedelen af omsætningen, i begyndelsen vil komme fra Sverige og Polen. På længere sigt vil forskellen mellem de udenlandske markeder udjævnes, da vi vurderede at der var muligheder for at produktudvikle i Norge og Finland.

Til baggrund for opstillingen ligger, at 35 % af nye indgåede aftaler i 2007 vedrører udenlandske aktiviteter.<sup>61</sup> Derudover er der taget udgangspunkt i årsrapporten 2007, halvårsrapport 2008 samt kvartalsnyt fra 1. og 3. kvartal 2008.

	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
Danmark	-41 %	-14 %	-4 %	7 %	16 %
Finland	2 %	4 %	5 %	8 %	10 %
Norge	2 %	4 %	5 %	8 %	10 %
Polen	6 %	10 %	8 %	6 %	6 %
Sverige	3 %	3 %	5 %	6 %	8 %
Netto	-23 %	-5 %	1 %	7 %	13 %

*Tabel 5.2 – Udvikling i nettoomsætning på hovedmarkeder*

Vi vurderer, at Sjælsøs omsætning vil følge udviklingstendenserne i BNP, beskrevet i den strategiske analyse. Sammen med BNP vil Sjælsøs omsætning udvikle sig positivt fra 2010e og frem.

De efterfølgende afsnit tager udgangspunkt i vores strategiske og regnskabsmæssige analyse, hvor baggrunden for vores estimer uddybes.

---

<sup>60</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 17

<sup>61</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 19

### *Danmark*

Faldet i nettoomsætningen på 41 % skal ses som en kombination af faldende efterspørgsel samt at Danmark vil bidrage med en mindre del af den totale omsætning. Det er vores vurdering, at omsætningsandelen fra Danmark falder med 5 %-point hvert år indtil år 2010, jf. tabel 5.1.

Den nuværende situation på de finansielle markeder har medført, at investorerne har fået sværere ved at låne penge, og at der derfor kræves en betydelig egenfinansiering.<sup>62</sup>

Dette medfører, at beslutningsprocesserne bliver længere, og projekter vil blive udskudt til senere år, hvortil der følger en forskydning af indtjening.

Samtidig er det Sjælsøs vurdering i kvartalsrapporten for 3. kvartal 2008, at der ikke vil være den store aktivitet det sidste kvartal af 2008.

Fremadrettet vurderer Sjælsø, at der er gode muligheder for udvikling i retail- og erhvervsmarkederne, hvilket ikke har været ramt på samme måde af finanskrisen som boligmarkedet.

Det er samtidig vores vurdering, at der stadig ligger muligheder for Sjælsø i retail- og erhvervsmarkederne, hvorfor der fra 2010 igen vil være fremgang i omsætningen for Danmark.

### *Finland*

Sjælsøs fokus på Finland er primært på retailprojekter, hvortil Sjælsø forventer at kunne udbygge deres position fremadrettet. Udviklingen i den finske økonomi har de seneste år været over EU gennemsnittet,<sup>63</sup> og med Finland som det 10. største aftagerland af danske eksportvarer i 2007, er det vores vurdering, at Sjælsøs omsætning og markedsandel vil stige de kommende år.

### *Norge*

Ligesom i Finland er det primære fokus i Norge på udvikling af nye retailprojekter. Her er fokus på den sydlige del af landet, hvor befolkningstætheden er størst, og hvor Sjælsø vurderer at behovet for retailprojekter er størst.

---

<sup>62</sup> Artikel: Kreditkrisen bremser erhvervsbyggeri

<sup>63</sup> Dansk Erhverv, Landeanalyse - Finland

Sjælsø beskriver selv, at det norske marked for retailprojekter de sidste par år har været i vækst, hvilket understøttes af Dansk Erhvervs markedsanalyse af Norge den 2. april 2008.

Dansk Erhverv forventer, at der stadig fremover vil være fornuftige vækstrater i Norge, dog ikke på et lidt lavere niveau end tidligere.<sup>64</sup>

Det er vores vurdering, at Sjælsø vil forsøge at udnytte denne vækst, og udvide deres markedsposition på det norske marked de kommende år.

### *Polen*

Udviklingen på det polske ejendomsmarked er ikke påvirket af finanskrisen i samme grad som i Danmark.

Der er begyndt at komme en øget interesse for investeringer i Østeuropa,<sup>65</sup> hvor efterspørgsel fra internationale lejere og investorer, som ønsker at positionere sig i Polen, er stigende. Derfor vil væksten ikke blive påvirket i samme grad af finanskrisen som i Danmark.

Sjælsøs position på det polske marked er stadig begrænset, hvorfor vi vurderer at der er mange muligheder på markedet. Derfor er det vores vurdering, at Sjælsø vil udvide deres markedsandel samt opleve en fornuftig vækst.

### *Sverige*

Vores forventninger til Sverige er mere afdæmpede end de øvrige udenlandske markeder, da markedet til dels ligner det danske, men ikke er blevet mættet på samme måde endnu. Der forventes dog en mindre vækst i 2008, end de tidligere år.<sup>66</sup> Sjælsø er begyndt at fokusere på alle typer af ejendomsprojekter i Sverige, og Sjælsø beskriver selv, at der på retailmarkedet stadig er en fornuftig efterspørgsel fra lejere til velbeliggende projekter. Derudover er Sverige befolknings- og arealmæssig et relativt stort marked, med forsat mange muligheder i storbyerne.

## **5.2 Omkostninger**

Vi har valgt at opdele budgetteringen af omkostninger i omkostningsgrupper, således at direkte omkostninger og kapacitetsomkostninger budgetteres særskilt. Årsagen hertil er, at

---

<sup>64</sup> Dansk Erhverv, Landeanalyse - Norge

<sup>65</sup> Deloitte – Pressemeldelser: Europæisk fusionsbølge fortsætter til trods for finanskrisen d. 7. juli 2008

<sup>66</sup> Artikel: Landeanalyse - Sverige

hver for sig har omkostningerne udviklet sig forskelligt. Med den valgte metode er det muligt at lave et mere retvisende estimat af udviklingen i budgetperioden og i sidste ende opnå et mere præcist resultat i vores senere værdiansættelse.

I budgetteringen af omkostningerne, antages det at Sjælsø opretholder og udbygger deres strategiske netværk. Dette er med til at holde omkostningerne på et forholdsvis konstant niveau.

### 5.2.1 Direkte omkostninger

De direkte omkostninger er budgetteret samlet på koncernniveau, da det ikke har været muligt at opdele disse. En opdeling ville have været optimal, dog vurderes forholdet ikke for værende af væsentlig karakter for den videre budgettering samt værdiansættelse.

Et udpluk fra anvendt regnskabspraksis i Sjælsøs årsrapport 2007 beskriver de direkte omkostninger som:

*”Direkte omkostninger omfatter omkostninger som direkte kan henføres til omsætningen, herunder regnskabsmæssig værdi af solgte ejendomme, handelsomkostninger, liggetidsomkostninger samt finansieringsomkostninger i byggeperioden. Endvidere indgår omkostninger vedrørende afgivne leje Garantier samt eventuelle nedskrivninger af projektbeholdningen eller igangværende solgte projekter. Direkte omkostninger omfatter herudover omkostninger til mulige nye projekter.”*

Derfor har vi valgt, at budgetteringen af de variable omkostninger skal tage udgangspunkt i ”OG-Bruttoavance”, der er oplistet nedenfor og ligeledes fremgår af nøgletalsanalysen i bilag 8.6.

	2006	2007	Halvår 08	Middel
OG-Bruttoavance	17,4 %	21,4 %	14,4 %	17,7 %

Tabel 5.3 - Oversigt over OG-Bruttoavance, Kilde: Egen tilvirkning

De variable omkostninger for 2008e tager udgangspunkt i ”OG-Bruttoavance” for halvår 2008 på 14,4 %, da vi mener, at dette vil give det mest retvisende billede. Det kan ofte være svært at styre de direkte omkostninger fuldt ud i en nedgangsperiode.

Fremadrettet, startende fra 2009e vurderer vi, at Sjælsø igen kan forbedre deres direkte omkostninger, og for budgetperioden ud vil der blive budgetteret med en ”OG-

Bruttoavance” med gennemsnittet på 17,7 %. I 2012e vurderer vi at Sjælsø forbedrer deres bruttoavance til nu at ligge på 18 %. Niveaue for budgetteringen vurderes rimelig, set i forhold til tidligere års OG-bruttoavancer der har ligget mellem 19 % og 26 %, hvorimod konkurrenterne NCC og Skanska har haft en OG-bruttoavance på omkring 10 %.

### 5.2.2 Kapacitetsomkostninger

Budgetteringen af de kontante kapacitetsomkostninger er foretaget på baggrund af antagelsen om, at disse omkostninger ikke vil variere væsentligt med salget. Vi vurderer, at Sjælsø ikke vil afskaffe eller anskaffe væsentlige kapacitetsomkostninger i analyseperioden, hvorfor disse stiger med 3 % årligt. De 3 % fremkommer som den normale inflation og regulering i prisindeks.

Kapacitetsomkostningerne for 2008e, tager udgangspunkt i halvåret 2008, der er ganget op til det dobbelte.

### 5.2.3 Finansielle poster

Vi har valgt, at budgetteringen af de finansielle omkostninger skal tage udgangspunkt i den rentebærende gæld. I analyseperioden har renterne udgjort mellem 0,3 % og 0,4 % af den rentebærende gæld. Grundet de stigende renter har vi valgt at budgettere med et forhold, der udgør 0,35 % af den rentebærende gæld. Vi har endvidere vurderet, at de finansielle omkostninger vil stige og falde i takt med optagelse og afdrag på gælden.

De finansielle indtægter er blevet estimeret til gennemsnitlig at udgøre 0,6 % af nettoomsætningen i analyseperioden. Budgetteringen af de finansielle indtægter vil derfor for hele perioden tage udgangspunkt i denne sats.

### 5.2.4 Skat

I analyseperioden har Sjælsø haft følgende effektive skatteprocenter:<sup>67</sup>

	2004	2005	2006	2007
Effektiv skatteprocent	30,2 %	26,3 %	28,2 %	22,6 %

*Tabel 5.4 - Oversigt over effektive skatteprocenter,  
Kilde: Egen tilvirkning*

Vi har i budgetperioden taget udgangspunkt i de gældende skatteregler, således at selskabsskatten for det første budgetår vil være 25 %.

---

<sup>67</sup> Sjælsø årsrapport for 2005, 2006 og 2007.

Skatteministeriet har tidligere foreslået en sænkning af skattesatsen til 22 %, <sup>68</sup> hvor den dog efterfølgende blev ændret til 25 %. Vi synes ikke, at vi har mulighed for at vurdere, om der inden for vores budgetperiode vil være en yderligere sænkning fra de 25 %, hvorfor resten af perioden ligeledes tager udgangspunkt i en skattesats på 25 %.

Der vil ikke blive taget hensyn til, at dele af Sjælsøs omsætning sker via datterselskaber, som opererer i Skandinavien og Polen, hvor skattereglerne samt selskabsskatteprocenterne er individuelle for de enkelte lande.

Der bliver ligeledes ikke taget hensyn til eventuelle acotobetaling af skat i årets løb, hvorfor den skyldige skal ultimo er lig med den aktuelle skat.

Det skal yderligere tilføjes, at regnskabsposten selskabsskat er medtaget som en kalkulatorisk post, hvorfor der ikke tages højde for gældende skattelovgivning. Derfor bliver der ikke taget højde for de skattemæssige regler for permanente – og tidsmæssige tillæg/fradrag. Grunden til at vi ikke har foretaget tilnærmende skatteberegninger skyldes, at datagrundlaget ikke er tilstrækkelig detaljeret, samtidig med at indsigten i selskabets skatteregnskab ikke er til stede. Derudover vurderes det, at nytteværdien heraf til den efterfølgende værdiansættelse ikke vurderes for værende høj.

I denne forbindelse vil det udskudte skatteaktiv, der er klassificeret under anlægsaktiver, blive reguleret med 3 % årligt. Dette er det samme niveau som anlægsaktiverne. Se afsnit 5.2.6 for mere herom.

### **5.2.5 Udbytte**

I de sidste 5 år har Sjælsø udbetalt udbytte til deres aktionærer, hvor der i 4 år er blevet udbetalt 4 kr. pr. aktie. <sup>69</sup> Vi vurderer at Sjælsø vil opretholde disse uddelinger og give noget tilbage til deres aktionærer i form af udbytter. Derfor er der i budgetperioden blevet budgetteret med en årlig udlodning med 4 kr. pr. aktie.

### **5.2.6 Anlægsaktiver**

Der afskrives ikke på goodwill og de finansielle anlægsaktiver. Med hensyn til udviklingen i budgetperioden, er indsigten i selskabets strategier ikke tilstede, hvorfor begge poster vil

---

<sup>68</sup> Artikel: SkatteNyt 2007-04 - Omlægning af selskabsskatten - Indgreb mod kapitalfonde og CFC

<sup>69</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 11

være på niveau med halvår 2008, men en årlig regulering på 3 %. Kapitalandelene i associerede virksomheder vurderes til at ligge på niveau med 2007.

Udviklingen i skatteaktivet er beskrevet i afsnit 5.2.4.

Vi vurderer, at Sjælsø vil opretholde deres materielle anlægsaktiver, som de ser ud ved halvår 2008 med en årlig regulering på 3 %. Dette betyder, at vi budgetterer med, at Sjælsø investerer, hvad der svarer til årets afskrivninger og ikke foretager nyinvesteringer. Grunden til de manglende nyinvesteringer, ud over afskrivningerne, skal ses i sammenhæng med Sjælsøs forretningsmodel, der er beskrevet i den strategiske analyse.

Sjælsøs investeringsejendomme er ejendomme, der besiddes for at generere lejeindtægter eller kapitalgevinster på længere sigt. Derudover kan der være tale om strategisk beliggende grunde uden konkrete planer for arealanvendelsen. Grundet markedssituationen er det vores vurdering, at Sjælsø vil forøge deres investeringsejendomme med 10 % i forhold til året før i 2009 og 2010. Derefter er det vores vurdering, at det igen vil være attraktivt at sælge disse, hvorfor der i 2011 og 2012 vil være et fald på 20 %. Der bliver ikke taget højde for op- eller nedskrivninger på investeringsejendommene.

I vores analyseperiode har afskrivningerne udgjort 0,5 % af driftsmateriel og inventar. Derudover har Sjælsø solgt deres "Grunde og bygninger", og "Immaterielle rettigheder mm." er nedskrevet til 4 t.kr. ultimo 2007. Samtidig afskrives der ikke på "Goodwill", "Investeringsejendomme" og "Finansielle anlægsaktiver".

Afskrivningerne vil tage udgangspunkt i 0,5 % af "Grunde og bygninger", og der vil i 2008 blive afskrevet det sidste på "Immaterielle rettigheder mm.", hvor afskrivninger tilknyttet til direkte omkostninger vil blive medregnet i de direkte omkostninger.



### 5.2.7 Projektbeholdninger og tilgodehavender

Vi har valgt at budgettere Sjælsøs projektbeholdninger og tilgodehavender fra salg ud fra omsætningen som value-driver. Omsætningshastighederne for både projektbeholdninger og tilgodehavender fra salg har været svingende, jf. regnskabsanalysen bilag 8.6 og nedenstående.

	2006	2007	halvår 2008	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Projektbeholdning	1,0	1,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,2
Tilgodehavende fra salg	2,6	3,6	1,3	1,4	1,7	2,0	2,3	2,5

*Tabel 5.4 - Analyse af udviklingen i projektbeholdninger og tilgodehavender fra salg*

Taget den nuværende markedssituation samt fremtidsudsigterne i betragtning, har vi fastsat omsætningshastighederne for Sjælsø, jf. ovenstående.

Projektbeholdningernes omsætningshastighed fastsættes til at ligge under 1 i 2008e, da den ved halvår 2008 var 0,8. Vi vurderer at omsætningshastigheden først kommer til at være over 1 i 2010e. Baggrunden herfor er, den tidligere omtalte økonomiske udvikling, der vurderes til at udvikle sig positivt fra 2010e. Omsætningshastigheden for projektbeholdningernes har derfor en negativ likviditetsmæssigt påvirkning i 2008e.

Derudover er det Sjælsøs mål at opretholde en grunde-/ejendomsportefølje, der gør det muligt altid at tilbyde nye projekter på attraktive beliggenheder.

Grunden til at omsætningshastigheden for 2008 ligger over halvår 2008 er, at vi vurderer at der vil udgå projekter, der allerede er medregnet i omsætningen.

Sjælsø er en professionel virksomhed, der efter vores vurdering vil være i stand til at vende en negativ udvikling fra 2007 til halvår 2008 på tilgodehavende fra salg. Det antages, at Sjælsø alt andet lige vil have fokus på at indhente deres udestående fra salget.

### 5.2.8 Andre tilgodehavender

Vi vurderer ikke at have tilstrækkelig information og specifikationer vedr. posterne ”Tilgodehavender hos associerede virksomheder”, ”Andre tilgodehavender” og ”Forudbetalte omkostninger”, hvorfor disse bliver reguleret med 3 % årligt.

### 5.2.9 Gæld

I budgetteringen af Sjælsøs leverandører af varer og tjenesteydelser samt projektfinsiering fra kreditinstitutter har vi valgt, ligesom projektbeholdninger og tilgodehavender fra salg, at tage udgangspunkt i omsætningen som value-driver, jf. bilag 8.6.

	halvår							
	2006	2007	2008	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Leverandører af varer og tjenesteydelser	5,0	8,7	6,7	6,8	7,0	7,5	8,0	9,0
Kreditinstitutter, projektfinsiering	0,9	1,4	0,6	0,7	0,8	1,1	1,2	1,2

*Tabel 5.5 - Analyse af udviklingen i leverandører og projektfinsiering*

De to første års budgettering af leverandører af varer og tjenesteydelser tager udgangspunkt i gennemsnittet af 2006 til halvår 2008. Derefter vil der, ligesom på de andre poster i budgettet, igen begynde at være en positiv udvikling.

Projektfinsieringen budgetteres til 0,1 point bedre end ved halvår. Dette er begrundet med vurderingen af, at der bliver færdiggjort og solgt projekter i andet halvår 2008. Her vil omsætningshastigheden først runde 1 i løbet af 2010e.

Vores vurdering af fordelingen mellem lang- og kortfristet gæld er, at 60 % vedrører den langfristede del, og de sidste 40 % vedrører den kortfristede.

Posten ”Acontobetaling, projektsalg” har i gennemsnit fra 2006 til 2007 udgjort 3,8 % af projektbeholdningen, hvilket der ligeledes er blevet budgetteret med i budgetperioden.

Det antages, at skyldige købesummer for ejendomme og datterselskaber vil være udlignet ved udgangen af 2008.

De øvrige forpligtigelser, der indgår under passiverne tager udgangspunkt i billedet fra halvåret 2008 og bliver årligt reguleret med 3 %, da datagrundlaget ikke er tilstrækkelig detaljeret til at foretage en konkret vurdering.

### 5.2.10 Egenkapital

Egenkapitalen er budgetteret med værende egenkapital primo tillagt årets resultat inklusiv forslået udbytte for regnskabsåret.

## 5.3 Delkonklusion

Med udgangspunkt i ovenstående forudsætninger for budgettering har vi opstillet nedenstående tabel, der viser budgetteringen hovedestimer. For budgetteringen på detailniveau henvises til bilag 8.7.

<i>i mio. kr.</i>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
Nettoomsætning	4.890,4	4.645,9	4.692,4	5.020,8	5.673,5
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	419,7	531,1	530,5	579,7	700,5
Resultat af primær drift (EBIT)	414,1	529,8	529,2	578,4	699,1
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	310,6	397,4	396,9	433,8	524,4
Koncernresultat	314,2	403,0	406,8	444,9	536,9
Resultat efter udbytte	314,2	297,4	301,2	339,4	431,3
Anlægsaktiver i alt	1.022,4	1.068,0	1.118,0	1.012,2	927,8
Omsætningsaktiver i alt	9.896,3	9.006,1	7.680,9	8.270,4	9.412,9
Investeret kapital	10.918,8	10.074,1	8.798,9	9.282,6	10.340,8
Koncernegenkapital	2.404,3	2.701,8	3.003,0	3.342,4	3.773,7
Gæld i alt	8.618,7	7.372,3	5.795,9	5.940,2	6.567,1
Passiver i alt	11.023,0	10.074,1	8.798,9	9.282,6	10.340,8

*Tabel 5.6 - Oversigt over resultat- og balanceposter for budgettet*

I vores budgettering er det primært value-driveren omsætning, der ligger til grund for budgettering af de fremtidige budgetperioder.

Baggrunden for budgetteringen ligger i vores strategiske analyse, regnskabsanalysen samt generelle forudsætninger vedrørende fremtidsudsigterne til verdensøkonomien, der udmunder i vores budget for en femårig periode.

Det skal igen bemærkes, at der er en stor usikkerhed ved vores femårige budgetperiode. Udviklingen på det nuværende marked er svær at forudse, hvilket kan medføre at det udvikler sig mod vores forventninger. Derfor vil vi som følge heraf lave følsomhedsanalyser på ændringer i faktorerne og usikkerheden til budgetteringen illustreres for værdiansættelsesmodellerne.

Vi er af den opfattelse, at vores budget og estimat af Sjælsøs fremtidige økonomiske udvikling er blevet udarbejdet, så det giver det mest retvisende billede. Vores vurdering er den, at vi nu uden yderligere forudsætninger kan udarbejde vores værdiansættelse på baggrund af vores budgettering og estimater.

På baggrund af den strategiske analyse, ligger der overordnet en forventet stagnation på markedet for 2008e og 2009e. Fra 2010e og frem budgetteres der med en positiv udvikling og tendens på markedet.

## 6 Værdiansættelse

I de foregående 3 afsnit har vi først analyseret på Sjælsøs finansielle og ikke-finansielle værdidrivere, som lagde grunden for vores budget. Budgettet skal nu anvendes i selve værdiansættelsen af Sjælsøs kursværdi.

Overordnet set opereres med 4 værdiansættelsesmodeller; kapitalværdibaserede-, relative værdiansættelses-, substansværdi- og optionsmodeller. Vi vil, jf. vores afgrænsning, ikke foretage værdiansættelse med de to sidstnævnte modeller.

De nævnte modeller er overordnede metoder til værdiansættelse. Således findes der under hver model flere undermodeller. Teoretisk vil værdierne der fremkommer af undermodellerne være den samme.

Vi har valgt Cash Flow-modellen FCFF<sup>70</sup> og residualindkomstmodellen RIDO til brug for værdiansættelse. Dernæst vil vi ved hjælp af den relative værdiansættelsesmodel P/E sammenholde Sjælsøs værdi med deres konkurrenter, som vi også tidligere har inddraget i opgaven.

### 6.1 Den diskonterede cash-flow model

Der findes to modeller af den diskonterede cash-flow model – direkte og indirekte. Vores værdiansættelse vil tage udgangspunkt i den indirekte model. Den indirekte model måler udelukkende virksomhedens værdi på baggrund af driftsaktiviteten, og tager således ikke hensyn til hvorledes virksomheden er finansieret.<sup>71</sup>

Modellen baseres på det frie cash-flow som er udtryk for den dividende der er til fordeling mellem virksomhedens kapitalindskydere – långivere og ejere.<sup>72</sup>

For beregning af nutidsværdien skal cash-flowet tilbagediskonteres. Dette sker ved anvendelse af WACC<sup>73</sup> som diskonteringsats.

Tilbagediskontering sker på baggrund af budgetterede tal. I vores tilfælde er den eksplicite budgetperiode 5 år, jf. afsnit 5. Da modellen tager udgangspunkt i budgetterede tal, giver

---

<sup>70</sup> Free Cash Flow to the Firm

<sup>71</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 35

<sup>72</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 42

<sup>73</sup> Weighted Average Capital Cost

det visse usikkerheder i forhold til brugen af den. Det kræver relativ stor baggrundsviden og indsigt i virksomheden, for at kunne foretage en forholdsvis præcis budgettering.

Vores indsigt i Sjælsø har været begrænset til deres årsrapporter, samt anden eksternt materiale som vi har kunne finde i medierne. Der vil således være visse usikkerheder forbundet med vores budgettering, og derved med de beregnede fremtidige cash-flows. Dog mener vi, at vi på baggrund af både den strategiske analyse, samt regnskabsanalysen kan foretage en fornuftig værdiansættelse med FCFF-modellen og derved bruge den som indikator til sammenligning med kursværdien af Sjælsø.

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

*Ligning 6.1 - FCFF-modellen<sup>74</sup>*

## 6.2 Residualindkomst-modellen

Ligesom ved den diskonterede cash-flow model, findes der to residualindkomst-modeller, den direkte og den indirekte. Vi har her valgt at tage udgangspunkt i den indirekte model med de samme begrundelser som i afsnit 6.1.

Den indirekte model RIDO tager udgangspunkt i den investerede kapital primo og en tilbagediskontering af det fremtidige afkast. Modellen værdiansætter således en virksomhed ud fra virksomhedens evne til at skabe værdi af den investerede kapital, i forhold til afkastkravet.

RIDO-modellen udmærker sig ved at være forholdsvis neutral over for valg af regnskabsprincipper m.v. Svagheden ved modellen er, at kravet om estimeringen af fremtidige kapitalomkostninger, som en grundliggende del i værdiansættelsesmodellen, idet dette vil være forbundet med en vis usikkerhed.

$$V_0^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1+wacc)^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

*Ligning 6.2 - RIDO-modellen<sup>75</sup>*

---

<sup>74</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang side 33

<sup>75</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang side 33

## 6.3 Prismultiplemodellen

Prismultiplemodellen er en relativ værdiansættelsesmodel, hvor markedsprisen sættes i forhold til en værdiindikator, såsom overskud, egenkapital eller salgsindtægter.<sup>76</sup> Vi vil anvende denne model til sammenligning af Sjælsøs værdi i forhold til de tidligere anvendte sammenligningsvirksomheder, jf. regnskabsanalysen, afsnit 4.

Ved brug af prismultiplemodellen skal man som nævnt vælge en relevant værdiindikator. Der kan være tale om Price/Earnings (P/E), Price/Equity (P/B), Price/Sales (P/S) og Price/EBITDA (P/EBITDA). Det er op til den enkelte analytiker at fastsætte hvilken multiple der benyttes. Ved værdiansættelse af den pågældende virksomhed benyttes f.eks. gennemsnittet af de sammenlignelige virksomheders P/E værdi som multipliceres med virksomhedens overskud (Earning). Dette giver analytikeren en indikation af hvorvidt selskabet er relativt dyrere eller billigere end de sammenlignelige selskaber.

For brug af prismultiplemodellen stilles der imidlertid de samme krav til datakvaliteten som de øvrige værdiansættelsesmodeller. Specielt når der er tale om sammenligning af forskellige virksomheder. For det første skal virksomhederne der sammenlignes med, skal anvende de samme regnskabsprincipper på de væsentligste områder. For det andet skal virksomhederne have (omtrent) samme forventede vækst i omsætning og indtjening. Modellen benyttes som et "sikkerhedstjek" af virksomhedens værdi, set i forhold til de andre værdiansættelsesmodeller.

I regnskabsanalysen, afsnit 4.3, valgte vi NCC og Skanska som sammenligningsvirksomheder. Vi kunne konstatere at de ligesom Sjælsø aflægger regnskab efter IFRS, hvilket sikrer os et rimeligt sammenligningsgrundlag. Vi har herudover ikke foretaget yderligere analyse, og vi vurderer, at datagrundlaget til brug for prismultiplemodellen sikrer et rimeligt fornuftigt resultat.

Vi har valgt at bruge EBITDA som multiple i vores prismultiplemodel. Dette skyldes at multiplen viser periodens overskud før renter, afskrivninger og renter, hvor der ofte i regnskabspraksis kan være forskelle, hvilket kan medføre resultatforskelle.

---

<sup>76</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 57

## 6.4 Værdiansættelse med FCFF-modellen

Værdiansættelse med FCFF-modellen kræver, at der fastsættes nogle faktorer inden selve værdien af Sjælsø kan bestemmes. Dette vil blive gjort i de efterfølgende afsnit.

### 6.4.1 WACC

Vi omtalte tidligere WACC, som i den indirekte model udgør de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC bruges som tilbagediskonteringsrate i forbindelse med fastlæggelse af det frie cash-flow. Beregningen af WACC foretages ud fra følgende formel:

$$WACC = G * r * (1 - t) + EK * k_e$$

hvor

WACC	=	vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger
G	=	gældsandel i procent
EK	=	egenkapitalandel i procent
r	=	effektiv lånerente i procent for fremmedkapital
$k_e$	=	Ejerafkastkravet
t	=	effektiv skatteprocent

*Ligning 6.3 - WACC<sup>77</sup>*

Vi har valgt at lave beregning af WACC for hvert år i budgetperioden, og derefter benytter vi gennemsnittet af de 5 år i vores videre beregning. Årsagen hertil skal findes i, at forholdet mellem gæld og egenkapital naturligt varierer over budgetperioden. Det er vores vurdering, at dette gør modellen mere dynamisk.

Resultatet af WACC ud fra de opstillede data er opstillet i bilag 8.8.

### 6.4.2 Effektiv lånerente

Lånerente er selvsagt den rente Sjælsø må betale for at låne penge. Lånerente vil blive fastlagt ud fra de givne oplysninger vi er i besiddelse af. Jf. Sjælsøs årsrapport består størstedelen af gælden af banklån, som er finansieret i anerkendte realkreditinstitutter. Løbetiden er typisk 1-3 år, og afvikles i takt med at projekterne færdiggøres.

Sjælsø oplyser at den gennemsnitlige lånerente er på 6,5 % i 2007. Som nævnt i afsnit 4.3.3 har Sjælsø indgået aftale om en femårig renteswap. Vi kender ikke denne aftales vilkår, men det betyder alt andet lige at Sjælsø ikke vil blive påvirket af renteændringer i samme grad som det almindelige individ i samfundet. For 2008 tror vi, at de vil opleve en

---

<sup>77</sup> Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 240



mindre stigning i renten, inklusiv diverse aftaler taget i betragtning. De efterfølgende år forudser vi en faldende rente, hvilket kommer af vores makroanalyse. Udviklingen kan ses af bilag 8.8.

### 6.4.3 Ejers afkastgrad

Når en investor investerer i en virksomhed som Sjælsø, er det med forventning om et afkast der er større end hvad investor kunne have fået ved at sætte pengene i banken. Dette skyldes risikoen der er forbundet hermed. En investor er alt andet lige risikoavers, hvor forventningen til investeringen afhænger af risikoens størrelse.

Vi vil fastsætte ejers afkastgrad efter CAPM-modellen.<sup>78</sup> Bestemmelse af denne vil blive foretaget ud fra følgende formel:

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

hvor

$k_e$	=	Ejers afkastgrad
$r_f$	=	Risikofri rente
$\beta$	=	Beta (systematisk risiko)
$r_m$	=	Afkast på markedsporteføljen
$(r_m - r_f)$	=	Markedets risikopræmie

Ligning 6.4 – Beregning af ejers afkastgrad

Den risikofri rente vil i teorien være lig med renten på en nul-kuponobligation. I praksis vil man dog anvende den effektive rente for den toneangivende tiårige statsobligation som estimat.<sup>79</sup> Det nærmeste vi kan komme en tiårig statsobligation er den ”4 % Danske Stat St. Lån 2017”, hvor den effektive rente pr. 27. november 2008 udgjorde 3,87 %.<sup>80</sup>

Betaværdien udtrykker risikoen i aktien i forhold til en lignende investering i en anden aktie. I tabellen nedenfor kan ses en tolkning af betaværdierne.

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Tabel 6.1 - Tolkning af beta<sup>81</sup>

Som det ses af tabellen udtrykker en beta over én at risikoen for en investor ved at investere i en virksomhed er større, end hvis investor havde valgt en gennemsnitlig investering fra

---

<sup>78</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 50

<sup>79</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 51

<sup>80</sup> Hjemmeside: <http://www.nasdaqomxnordic.com/Bonds/Denmark/microsite?Instrument=CSE32960>

<sup>81</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 53

markedsporteføljen. Denne større risiko afspejles i ejers afkastkrav som ligeledes vil være større, des højere beta.

Betaværdien fastsættes dagligt for noterede virksomheder. Beta udgør pr. 28. november 2008 1,48 for Sjælsø.<sup>82</sup>

Således må det konkluderes at der er en væsentlig risiko forbundet med investering i Sjælsø på nuværende tidspunkt. Baggrunden for euroinvestor.dk fastsættelse af betaværdien på 1,48 vil ikke blive gennemgået yderligere.

Markedets risikopræmie er udtryk for det tillæg som kræves for at investere i aktier frem for en risikofri investering (statsobligation). Estimatet af risikopræmien kan foretages på 3 måder. Ex post-betragtning, ex ante-betragtning eller ved en rundspørge blandt investorer, hvor en gennemsnitsbetragtning afgør størrelsen på risikopræmien.

De forskellige metoder er gennem tiden kommet frem til forskellige værdier. Grunden størrelsen på denne opgave, vurderer vi ikke at være i stand til at kunne foretage en nærmere analyse. Derfor ligger vi os op af litteraturen på området, og har valgt en risikopræmie på 2,8.<sup>83</sup>

Ved den senere følsomhedsanalyse vil vi se på hvad det havde betydet, såfremt værdien havde været anderledes.

Efter ovenstående bestemmelser kan vi fastsætte ejernes afkastgrad jf. følgende:

$$k_e = 3,87 + (1,48 \times 2,8) = 8,01$$

*Ligning 6.5 - Ejers afkastkrav*

#### **6.4.4 Fastlæggelse af det frie cash-flow**

Efter at have fastsat WACC og de underliggende faktorer har vi i bilag 8.9 opstillet det frie cash-flow.

Opstillingen er sket på baggrund af vores budget for perioden 2008-2012, jf. bilag 8.7. Vi har på baggrund af ligning 6.1, beregnet os frem til en nutidsværdi af det frie cash-flow på 148,33 mio. kr.

---

<sup>82</sup> Hjemmeside: <http://www.euroinvestor.dk/Stock/ShowStockInfo.aspx?StockId=206605>

<sup>83</sup> Risikopræmien på aktier, Niki Saabye, Handelsafdelingen, Nationalbanken + Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 52-53

Vi fastsatte tidligere vores budgetperiode til 5 år, da vi ikke mener at kunne estimere længere ud i fremtiden. Perioden efter denne såkaldte eksplicitte budgetperiode benævnes terminalværdien. Terminalværdien er teoretisk kendt som en uendelig serie af fremtidige forecast, beskrevet med en konstant vækstrate.<sup>84</sup> I praksis vil man benytte det sidste år i budgetteringen og fremskrive med en vækstrate som anses sandsynlig mange år frem.

Beregning af terminalværdien foretages ud fra følgende formel:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T}$$

hvor:

- FCFF<sub>T+1</sub> = Det frie cash-flow det første år efter endt budgetperiode  
WACC = Kapitalomkostninger i det sidste budgetår  
g = Den forventede konstante vækstrate

*Ligning 6.6 – Beregning af terminalværdi*<sup>85</sup>

Vi har fastsat g til 3 på baggrund af forventningen om en normal inflation, sammenholdt med vækstpotentialet i branchen. Med g fastsat kan vi beregne nutidsværdien af terminalperioden til:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{349,9}{(8,01 - 3)(1 + 8,01)^5} = 4.750,70$$

Med alle faktorer på plads kan vi beregne den endelige værdi ud fra FCFF-modellen for Sjælsø. Beregningen fremgår af nedenstående tabel:

<b>Værdi pr. 28. november 2008</b>	
Nutidsværdi af frit cash-flow i budgetperioden	148,33
Nutidsværdi af frit cash-flow i terminalperioden	4.750,70
Likvider	1.912,20
Total værdi af virksomheden inkl. likvide midler	6.811,23
Markedsværdi af rentebærende gæld	-5.200,60
Egenkapital værdi	1.610,63
Antal aktier (i 1.000 styk)	26.396
Estimeret kurs – Sjælsø A/S	61,02

*Tabel 6.2 – værdiansættelse af Sjælsø*

Pr. 28. november 2008 udgjorde den officielle børskurs 25,00<sup>86</sup> og således afviger den estimerede kurs med 144 %.

---

<sup>84</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 36

<sup>85</sup> Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 33

<sup>86</sup> [http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske\\_priser/?Instrument=CSE3460](http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3460)

### 6.4.5 Følsomhedsanalyse af FCFF-modellen

Vores budget og efterfølgende værdiansættelse er bygget på de forudsætninger vi definerede i såvel den strategiske analyse som regnskabsanalysen. Vi vurderer at disse forudsætninger er realistiske, men grundet den nuværende økonomiske krise kan det være vanskeligt at forudse fremtiden. Vi vil derfor foretage en analyse af den estimerede kurs, på baggrund af ændringer i grundlaget for værdiansættelsen. Vi har valgt at se på effekten af ændringer i faktorer oplyst i nedenstående tabel.

	Kurs pr. aktie	Δ kurs-point	Δ kurs-procent
Ejers afkastkrav +1 % -point	22,54	-38,48	-63 %
<b>Ejers afkastkrav 8,01 % og endelig vækst på 3 %</b>	61,02	-	-
Ejers afkastkrav -1 % -point	118,45	57,43	94 %
Frit cash flow +10 %	61,58	0,56	1 %
<b>Frit cash flow</b>	61,02	-	-
Frit cash flow -10 %	60,46	-0,56	-1 %
Endelig vækst +1 % -point	108,08	47,06	77 %
<b>Ejers afkastkrav 8,01 % og endelig vækst på 3 %</b>	61,02	-	-
Endelig vækst -1 % -point	29,61	-31,41	-51 %

*Tabel 6.3 - Værdiansættelse efter FCFF-modellen*

Det har stor effekt på den estimerede kursværdi, såfremt ejernes afkastgrad ændrer sig med +/- 1 % -point. Således vil kursværdien stige med 94 % henholdsvis falde med 63 %.

Ejers afkastgrad påvirkes af tre forhold; den risikofri rente, beta-værdien og afkastet på markedsporteføljen. Vi har ikke lavet en dybere analyse af disse underliggende faktorer, men vi kan konstatere at fastsættelsen af ejers afkastgrad er meget følsom. En eventuel fejlvurdering vil have stor betydning for værdiansættelsen.

Ændring i det frie cash-flow har næsten ingen betydning for værdiansættelsen af Sjælsø. En ændring på 10 % vil kun medføre en procentvis ændring i kursværdien på 1 %, uanset om cash-flow påvirkes positivt eller negativt.

Fastsættelsen af det frie cash-flow er ikke følsom over for ændringer, og en eventuel fejlvurdering påvirker ikke den endelige værdiansættelse.

Den tredje faktor vi ændrer på, er den endelige vækstrate  $g$ , som repræsenterer den forventede vækst i uendelighed. Som det fremgår af tabellen har en ændring på +/- 1 % -point en procentvis ændring i kursværdien på henholdsvis 77 % og -51 %.

Vækstprocenten anvendes ved beregning af terminalværdien. Terminalværdien udgør 97 % af den samlede virksomhedsværdi, og en ændring i vækstfaktoren påvirker derved terminalværdien væsentligt. Som det var tilfældet med ejers afkastgrad, har det derfor store konsekvenser for værdiansættelsen, hvis der foretages fejlvurderinger i forbindelse med fastsættelse heraf.

## 6.5 Værdiansættelse med residualindkomst-modellen

I forbindelse med værdiansættelse af Sjælsø efter residualindkomstmetoden, har vi i bilag 8.10 opstillet parametrene for Sjælsø. Yderligere har vi i bilaget beregnet de afkast, der overstiger investors afkastkrav, herunder tilbagediskonteret disse til nutidsværdi. Terminalværdien er ligeledes beregnet og tilbagediskonteret til nutidsværdi.

+ Investeret kapital	5.436,7
+ Nutidsværdi af merafkast i budgetperioden	-569,7
+ Nutidsværdi af merafkast i terminalperioden	102,3
- Netto finansielle forpligtelse	-3.350,0
<b>= Værdi af Sjælsø</b>	<b>1.619,2</b>

*Tabel 6.4 - Værdiansættelse efter RIDO*

Med en aktiekapital bestående af 26,4 mio. aktier, kan kursen beregnes til 61,34 for én aktie á 10 kr. Pr. 28. november 2008 var kursen på Sjælsøs aktie 25,0 for én aktie á 10 kr. Den estimerede kurs afviger dermed med 145 %.

Til sammenligning udgjorde den børsnoterede kurs for Sjælsø 61,02 for én aktie á 10 kr., beregnet med FCFE-modellen, jf. afsnit 6.4.3.

### 6.5.1 Følsomhedsanalyse af residualindkomst-modellen

For at vurdere følsomheden i den estimerede kurs, herunder faktorernes indflydelse på kursen, suppleres den foretagende værdiansættelse med nedenstående følsomhedsberegninger. Vi mener, at det ligeledes ved residualindkomst-modellen er relevant at foretage en følsomhedsanalyse af den estimeret kurs. Herigennem vil der blive klarlagt, hvilke faktorer der primært påvirker kursen. Vi har valgt at se på ændringer i faktorer der er oplistet i tabellen nedenfor.

	<b>Kurs pr. aktie</b>	<b>Δ kurs-point</b>	<b>Δ kurs-procent</b>
Ejers afkastkrav +1 % -point	8,98	-52,36	-85 %
<b>Ejers afkastkrav 8,01 % og endelig vækst på 3 %</b>	61,34	-	-
Ejers afkastkrav -1 % -point	135,53	74,19	121 %
Endelig vækst +1 % -point	62,31	0,97	2 %
<b>Ejers afkastkrav 8,01 % og endelig vækst på 3 %</b>	61,34	-	-
Endelig vækst -1 % -point	60,70	-0,64	-1 %

*Tabel 6.5 - Følsomhedsanalyse for RIDO-modellen*

Som det ses af ovenstående tabel, er værdiansættelsen af Sjælsø meget følsom overfor ændringer i ejernes afkastkrav. En stigning på 1 % -point ville betyde at aktiekursen ville falde med 85 %. Samme scenarie gør sig gældende ved en sænkning på 1 % -point, hvor det i dette tilfælde vil betyde en aktiestigning på 121 %. Hvis der sammenlignes med DCF-modellen, jf. afsnit 6.4.4, er værdiansættelsen ligeledes her meget følsom overfor en ændring i ejernes afkastkrav.

Samtidig skitserer tabellen hvor meget aktiekursen vil ændre sig ved en ændring i den endelige vækst. Både ved positive og negative ændringer i væksten, sker der kun minimale ændringer i aktiekursen. Vi kan dermed konkludere at vores værdiansættelse ikke er videre følsomme overfor ændringer i den endelige vækst.

### 6.6 Værdiansættelse med prismultiplemodellen

Som nævnt tidligere, er prismultiplemodellen (P/EBITDA) ikke en decideret værdiansættelsesmodel, men en model der med fordel kan anvendes som niveau-indikator ved sammenligning med andre virksomheder; også på tværs af landegrænser. Vi har derfor valgt at foretage en sammenligning med de virksomheder, der indgår i vores regnskabsanalyse.

Nedenfor er opstillet en oversigt, der angiver P/EBITDA for de analyserede selskaber:

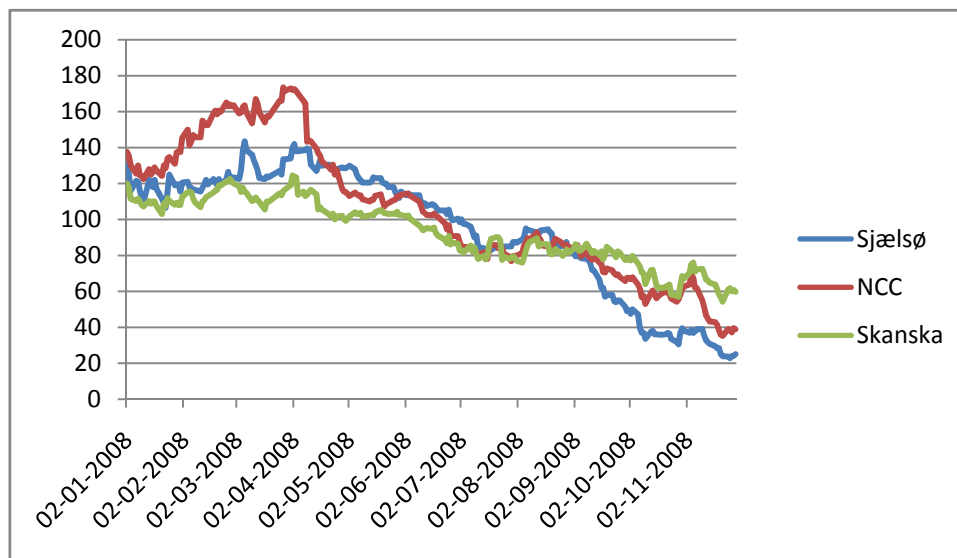
i mio. kr.	Valuta	EBITDA	Antal aktier	EBITDA pr. aktie	Børskurs pr. 28/11-08	P/E - local	Valuta kurs	P/E - DKK
Sjælsø	DKK	1.097,75	26,40	41,59	25,00	0,60	100,00	0,60
NCC B	SEK	2.790,00	60,98	45,75	38,90	0,85	72,31	0,61
Skanska B	SEK	5.406,00	396,09	13,65	59,75	4,38	72,31	3,17

Tabel 6.6 - Sammenligning af P/E-værdier<sup>87</sup>

Som det fremgår af oversigten er Sjælsøs kurs umiddelbart undervurderet; både i forhold til de udvalgte virksomheder, og i forhold til markedet. Sjælsø og NCC ligger under 1, hvilket indikerer, at tiltroen til selskaberne netto ikke er positive. Derimod er der en større tiltro til Skanskas aktie.

Den primære årsag til dette skal findes i Sjælsøs risikospredning. Sjælsøs har begrænsede aktiviteter udenfor Danmark, hvor 65 % af omsætningen i 2007 stammede fra Danmark.<sup>88</sup> Skanska er en relativ stor operatør på hele det nordiske marked, men opererer også i England, USA og Latinamerika, og har godt 16 gange så stor en omsætning som Sjælsø.

På baggrund af lukkekurserne for Sjælsø, NCC og Skanska er børskurserne fra 1. januar til 28. november 2008 blevet indekseret til brug for illustration af udviklingen og som forklaring på Sjælsøs lavere P/EBITDA værdi:



Graf 6.1 – Grafisk afbildning af kursudviklingen. Kilde: OMX

<sup>87</sup> Data fra databasen "Amadeus": [http://www.cbs.dk/bibliotek/soeg\\_i\\_biblioteket/e\\_ressourcer](http://www.cbs.dk/bibliotek/soeg_i_biblioteket/e_ressourcer)

<sup>88</sup> Sjælsø årsrapport 2007, side 7

Det drastiske fald omkring d. 2. september 2008, skal blandt andet tilskrives offentliggørelsen af halvårsrapporten, der viste en stor resultatnedgang. Derudover har finanskrisen betydet at Sjælsø har været nød til at sælge ud af lageret for 900 mio. kr., samtidig med at nedjusterer sine forventninger til årets resultat.<sup>89</sup>

Som omtalt i afsnit 4.4, nedjusterede Sjælsø også igen forventningerne til årets resultat i deres kvartalsnyt for 3. kvartal, til nu at blive i omegnen af 250-350 mio. kr.

## **6.7 Delkonklusion**

Kursen på Sjælsøs aktie udgjorde 25 kr. pr. aktie pr. 28. november 2008. Vi har ved hjælp af de to kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller FCFF og RIDO estimeret en kurs på henholdsvis 61,02 kr. og 61,34 kr. pr. aktie. Vi har valgt at inddrage to modeller, da vi ikke mener en enkel model kan stå alene. Vi har således fået bekræftet, at vores beregning af estimeret kurs er sikker ud fra et teoretisk synspunkt.

Begge de anvendte modeller er såkaldte diskonteringsmodeller. Dette betyder man ud fra budgettet beregner en årlig værdi, som tilbagediskonteres til nutidsværdi ved hjælp af diskonteringsfaktoren WACC. Begge modeller er også uafhængige af anvendt regnskabspraksis. De to modeller har hver deres karakteristika.

FCFF-modellen baserer estimeringen af virksomhedens værdi på evnen til at skabe fri likviditet. Der stilles imidlertid store krav til detaljeringsgraden af budgettet. Den eksterne analytiker har her en risiko for at beregningen bliver usikker. En anden svaghed ved modellen er terminalværdien. I beregningen udgør den 97 % af den samlet beregnede nutidsværdi. Dette tilføjer modellen megen usikkerhed, da terminalperioden er den uendelige vækst ud over budgetperioden, hvilken er svær at forudse.

RIDO-modellen estimerer værdien af virksomheden ud fra dens evne til at skabe værdi af den investerede kapital, i forhold til afkastkravet. Modellens beregninger bygges ligeledes på budgetter, men kræver forholdsvis simple forudsætninger. Største usikkerhedsfaktor er bestemmelsen af kapitalomkostningerne.

Vi foretog efter værdiansættelsen en følsomhedsanalyse af begge modeller. Disse analyser viste at begge modeller var særdeles følsomme over for en ændring i ejernes afkastgrad

---

<sup>89</sup> Artikel: Sjælsø presset til nedjustering og frasælger



med bare 1 % -point. Ligeledes viste analysen, at FCFF-modellen var meget følsom overfor ændringer i den fremtidige væksthastighed. Dette skyldes som nævnt ovenfor, FCFF-modellens store afhængighed af terminalperioden. Ændring af væksthastigheden havde til gengæld ikke den store påvirkning på RIDO-modellen.

På denne baggrund har vi valgt at beregne den estimerede kursværdi ud fra RIDO-modellen, da vi mener der er færrest usikkerhedsmomenter forbundet med modellen. RIDO-modellen udviste en kurs på 61,34 kr. pr. aktie.

Grundet de forskellige usikkerheder og vurderinger i den estimerede kursværdi, har vi valgt at fastsætte den estimerede kursværdi med et interval på +/- 20 %. Derfor fastsættes den estimerede aktiekurs for Sjælsø pr. 28. november 2008 til at ligge mellem 49,07 kr. og 73,61 kr. pr. aktie.

For at understøtte vores kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller, valgte vi at inddrage den relative værdiansættelsesmodel P/E. Modellen anvendes til sammenligning af Sjælsøs værdi i forhold til de nærmeste konkurrenter, samt måle aktiens værdi op mod sidste års resultat.

Vores analyse af Sjælsøs P/E-værdi, sammenholdt med de største konkurrenter, viste at Sjælsøs aktiekurs er væsentligt undervurderet i forhold til Skanskas, men på niveau med NCC. Ud over markedets forventninger til fremtidig vækst hos selskaberne, vurderes Sjælsøs noterede kurs at være negativt påvirket af selskabets tidligere manglende risikospredning. Desuden vurderes den generelle udvikling på markedet at have påvirket kursen på aktierne negativt.

Vores analyse ved hjælp af P/E-værdimodellen understøtter vores beregning af estimeret kurs ved de kapitalbaserede modeller. Således kommer vi i begge tilfælde frem til at aktien er undervurderet. Det er vores vurdering, ud fra de forudgående analyser, og opstillede kriterier til afkastgrad, at Sjælsø pr. 28. november 2008 er undervurderet. Vi vurderer at en realistisk kurs ligger i intervallet 49,07 kr. og 73,61 kr. pr. aktie.

## 7 Konklusion

Hovedopgavens formål har været at foretage en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Sjælsø, med henblik på at besvare vores hovedspørgsmål:

**"Hvad er den estimerede kurs af Sjælsø på baggrund af en strategisk regnskabsanalyse pr. 28. november 2008?"**

Ydermere at besvare vores underspørgsmål, jf. afsnit 1.2.

Sjælsø har siden 1977 solgt byggeprojekter på det danske marked, startende med enfamiliehuse, til i dag at omfatte aktiviteter på erhvervs-, retail- og boligmarkedet. I 2006 gik de ind på de øvrige nordiske markeder Sverige, Norge og Finland, via opkøb af Ikast Byggeindustri. Året efter gik de også ind på polske marked.

Af Sjælsøs omsætning i 2007 kom 65 % fra Danmark, hvor resten var fordelt på de andre markeder. Erhvervs- og boligmarkedet stod hver for 38 % af omsætningen, mens de resterende 34 % kom fra retailmarkedet.

Sjælsø har i de seneste par år oplevet fremgang, hvilket skal tilskrives den generelle fremgang i verdensøkonomien samt en øget forbrugertillid. I indeværende år har Sjælsø været ramt af nedgang i salget af projekter og har offentliggjort flere skuffende fondsbørsmeddelelser. For at opretholde fokus har der i 2007 været en rocade i ledelsen, hvor Flemming Joseph Jensen overtager posten som adm. direktør og CEO fra Henrik Rønje, som i stedet bliver forretningsudviklingsdirektør.

Gennem vores strategiske analyse har vi beskrevet og analyseret de forhold, der har indflydelse på Sjælsøs fremtidige indtjeningsmuligheder og derigennem værdiskabelse. Vi konkluderede, at Sjælsøs fremtidige indtjeningsmuligheder som værende væsentlig afhængig af udviklingen i BNP. Samtidig er udviklingen i den amerikanske økonomi vigtig for Sjælsø, på grund af dens store betydning og afsmitning på resten af verden. Derudover fandt vi, at Sjælsø havde et bredt, velfungerende netværk, og der var mange muligheder inden for deres produktområde til den videre drift og udvikling. Sjælsøs værdiskabelse overfor kunderne ligger i den know-how og viden de leverer i forbindelse med et projekt.

I forbindelse med analysen af Sjælsøs økonomiske situation har vi fundet det nødvendigt at tage udgangspunkt i IASBs begrebsramme. Hermed har vi vurderet kvaliteten af datagrundlaget af de benyttede årsrapporter. Gennemgangen har resulteret i, at vi har været i stand til at udarbejde en reformuleret resultatopgørelse og balance.

Den finansielle value-driver ROIC er i analyseperioden steget fra 7,2 % til 17,2 %, hvilket kan tilskrives flere årsager. Dels er overskudsgraden og omsætningshastighed af investeret kapital begge blevet påvirket positivt. Grunden til disse positive tendenser skal findes i en generel øget omsætning, samt en ændring i anvendt regnskabspraksis grundet et påbud fra Fondsrådet.

Af sammenligningen mellem Sjælsøs og deres største konkurrenter NCC og Skanska, fremgik det, at Sjælsøs ROIC både i 2006 og 2007 lå over de to andres. Den primære årsag hertil skal findes i Sjælsøs evne til at tilpasse deres omkostninger til omsætningen. Samtidig har Sjælsø formået at forbedre omsætningshastigheden af den investerede kapital. Sjælsøs omsætningshastighed af investeret kapital ligger dog stadig under de to konkurrenter.

I forbindelse med risikoanalysen kunne vi konstatere at Sjælsø har været i stand til at tilpasse deres omkostninger. Likviditetsmæssigt har der været en tendens mod flere selvfinansierede projekter. Vi ser ingen likviditetsmæssige risici på nuværende tidspunkt, men hvis der ikke sker ændringer over tid, vil der langsigtet kunne opstå et likviditetsproblem.

I forbindelse med analysen af halvårsrapport for 2008 og andre fondsbørsmeddelelser blev det konstateret, at Sjælsø i 2008 ikke har været i stand til at tilpasse omkostningerne til omsætningen, hvilket vil påvirke overskudsgraden negativt.

Vi har budgetteret med en samlet fremgang i nettoomsætningen på 783,1 mio. kr. eller 16 % fra 2008e og frem til 2012e. For terminalperioden er der budgetteret med en årlig vækstrate på 3 %.

På baggrund af vores femårige budget og terminalperioden har vi brugt FCFF- og RIDO-modellen til at beregne den estimerede kursværdi. De to modeller giver tilnærmelsesvis samme estimerede kursværdi, men vi har valgt at benytte RIDO-modellens kursværdi, da denne model har færre usikkerhedsmomenter ved beregning af den samlede værdi.

Vi har estimeret værdien af Sjælsøs egenkapital til at være 1.619,2 mio. kr., hvilket svarer til en estimeret kursværdi pr. aktie på 61,34 kr. Kursen pr. 28. november 2008 udgjorde ifølge Den Nordiske Børs (OMX) 25,00 kr. Den estimerede kurs ligger ca. 145 % højere end markedskursen.

Med udgangspunkt i den estimerede kurs på 61,34 kr. pr. aktie har vi foretaget en følsomhedsanalyse for at vurdere hvor følsom vores værdiansættelse er overfor ændringer i de benyttede faktorer. Ved ændringer i ejernes afkastningsgrad blev vores værdiansættelse kraftig påvirket, hvorimod en ændring i den endelige vækst ikke har den store effekt på kursværdien. Grundet usikkerhederne har vi valgt at, at fastsætte den estimerede kursværdi pr. aktie i et +/- 20 % interval. Derfor vurderes den estimerede kursværdi at ligge mellem 49,07 kr. og 73,61 kr. pr. aktie.

Vi vurderer, vores foretagende værdiansættelse for værende pålidelig, da forskellen i kursen formentlig skal findes i forskellen i forventningerne til Sjælsøs fremtidige indtjenings-evne. Derudover er aktien behæftet med en vis risiko, hvilket også er afspejlet i den nuværende kurs samt aktiens udvikling den seneste tid.

Vi vurderer at en investering i Sjælsø skal ses som en langsigtet investering, da det vil tage tid før der rettes op på den nuværende økonomiske situation i samfundet. I de senere år har aktien ligget mellem 150 kr. og 200 kr., og er faldet fra 139,0 kr. fra januar 2008 til pr. 28. november 2008 at andrage 25 kr. pr. aktie. Dette er imidlertid ikke ensbetydende med at Sjælsøs aktie har ramt sit laveste niveau endnu, hvorfor vi vurderer resultatet for 2008 og første halvår for 2009 for at have en væsentlig betydning for Sjælsøs fremtidige værdi.

## 8 Bilag

### 8.1 Fordeling af afsnit

Afsnit	Indhold	Mikkel Sandris	Troels William Knudsen
1	Indledning	x	x
1.1	Problemsøgning	x	x
1.2	Problemformulering	x	x
1.3	Metode	x	x
1.3.1	Dataindsamling	x	
1.3.2	Kildekritik	x	
1.3.3	Model- og metodevalg	x	x
1.4	Afgrænsning	x	x
2	Virksomhedsbeskrivelse	x	x
2.1	Historie		x
2.2	Forretningsgrundlag		x
2.3	Ejer- og kapitalforhold	x	
2.4	Økonomisk udvikling	x	
2.4.1	Regnskabsåret 2006	x	
2.4.2	Regnskabsåret 2007	x	
2.4.3	Regnskabsåret H1 2008	x	
3	Strategisk analyse	x	x
3.1	PEST	x	
3.1.1	Politik og lovgivning	x	
3.1.2	Økonomi og demografi	x	
3.1.3	Sociale og kulturelle forhold	x	
3.1.4	Teknologi	x	
3.2	Porters Five Forces		x
3.2.1	Truslen fra nye indtrængere		x
3.2.2	Konkurrence fra substituerende produkter		x
3.2.3	Kundernes forhandlingsstyrke		x
3.2.4	Leverandørernes forhandlingsstyrke		x
3.2.5	Konkurrenceintensiteten i branchen		x
3.3	De ikke-finansielle værdidrivere	x	
3.3.1	Ressourcer	x	
3.3.2	Kernekompetencer	x	
3.4	Konkurrence- og vækststrategier	x	x
3.4.1	Vision		x
3.4.2	Mission		x
3.4.3	Værdigrundlag		x
3.4.4	Strategiske mål		x
3.4.5	Konkurrencestrategi		x
3.4.6	Strategiske netværk		x
3.4.7	Vækststrategier	x	
3.5	SWOT analyse / Delkonklusion	x	x

4	Regnskabsanalyse	x	x
4.1	Årsrapporten som datagrundlag	x	
4.1.1	IASB's begrebsramme	x	
4.1.2	Delkonklusion	x	
4.2	Reformulering af resultatopgørelse og balance	x	x
4.2.1	Resultatopgørelsen	x	x
4.2.2	Balancen	x	x
4.2.3	Øvrige analytiske overvejelser	x	x
4.3	Nøgletalsanalyse	x	x
4.3.1	Rentabilitetsanalyse	x	
4.3.2	Risikoanalyse		x
4.3.3	Finansiell risiko		x
4.3.4	Analyse af likviditetsrisiko		x
4.3.5	Forventninger til 2008	x	
4.4	Delkonklusion	x	x
5	Budgettering	x	x
5.1	Nettoomsætning	x	
5.2	Omkostninger		x
5.2.1	Direkte omkostninger		x
5.2.2	Kapacitetsomkostninger		x
5.2.3	Finansielle poster		x
5.2.4	Skat	x	
5.2.5	Udbytte		x
5.2.6	Anlægsaktiver	x	
5.2.7	Projektbeholdninger og tilgodehavender	x	
5.2.8	Andre tilgodehavender	x	
5.2.9	Gæld	x	
5.2.10	Egenkapital	x	
5.3	Delkonklusion	x	x
6	Værdiansættelse	x	x
6.1	Den diskonterede cash-flow model		x
6.2	Residualindkomst-modellen	x	
6.3	Prismultiplemodellen	x	
6.4	Værdiansættelse med FCFF-modellen		x
6.4.1	WACC	x	x
6.4.2	Effektiv lånerente		x
6.4.3	Ejers afkastgrad		x
6.4.4	Fastlæggelse af det frie cash-flow		x
6.4.5	Følsomhedsanalyse af FCFF-modellen		x
6.5	Værdiansættelse med residualindkomst-modellen	x	
6.5.1	Følsomhedsanalyse af residualindkomst-modellen	x	
6.6	Værdiansættelse med prismultiplemodellen	x	
6.7	Delkonklusion	x	x
7	Konklusion	x	x

## 8.2 Ejerforhold pr. 31. december 2007

	Nominelt beløb tkr.	Antal aktier	Stemme %
SG Nord Holding A/S, København	77.260.600,00	7.726.060,00	29,6 %
Henderson Investors Ltd., London	25.021.500,00	2.502.150,00	9,6 %
Medarbejdere i Sjælsø	16.374.910,00	1.637.491,00	6,3 %
Direktionen i Sjælsø Gruppen A/S	439.400,00	43.940,00	0,2 %
Bestyrelsen i Sjælsø Gruppen A/S	-	-	0,0 %
Ikke-navnenoterede aktionærer	69.166.190,00	6.916.619,00	26,5 %
Øvrige navnenoterede aktionærer	72.370.140,00	7.237.014,00	27,8 %
	260.632.740,00	26.063.274,00	100,0 %

### 8.3 Reformulering af resultatopgørelse

Resultatopgørelse <i>i 1.000 kr.</i>	2006			2007			Halvår 2008		
	Officielt regnskab	Korrek-tioner	Reformuleret regnskab	Officielt regnskab	Korrek-tioner	Reformuleret regnskab	Officielt regnskab	Korrek-tioner	Reformuleret regnskab
Nettoomsætning	3.643.213		3.643.213	6.351.192		6.351.192	2.944.865		2.944.865
Direkte omkostninger	3.009.159		-3.009.159	-5.078.626		-5.078.626	-2.520.544		-2.520.544
Værdiregulering, investeringsejendomme	0		0	85.350		85.350	0		0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>634.054</b>		<b>634.054</b>	<b>1.357.916</b>		<b>1.357.916</b>	<b>424.321</b>		<b>424.321</b>
Personaleomkostninger	-137.684		-137.684	-182.457		-182.457	-103.616		-103.616
Andre driftsomkostninger	0		0	-78.809		-78.809	-38.381		-38.381
Andre driftsindtægter	-59.762		-59.762	2.631		2.631	175		175
Resultat af associerede selskaber	-59		-59	-1.535		-1.535	-622		-622
<b>Indtjeningsbidrag (EBITDA)</b>	<b>436.549</b>		<b>436.549</b>	<b>1.097.746</b>		<b>1.097.746</b>	<b>281.877</b>		<b>281.877</b>
Af- og nedskrivninger	-4.803		-4.803	-12.213		-12.213	-1.500		-1.500
<b>Resultat af primær drift (EBIT)</b>	<b>431.746</b>		<b>431.746</b>	<b>1.085.533</b>		<b>1.085.533</b>	<b>280.377</b>		<b>280.377</b>
Skat af resultat af primær drift	-123.933	2.165	-121.768,09	-250.061	4.596	-245.465,29	-78.698	2.953	-75.745
<b>Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)</b>	<b>307.813</b>		<b>309.978</b>	<b>835.472</b>		<b>840.068</b>	<b>201.679</b>		<b>204.632</b>
Finansielle indtægter	21.384		21.384	40.259		40.259	23.552		23.552
Finansielle omkostninger	-13.707		-13.707	-19.924		-19.924	-11.739		-11.739
Skat af finansielle poster, netto	0	-2.165	-2.164,91	0	-4.596	-4.595,71	0	-2.953	-2.953
<b>Koncernresultat</b>	<b>315.490</b>		<b>315.490</b>	<b>855.807</b>		<b>855.807</b>	<b>213.492</b>		<b>213.492</b>



### 8.3.1 Reformulering (Selskabsskat)

Der henvises til afsnit 4.2.1 Resultatopgørelsen for beskrivelse af klassifikation af selskabsskat.

<i>i 1.000 kr.</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>Halvår 2008</b>
Finansielle poster, netto	7.677	20.335	11.813
Skat af finansielle poster, netto	2.165	4.596	2.953
Årets gennemsnitlige effektive skatteprocent	28,2 %	22,6 %	25 %
Skat af ordinært resultat iflg. årsrapporter	-123.933	-250.061	-78.698
Fordeles således:			
Skat af finansielle poster, netto	2.165	4.596	2.953
Skat af resultat af primær drift	-126.098	-254.657	-81.651
	<hr/>	<hr/>	<hr/>
	-123.933	-250.061	-78.698
Dansk skatteprocent	28 %	25 %	25 %

## 8.4 Officielle årsrapporter (aktiver / pasiver)

Officielle årsrapporter for Sjælsø, i tusinde kr.

Aktiver	2006	2007	Halvår 2008
<b>Immaterielle anlægsaktiver</b>			
Goodwill	595.309	595.309	536.809
Immaterielle rettigheder mm.	21.742	4.349	0
<b>Immaterielle anlægsaktiver i alt</b>	<b>617.051</b>	<b>599.658</b>	<b>536.809</b>
<b>Materielle anlægsaktiver</b>			
Grunde og bygninger	44.728	0	0
Driftsmateriel og inventar	17.889	23.485	23.639
<b>Materielle anlægsaktiver i alt</b>	<b>62.617</b>	<b>23.485</b>	<b>23.639</b>
<b>Investeringsjendomme</b>	<b>0</b>	<b>442.907</b>	<b>442.907</b>
<b>Finansielle anlægsaktiver</b>			
Kapitalandele i associerede virksomheder	1.238	300	0
Værdipapirer og andre finansielle anlægsaktiver	20.356	15.146	12.807
Udskudt skatteaktiv	0	924	5.946
<b>Finansielle anlægsaktiver i alt</b>	<b>21.594</b>	<b>16.370</b>	<b>18.753</b>
<b>Anlægsaktiver i alt</b>	<b>701.262</b>	<b>1.082.420</b>	<b>1.022.108</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>			
<b>Projektbeholdning</b>			
Projektbeholdning, solgte projekter	1.883.234	1.248.921	926.597
Projektbeholdning, egen regning	1.911.378	2.530.305	2.637.909
<b>Projektbeholdning i alt</b>	<b>3.794.612</b>	<b>3.779.226</b>	<b>3.564.506</b>
<b>Tilgodehavender fra salg</b>			
Tilgodehavender fra salg	697.882	488.519	835.790
Igangværende solgte projekter	688.480	1.681.152	1.631.239
<b>Tilgodehavender fra salg i alt</b>	<b>1.386.362</b>	<b>2.169.671</b>	<b>2.467.029</b>
<b>Tilgodehavender</b>			
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	1.921	2.220	20.133
Andre tilgodehavender	72.302	88.451	230.067
Forudbetalte omkostninger	3.123	4.568	6.749
<b>Tilgodehavender i alt</b>	<b>77.346</b>	<b>95.239</b>	<b>256.949</b>
<b>Værdipapirer og kapitalandele</b>	<b>12.527</b>	<b>2.561</b>	<b>2.822</b>
<b>Likvide beholdninger</b>	<b>1.070.916</b>	<b>1.912.242</b>	<b>1.128.610</b>
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>	<b>6.341.763</b>	<b>7.958.939</b>	<b>7.419.916</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.043.025</b>	<b>9.041.359</b>	<b>8.442.024</b>

<b>Passiver</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>Halvår 2008</b>
<b>Egenkapital</b>			
Aktiekapital	24.955	260.633	260.633
Reserve for dagsværdiregulering, investeringsejendom	0	64.013	26.257
Reserve for dagsværdiregulering, sikringsinstrumenter	0	8.461	64.013
Valutakursregulering, selvstændige udenlandske enheder	1.295	-4.246	-2.227
Overført resultat (inkl. forslået udbytte for regnskabsåret)	1.258.055	1.757.813	1.789.924
<b>Egenkapital i alt</b>	<b>1.284.305</b>	<b>2.086.674</b>	<b>2.138.600</b>
<b>Forpligtelser</b>			
<b>Langfristede forpligtelser</b>			
Hensat udskudt skat	235.395	298.310	317.713
Øvrige hensatte forpligtelser	24.257	27.173	24.884
Kreditinstitutter, projektfinsiering	3.771.358	3.109.986	3.095.030
Kreditinstitutter, øvrig finansiering	5.267	2.331	1.172
Finansielle leasingforpligtelser	32.446	533	100
Skyldig selskabsskat	0	0	62.665
Skyldig købesum, datterselskaber	260.575	95.900	28.708
<b>Langfristede forpligtelser i alt</b>	<b>4.329.298</b>	<b>3.534.233</b>	<b>3.530.272</b>
<b>Kortfristede forpligtelser</b>			
Øvrige hensatte forpligtelser	16.753	14.772	17.569
Kreditinstitutter, projektfinsiering	192.661	2.083.643	1.459.021
Kreditinstitutter, øvrig finansiering	7.001	4.750	3.335
Finansielle leasingforpligtelser	2.126	200	121
Skyldige købesummer, ejendomme	56.540	31.780	3.280
Skyldig købesum, datterselskaber	50.000	178.000	50.773
Acontobetaling, projektsalg	152.754	136.463	709.261
Leverandører af varer og tjenesteydelser	728.063	734.759	138.642
Skyldig selskabsskat	43.169	133.814	182.756
Anden gæld	180.355	102.271	208.394
<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>	<b>1.429.422</b>	<b>3.420.452</b>	<b>2.773.152</b>
<b>Forpligtelser i alt</b>	<b>5.758.720</b>	<b>6.954.685</b>	<b>6.303.424</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>7.043.025</b>	<b>9.041.359</b>	<b>8.442.024</b>

## 8.5 Reformulering af balance

Analytisk balance (aktiver)	2006	2007	Halvår 2008
Goodwill	595.309	595.309	536.809
Immaterielle rettigheder mm.	21.742	4.349	0
Grunde og bygninger	44.728	0	0
Driftsmateriel og inventar	17.889	23.485	23.639
Investeringsejendomme	0	442907	442.907
Kapitalandele i associerede virksomheder	1.238	300	0
Værdipapirer og andre finansielle anlægsaktiver	20.356	15.146	12.807
Udskudt skatteaktiv	0	924	5.946
<b>Anlægsaktiver i alt</b>	<b>701.262</b>	<b>1.082.420</b>	<b>1.022.108</b>
Projektbeholdning, solgte projekter	1.883.234	1.248.921	926.597
Projektbeholdning, egen regning	1.911.378	2.530.305	2.637.909
Tilgodehavender fra salg	697.882	488.519	835.790
Igangværende solgte projekter	688.480	1.681.152	1.631.239
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	1.921	2.220	20.133
Andre tilgodehavender	72.302	88.451	230.067
Forudbetalte omkostninger	3.123	4.568	6.749
Driftslikviditet (1 % af omsætningen)	36.432	63.512	29.449
Hensat udskudt skat	-235.395	-298.310	-317.713
Øvrige hensatte forpligtelser - langfristet	-24.257	-27.173	-24.884
Øvrige hensatte forpligtelser - kortfristet	-16.753	-14.772	-17.569
Skyldig købesum, datterselskaber - langfristet	-260.575	-95.900	-28.708
Skyldig købesum, datterselskaber - kortfristet	-50.000	-178.000	-50.773
Skyldige købesummer, ejendomme	-56.540	-31.780	-3.280
Acontobetaling, projektsalg	-152.754	-136.463	-709.261
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-728.063	-734.759	-138.642
Skyldig selskabsskat - langfristet	0	0	-62.665
Skyldig selskabsskat - kortfristet	-43.169	-133.814	-182.756
Anden gæld	-180.355	-102.271	-208.394
<b>Arbejds kapital, netto</b>	<b>3.546.891</b>	<b>4.354.406</b>	<b>4.573.288</b>
<b>Investeret kapital</b>	<b>4.248.153</b>	<b>5.436.826</b>	<b>5.595.396</b>

<b>Analytisk balance (passiver)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>Halvår 2008</b>
Aktiekapital	24.955	260.633	260.633
Reserve for dagsværdiregulering, investeringsejendom	0	64.013	26.257
Reserve for dagsværdiregulering, sikringsinstrumenter	0	8.461	64.013
Valutakursregulering, selvstændige udenlandske enheder	1.295	-4.246	-2.227
Overført resultat (inkl. forslået udbytte for regnskabsåret)	1.258.055	1.757.813	1.789.924
<b>Koncernegenkapital</b>	<b>1.284.305</b>	<b>2.086.674</b>	<b>2.138.600</b>
Kreditinstitutter, projektf finansiering - langfristet	3.771.358	3.109.986	3.095.030
Kreditinstitutter, projektf finansiering - kortfristet	192.661	2.083.643	1.459.021
Kreditinstitutter, øvrig finansiering - langfristet	5.267	2.331	1.172
Kreditinstitutter, øvrig finansiering - kortfristet	7.001	4.750	3.335
Finansielle leasingforpligtelser - langfristet	32.446	533	100
Finansielle leasingforpligtelser - kortfristet	2.126	200	121
Værdipapirer og kapitalandele	-12.527	-2.561	-2.822
Likvide beholdninger	-1.034.484	-1.848.730	-1.099.161
<b>Nettorentebærende gæld</b>	<b>2.963.848</b>	<b>3.350.152</b>	<b>3.456.796</b>
<b>Investeret kapital</b>	<b>4.248.153</b>	<b>5.436.826</b>	<b>5.595.396</b>

## 8.6 Nøgletalsanalyse

I de tilfælde hvor der indgår balancetal i beregningerne af nøgletallene, indgår disse om gennemsnittet mellem primo og ultimo. Ved balancetal der indgår i 2006 nøgletallene, tages der udgangspunkt i ultimo 2006.

### Sjælsø

*i 1.000 kr.*

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>Halvår 2008</b>
Nettoomsætning	3.643.213	6.351.192	2.944.865
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	436.549	1.097.746	281.877
Resultat af primær drift (EBIT)	431.746	1.085.533	280.377
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	309.978	840.068	204.632
Koncernresultat	315.490	855.807	213.492
Anlægsaktiver i alt	701.262	1.082.420	1.022.108
Arbejdskapital, netto	3.546.891	4.354.406	4.573.288
Investeret kapital	4.248.153	5.436.826	5.595.396
Koncernegenkapital	1.284.305	2.086.674	2.138.600
Nettorentebærende gæld	2.963.848	3.350.152	3.456.796
Investeret kapital	4.248.153	5.436.826	5.595.396

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>Halvår 2008</b>
Indekstal (2006 = 100)			
Nettoomsætning	100	174	81
Indtjeningsbidrag (EBITDA)	100	251	65
Af- og nedskrivninger	100	254	31
Resultat af primær drift (EBIT)	100	251	65
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	100	271	66
Koncernresultat	100	271	68
Anlægsaktiver i alt	100	154	146
Arbejdskapital, netto	100	123	129
Investeret kapital	100	128	132
Koncernegenkapital	100	162	167
Nettorentebærende gæld	100	113	117
Investeret kapital	100	128	132

	2006	2007	Halvår 2008
<b>Egenkapitalens forrentning (ROE)</b>			
$\frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns. Egenkapital}}$	$\frac{315.490}{1.284.305} = 24,6 \%$	$\frac{855.807}{1.685.490} = 50,8 \%$	$\frac{213.492}{2.112.637} = 10,1 \%$
<b>Afkastningsgrad (ROIC)</b>			
$\frac{\text{Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)}}{\text{Gns. investeret kapital}}$	$\frac{309.978}{4.248.153} = 7,3 \%$	$\frac{840.068}{4.842.490} = 17,3 \%$	$\frac{204.632}{5.516.111} = 3,7 \%$
<b>Omsætningshastighed af investeret kapital (OH)</b>			
$\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. investeret kapital}}$	$\frac{3.643.213}{4.248.153} = 0,9$	$\frac{6.351.192}{4.842.490} = 1,3$	$\frac{2.944.865}{5.516.111} = 0,5$
<b>Overskudsgrad (OG)</b>			
$\frac{\text{Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)}}{\text{Nettoomsætning}}$	$\frac{309.978}{3.643.213} = 8,5 \%$	$\frac{840.068}{6.351.192} = 13,2 \%$	$\frac{204.632}{2.944.865} = 6,9 \%$
<b>OG-Bruttoavance</b>			
$\frac{\text{Bruttoresultat}}{\text{Nettoomsætning}}$	$\frac{634.054}{3.643.213} = 17,4 \%$	$\frac{1.357.916}{6.351.192} = 21,4 \%$	$\frac{424.321}{2.944.865} = 14,4 \%$
<b>OG-Indtjeningsbidrag (EBITDA)</b>			
$\frac{\text{Indtjeningsbidrag (EBITDA)}}{\text{Nettoomsætning}}$	$\frac{436.549}{3.643.213} = 12,0 \%$	$\frac{1.097.746}{6.351.192} = 17,3 \%$	$\frac{281.877}{2.944.865} = 9,6 \%$
<b>OG-Resultat af primær drift (EBIT)</b>			
$\frac{\text{Resultat af primær drift (EBIT)}}{\text{Nettoomsætning}}$	$\frac{431.746}{3.643.213} = 11,9 \%$	$\frac{1.085.533}{6.351.192} = 17,1 \%$	$\frac{280.377}{2.944.865} = 9,5 \%$
<b>OG-Koncernresultat</b>			
$\frac{\text{Koncernresultat}}{\text{Nettoomsætning}}$	$\frac{315.490}{3.643.213} = 8,7 \%$	$\frac{855.807}{6.351.192} = 13,5 \%$	$\frac{213.492}{2.944.865} = 7,2 \%$

	2006	2007	Halvår 2008
<b>OG-Kontante kap.omk. ekskl. afskrivninger</b>			
<u>Kontante kap.omk. ekskl. Afskrivninger</u>	-197.505	-260.170	-142.444
Nettoomsætning	3.643.213 = -5,4 %	6.351.192 = -4,1 %	2.944.865 = -4,8 %
<b>OG-Kontante kap.omk. inkl. Afskrivninger</b>			
<u>Kontante kap.omk. inkl. Afskrivninger</u>	-202.308	-272.383	-143.944
Nettoomsætning	3.643.213 = -5,6 %	6.351.192 = -4,3 %	2.944.865 = 4,9 %
<b>OG-Af- og nedskrivninger</b>			
<u>Af- og nedskrivninger</u>	-4.803	-12.213	-1.500
Nettoomsætning	3.643.213 = -0,1 %	6.351.192 = -0,2 %	2.944.865 = -0,1 %
<b>OG-Finansielle poster</b>			
<u>Finansielle poster, netto</u>	7.677	20.335	11.813
Nettoomsætning	3.643.213 = 0,2 %	6.351.192 = 0,3 %	2.944.865 = 0,4 %
<b>OG-Skat</b>			
<u>Skat af resultat af primær drift</u>	-121.768	-245.465	-75.745
Nettoomsætning	3.643.213 = -3,3 %	6.351.192 = -3,9 %	2.944.865 = -2,6 %
<b>OH-Anlægsaktiver i alt</b>			
<u>Nettoomsætning</u>	3.643.213	6.351.192	2.944.865
Gns. anlægsaktiver i alt	701.262 = 5,2	891.841 = 7,1	1.052.264 = 2,8
<b>OH-Arbejdskapital, netto</b>			
<u>Nettoomsætning</u>	3.643.213	6.351.192	2.944.865
Gns. arbejdskapital, netto	3.546.891 = 1,0	3.950.649 = 1,6	4.463.847 = 0,7



	<u>2006</u>		<u>2007</u>		<u>Halvår 2008</u>	
<b>OH-Immaterielle anlægsaktiver</b>						
Nettoomsætning	3.643.213		6.351.192		2.944.865	
Gns. immaterielle anlægsaktiver	617.051	= 5,9	608.355	= 10,4	568.234	= 5,2
<b>OH-Materielle anlægsaktiver</b>						
Nettoomsætning	3.643.213		6.351.192		2.944.865	
Gns. materielle anlægsaktiver	62.617	= 58,2	43.051	= 147,5	23.562	= 125,0
<b>OH-Projektbeholdninger</b>						
Nettoomsætning	3.643.213		6.351.192		2.944.865	
Gns. projektbeholdninger	3.794.612	= 1,0	3.786.919	= 1,7	3.671.866	= 0,8
<b>OH-Tilgodehavende fra salg i alt</b>						
Nettoomsætning	3.643.213		6.351.192		2.944.865	
Gns. Tilgodehavende fra salg i alt	1.386.362	= 2,6	1.778.017	= 3,6	2.318.350	= 1,3
<b>OH-Leverandører af varer og tjenesteydelser</b>						
Nettoomsætning	3.643.213		6.351.192		2.944.865	
Gns. Leverandører af varer og tjenesteydelser	728.063	= 5,0	731.411	= 8,7	436.701	= 6,7
<b>OH-Kreditinstitutter, projektf finansiering</b>						
Nettoomsætning	3.643.213		6.351.192		2.944.865	
Gns. Kreditinstitutter, projektf finansiering	3.964.019	= 0,9	4.578.824	= 1,4	4.873.840	= 0,6
<b>Finansiel gearing</b>						
Gns. Netto finansielle forpligtelser	2.963.848		3.157.000		3.403.474	
Gns. Egenkapital	1.284.305	= 2,3	1.685.490	= 1,9	2.112.637	= 1,6

### 8.6.1 Nøgletal for sammenligningsselskaber

NCC <i>mio. kr.</i>	SEK		DKK	
	2006	2007	2006	2007
Finansielle poster, netto	-129	-182	-102	-144
Skat af finansielle poster, netto	-36	-51	-29	-40
Svensk skatteprocent	0	0	0	0
Skat af ordinært resultat iflg. årsrapporter	-555	-357	-438	-282
Fordeles således:				
Skat af finansielle poster, netto	36	51	29	40
Skat af resultat af primær drift	-591	-408	-467	-322
	-555	-357	-438	-282
Net sales	55.876	58.397	44.097	46.087
Operating profit (EBIT)	2.392	2.790	1.888	2.202
Skat af EBIT	-591	-408	-467	-322
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.801	2.382	1.421	1.880
Årets resultat (Totalindkomst)	1.708	2.252	1.348	1.777
Assets	30.603	34.069	24.152	26.887
Equity	6.870	7.237	5.422	5.711
Afkastningsgrad (AG)	5,9 %	7,4 %	5,9 %	7,4 %
Omsætningsgrad af investeret kapital (OH)	1,8	1,8	1,8	1,8
Overskudsgrad (OG)	3,2 %	4,1 %	3,2 %	4,1 %
Egenkapitalens forrentning (ROE)	24,9 %	31,1 %	24,9 %	31,1 %

Skanska <i>mio. kr.</i>	SEK		DKK	
	2006	2007	2006	2007
Finansielle poster, netto	223	261	176	206
Skat af finansielle poster, netto	62	73	49	58
Svensk skatteprocent	0	0	0	0
Skat af ordinært resultat iflg. årsrapporter	-1.330	-1.546	-1.050	-1.220
Fordeles således:				
Skat af finansielle poster, netto	-62	-73	-49	-58
Skat af resultat af primær drift	-1.268	-1.473	-1.000	-1.162
	-1.330	-1.546	-1.050	-1.220
Net sales	125.603	138.781	99.126	109.526
Operating profit (EBIT)	4.762	5.406	3.758	4.266
Skat af EBIT	-1.268	-1.473	-1.000	-1.162
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	3.494	3.933	2.758	3.104
Årets resultat (Totalindkomst)	3.635	4.096	2.869	3.233

Assets	71.307	78.941	56.275	62.300
Equity	19.337	20.724	15.261	16.355
Afkastningsgrad (AG)	4,9 %	5,2 %	4,9 %	5,2 %
Omsætningsgrad af investeret kapital (OH)	1,8	1,8	1,8	1,8
Overskudsgrad (OG)	2,8 %	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Egenkapitalens forrentning (ROE)	18,8 %	19,8 %	18,8 %	19,8 %

Ultimokurs på SEK pr. 31. december 2007: 78,92

Regnskabstal er indhentet fra selskabernes offentliggjorte årsrapporter og omregnet til DKK på baggrund af ultimokursen på 31. december 2007.

Ved fordelingen af skatten er der blevet brugt den aktuelle skattesats,<sup>90</sup> og ikke årets gennemsnitlige effektive skatteprocent som i den reformulerede opgørelse af Sjælsø. Dette er blevet gjort, da det ikke har været muligt at fremskaffe den årets gennemsnitlige effektive skatteprocent.

---

<sup>90</sup> <http://www.inwema.dk/article.107.html>

## 8.7 Budgetter for 2008e til 2012e

Resultatopgørelse <i>i mio kr.</i>	Halvår							
	2006	2007	2008	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Nettoomsætning	3.643,2	6.351,2	2.944,9	4.890,4	4.645,9	4.692,4	5.020,8	5.673,5
Direkte omkostninger	-3.009,1	-5.078,6	-2.520,5	-4.185,8	-3.821,3	-3.859,5	-4.129,7	-4.652,3
Værdiregulering, investeringsejendomme	0,0	85,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>634,1</b>	<b>1.357,9</b>	<b>424,4</b>	<b>704,7</b>	<b>824,6</b>	<b>832,8</b>	<b>891,1</b>	<b>1.021,2</b>
Personaleomkostninger	-137,7	-182,4	-103,6	-207,2	-213,4	-219,8	-226,4	-233,2
Andre driftsomkostninger	0,0	-78,8	-38,3	-76,6	-78,9	-81,3	-83,7	-86,2
Andre driftsindtægter	-59,8	2,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat af associerede selskaber	-0,1	-1,5	-0,6	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4
<b>Indtjeningsbidrag (EBITDA)</b>	<b>436,5</b>	<b>1.097,8</b>	<b>282,1</b>	<b>419,7</b>	<b>531,1</b>	<b>530,5</b>	<b>579,7</b>	<b>700,5</b>
Af- og nedskrivninger	-4,8	-12,2	-1,5	-5,6	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
<b>Resultat af primær drift (EBIT)</b>	<b>431,7</b>	<b>1.085,6</b>	<b>280,6</b>	<b>414,1</b>	<b>529,8</b>	<b>529,2</b>	<b>578,4</b>	<b>699,1</b>
Skat af resultat af primær drift	-121,7	-245,5	-76,0	-103,5	-132,5	-132,3	-144,6	-174,8
<b>Resultat af primær drift efter skat (NO-PAT)</b>	<b>310,0</b>	<b>840,1</b>	<b>204,6</b>	<b>310,6</b>	<b>397,4</b>	<b>396,9</b>	<b>433,8</b>	<b>524,4</b>
Finansielle indtægter	21,4	40,2	23,6	29,3	27,9	28,2	30,1	34,0
Finansielle omkostninger	-13,7	-19,9	-11,7	-24,5	-20,3	-14,9	-15,3	-17,3
Skat af finansielle poster, netto	-2,2	-4,6	-3,0	-1,2	-1,9	-3,3	-3,7	-4,2
<b>Koncernresultat</b>	<b>315,5</b>	<b>855,8</b>	<b>213,5</b>	<b>314,2</b>	<b>403,0</b>	<b>406,8</b>	<b>444,9</b>	<b>536,9</b>
Udbytte		-104,3	0,0	0,0	-105,6	-105,6	-105,6	-105,6
<b>Koncernresultat efter udbytte</b>		<b>751,5</b>	<b>213,5</b>	<b>314,2</b>	<b>297,4</b>	<b>301,2</b>	<b>339,4</b>	<b>431,3</b>

Aktiver <i>mio. kr.</i>	Note	2006	2007	Halvår 2008	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
<b>Anlægsaktiver</b>									
Goodwill		595,3	595,3	536,8	536,8	536,8	536,8	536,8	536,8
Immaterielle rettigheder mm.		21,8	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Immaterielle anlægsaktiver i alt</b>		<b>617,1</b>	<b>599,7</b>	<b>536,8</b>	<b>536,8</b>	<b>536,8</b>	<b>536,8</b>	<b>536,8</b>	<b>536,8</b>
Grunde og bygninger		44,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsmateriel og inventar		17,9	23,5	23,6	23,6	24,3	25,1	25,8	26,6
<b>Materielle anlægsaktiver i alt</b>		<b>62,6</b>	<b>23,5</b>	<b>23,6</b>	<b>23,6</b>	<b>24,3</b>	<b>25,1</b>	<b>25,8</b>	<b>26,6</b>
<b>Investeringsjendomme</b>		<b>0,0</b>	<b>442,9</b>	<b>442,9</b>	<b>442,9</b>	<b>487,2</b>	<b>535,9</b>	<b>428,7</b>	<b>343,0</b>
Kapitalandele i associerede virksomheder		1,2	0,3	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Værdipapirer og andre finansielle anlægsaktiver		20,4	15,1	12,8	12,8	13,2	13,6	14,0	14,4
Udskudt skatteaktiv		0,0	0,9	5,9	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7
<b>Finansielle anlægsaktiver i alt</b>		<b>21,6</b>	<b>16,3</b>	<b>18,8</b>	<b>19,1</b>	<b>19,6</b>	<b>20,2</b>	<b>20,8</b>	<b>21,4</b>
<b>Anlægsaktiver i alt</b>		<b>701,3</b>	<b>1.082,4</b>	<b>1.022,1</b>	<b>1.022,4</b>	<b>1.068,0</b>	<b>1.118,0</b>	<b>1.012,2</b>	<b>927,8</b>
<b>Omsætningsaktiver</b>									
Projektbeholdning, solgte projekter		1.883,2	1.248,9	926,6	-	-	-	-	-
Projektbeholdning, egen regning		1.911,4	2.530,3	2.637,9	-	-	-	-	-
<b>Projektbeholdning i alt</b>		<b>3.794,6</b>	<b>3.779,2</b>	<b>3.564,5</b>	<b>5.433,8</b>	<b>4.645,9</b>	<b>4.231,2</b>	<b>4.527,3</b>	<b>4.712,2</b>
Tilgodehavender fra salg		697,9	488,5	835,8	-	-	-	-	-
Igangværende solgte projekter		688,5	1.681,2	1.631,2	-	-	-	-	-
<b>Tilgodehavender fra salg i alt</b>		<b>1.386,4</b>	<b>2.169,7</b>	<b>2.467,0</b>	<b>3.493,2</b>	<b>2.732,9</b>	<b>2.346,2</b>	<b>2.183,0</b>	<b>2.268,5</b>
Tilgodehavender hos associerede virksomheder		1,9	2,2	20,1	20,1	20,7	21,4	22,0	22,7
Andre tilgodehavender		72,3	88,5	230,1	230,1	237,0	244,1	251,4	258,9
Forudbetalte omkostninger		3,1	4,6	6,7	6,7	7,0	7,2	7,4	7,6
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>77,3</b>	<b>95,3</b>	<b>256,9</b>	<b>256,9</b>	<b>264,7</b>	<b>272,6</b>	<b>280,8</b>	<b>289,2</b>
<b>Værdipapirer og kapitalandele</b>		<b>12,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>
<b>Likvide beholdninger</b>		<b>1.070,9</b>	<b>1.912,2</b>	<b>1.128,6</b>	<b>709,6</b>	<b>1.359,9</b>	<b>828,2</b>	<b>1.276,5</b>	<b>2.140,2</b>
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>		<b>6.341,7</b>	<b>7.959,0</b>	<b>7.419,9</b>	<b>9.896,3</b>	<b>9.006,1</b>	<b>7.680,9</b>	<b>8.270,4</b>	<b>9.412,9</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>7.043,0</b>	<b>9.041,4</b>	<b>8.442,0</b>	<b>10.918,8</b>	<b>10.074,1</b>	<b>8.798,9</b>	<b>9.282,6</b>	<b>10.340,8</b>

Passiver <i>mio. kr.</i>	Note	Halvår							
		2006	2007	2008	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
<b>Egenkapital</b>									
Aktiekapital		25,0	260,6	260,6	264,0	264,0	264,0	264,0	264,0
Reserve for dagsværdiregulering, investeringsejendom		0,0	64,0	26,3	64,0	64,0	64,0	64,0	64,0
Reserve for dagsværdiregulering, sikringsinstrumenter		0,0	8,5	64,0	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Valutakursregulering, selvstændige udenlandske enheder		1,3	-4,2	-2,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2
Overført resultat (inkl. forslået udbytte for regnskabsåret)		1.258,0	1.757,8	1.789,9	2.072,0	2.369,5	2.670,7	3.010,1	3.441,4
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>1.284,3</b>	<b>2.086,7</b>	<b>2.138,6</b>	<b>2.404,3</b>	<b>2.701,8</b>	<b>3.003,0</b>	<b>3.342,4</b>	<b>3.773,7</b>
<b>Forpligtelser</b>									
<b>Langfristede forpligtelser</b>									
Hensat udskudt skat		235,4	298,3	317,7	317,7	327,2	337,1	347,2	357,6
Øvrige hensatte forpligtelser		24,3	27,2	24,9	24,9	25,6	26,4	27,2	28,0
Kreditinstitutter, projektf finansiering		3.771,4	3.110,0	3.095,0	4.191,8	3.484,4	2.559,5	2.619,6	2.960,1
Kreditinstitutter, øvrig finansiering		5,3	2,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3
Finansielle leasingforpligtelser		32,4	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Skyldig selskabsskat		0,0	0,0	62,7	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skyldig købesum, datterselskaber		260,5	95,9	28,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Langfristede forpligtelser i alt</b>		<b>4.329,3</b>	<b>3.534,2</b>	<b>3.530,3</b>	<b>4.535,7</b>	<b>3.838,5</b>	<b>2.924,2</b>	<b>2.995,2</b>	<b>3.347,0</b>
<b>Kortfristede forpligtelser</b>									
Øvrige hensatte forpligtelser		16,8	14,8	17,6	17,6	18,1	18,6	19,2	19,8
Kreditinstitutter, projektf finansiering		192,6	2.083,6	1.459,0	2.794,5	2.323,0	1.706,3	1.746,4	1.973,4
Kreditinstitutter, øvrig finansiering		7,0	4,7	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8
Finansielle leasingforpligtelser		2,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Skyldige købesummer, ejendomme		56,5	31,8	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skyldig købesum, datterselskaber		50,0	178,0	50,8	28,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Acontobetaling, projektsalg		152,8	136,5	709,3	206,5	176,5	160,8	172,0	179,1
Leverandører af varer og tjenesteydelser		728,1	734,8	138,6	719,2	663,7	625,6	627,6	630,4
Skyldig selskabsskat		43,2	133,8	182,8	104,7	134,3	135,6	148,3	179,0
Anden gæld		180,3	102,3	208,4	208,4	214,6	221,1	227,7	234,5
<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>		<b>1.429,4</b>	<b>3.420,5</b>	<b>2.773,2</b>	<b>4.083,0</b>	<b>3.533,8</b>	<b>2.871,7</b>	<b>2.945,0</b>	<b>3.220,0</b>
<b>Forpligtelser i alt</b>	<b>1</b>	<b>5.758,7</b>	<b>6.954,7</b>	<b>6.303,4</b>	<b>8.618,7</b>	<b>7.372,3</b>	<b>5.795,9</b>	<b>5.940,2</b>	<b>6.567,1</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>7.043,0</b>	<b>9.041,4</b>	<b>8.442,0</b>	<b>11.023,0</b>	<b>10.074,1</b>	<b>8.798,9</b>	<b>9.282,6</b>	<b>10.340,8</b>

**Pengestrømsopgørelse**

<i>mio kr.</i>	<i>Note</i>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
Resultat af primær drift		414,1	529,8	529,2	578,4	699,1
Af- og nedskrivninger		5,6	1,2	1,3	1,3	1,3
Ændringer i driftskapital	2	-3.362,8	1.426,3	739,7	-127,9	-269,0
Finansielle indtægter		29,3	27,9	28,2	30,1	34,0
Finansielle omkostninger		-24,5	-20,3	-14,9	-15,3	-17,3
Regulering i hensatte forpligtigelser		19,9	10,8	11,1	11,5	11,8
Betalt selskabsskat		-133,8	-104,7	-134,3	-135,6	-148,3
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>		<b>-3.052,2</b>	<b>1.870,9</b>	<b>1.160,2</b>	<b>342,5</b>	<b>311,7</b>
<b>Pengestrømme fra investeringsaktivitet</b>		<b>54,2</b>	<b>-48,1</b>	<b>-51,3</b>	<b>104,5</b>	<b>83,0</b>
Ændring i rentebærende gæld		1.790,2	-1.178,8	-1.541,5	100,3	567,7
Kapital udvidelse		3,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Betalt udbytte		-104,3	0,0	-105,6	-105,6	-105,6
Ændring i anden gæld		106,1	6,3	6,4	6,6	6,8
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktivitet</b>		<b>1.795,5</b>	<b>-1.172,6</b>	<b>-1.640,6</b>	<b>1,3</b>	<b>469,0</b>
<b>Ændring i likvider i alt</b>		<b>-1.202,6</b>	<b>650,3</b>	<b>-531,7</b>	<b>448,4</b>	<b>863,7</b>
<b>Likvider primo</b>		<b>1.912,2</b>	<b>709,6</b>	<b>1.359,9</b>	<b>828,2</b>	<b>1.276,5</b>
<b>Likvider midler ultimo</b>		<b>709,6</b>	<b>1.359,9</b>	<b>828,2</b>	<b>1.276,5</b>	<b>2.140,2</b>

**Noter**

<i>mio kr.</i>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
<b>Note 1</b>							
Rentebærende gæld	3.976,3	5.200,6	6.990,8	5.812,0	4.270,6	4.370,9	4.938,6
Driftsafledt gæld	1.325,6	1.177,7	954,6	840,4	786,6	799,8	809,6
Anden gæld	456,8	102,3	208,4	214,6	221,1	227,7	234,5
Hensættelser	276,5	340,3	360,2	371,0	382,1	393,6	405,4
Skyldig skat	43,2	133,8	104,7	134,3	135,6	148,3	179,0
<b>Gæld i alt</b>	<b>6.078,4</b>	<b>6.954,7</b>	<b>8.618,7</b>	<b>7.372,3</b>	<b>5.795,9</b>	<b>5.940,2</b>	<b>6.567,1</b>
<b>Note 2</b>							
Projektbeholdning		15,4	-1.654,6	787,9	414,7	-296,2	-184,9
Tilgodehavender		-801,3	-1.485,1	752,6	378,8	155,0	-94,0
Driftsafledt gæld		-147,9	-223,1	-114,2	-53,8	13,2	9,8
<b>Ændring i driftskapital</b>		<b>-933,8</b>	<b>-3.362,8</b>	<b>1.426,3</b>	<b>739,7</b>	<b>-127,9</b>	<b>-269,0</b>



### 8.7.1 Budgettering (Selskabsskat)

<i>i mio kr.</i>	Halvår							
	2006	2007	2008	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Finansielle poster, netto	7,7	20,3	11,9	4,9	7,5	13,2	14,8	16,8
Skat af finansielle poster, netto	2,2	4,6	3,0	1,2	1,9	3,3	3,7	4,2
Årets gennemsnitlige effektive skatteprocent	28,2 %	22,6 %	-	-	-	-	-	-
Skat af ordinært resultat iflg. Årsrapporter	-123,9	-250,1	-79,0	-	-	-	-	-
Årets resultat før skat iflg. Budget	-	-	-	418,9	537,4	542,4	593,3	715,9
Skat af ordinært resultat iflg. Budget	-	-	-	-104,7	-134,3	-135,6	-148,3	-179,0
Fordeles således:								
Skat af finansielle poster, netto	-2,2	-4,6	-3,0	-1,2	-1,9	-3,3	-3,7	-4,2
Skat af resultat af primær drift	-121,7	-245,5	-76,0	-103,5	-132,5	-132,3	-144,6	-174,8
	-123,9	-250,1	-79,0	-104,7	-134,3	-135,6	-148,3	-179,0
Dansk skatteprocent	28 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %

## 8.8 Fastlæggelse af WACC

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	Middel
Gældsandel i procent	63,42 %	57,69 %	48,54 %	47,09 %	47,76 %	52,90 %
Egenkapitalandel i procent	21,81 %	26,82 %	34,13 %	36,01 %	36,49 %	31,05 %
Effektiv lånerente i procent for fremmedkapital	6,75 %	6,50 %	6,00 %	5,75 %	5,50 %	6,10 %
Ejerafkastkravet	8,01 %	8,01 %	8,01 %	8,01 %	8,01 %	8,01 %
Effektiv skatteprocent	25,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %	25,00 %
<b>WACC</b>	<b>7,46 %</b>	<b>8,04 %</b>	<b>7,95 %</b>	<b>7,79 %</b>	<b>7,66 %</b>	<b>8,01 %</b>
Risikofri rente	3,87 %					
Beta	1,48					
Afkast på markedsporteføljen	2,8					
Ejerafkastkravet	8,01 %					

## 8.9 Det frie cash flow

<i>i mio. kr.</i>	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Nettoresultat før renter og skat (EBIT)	414,1	529,8	529,2	578,4	699,1
- Skat	-103,5	-132,5	-132,3	-144,6	-174,8
= Nettodriftsresultat efter skat (cash earnings)	310,6	397,4	396,9	433,8	524,4
+ Afskrivninger og amortiseringer	5,6	1,2	1,3	1,3	1,3
= Brutto cash flow	316,1	398,6	398,2	435,1	525,7
+/- Ændring i driftskapital (netto)	-3.362,8	1.426,3	739,7	-127,9	-269,0
- Nettoinvesteringer	54,2	-48,1	-51,3	104,5	83,0
= Frit cash flow fra driften	-2.992,5	1.776,7	1.086,6	411,7	339,7
+/- Ikke driftstilknyttede cash flows	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= <b>FRIT CASH FLOW</b>	<b>-2.992,5</b>	<b>1.776,7</b>	<b>1.086,6</b>	<b>411,7</b>	<b>339,7</b>

## 8.10 RIDO-modellen

<i>i mio. kr.</i>	2007	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		310,6	397,4	396,9	433,8	524,4
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	5.436,7	8.627,6	7.197,7	6.489,6	6.484,2	6.626,1
<b>RIDO</b>		-124,9	-293,7	-179,6	-86,0	5,0

## 9 Litteraturliste

### 9.1 Faglitteratur

Elling, Jens O. & Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave/2. oplag 2005, Gjellerup/Gads Forlag, ISBN-10: 87-13-04903-8 / ISBN-13: 978-87-13-04903-5.

Elling, Jens O.: Årsrapporten - teori og regulering, 1. udgave/4. oplag 2006, G.E.C. Gads Forlag, ISBN-10: 87-13-04846-5 / ISBN-13: 978-87-13-04846-5

Havsteen, Michael: Guide til nøgletal og ekstern regnskabsanalyse, 2. udgave 2005, Forlaget Focus, ISBN 87-989702-9-1

Petersen, Chrisian V. & Plenbrg, Thomas: Regnskabsanalyse for beslutningstagere, 1. udgave/2. oplag 2007, Forlaget Thomson, ISBN-10:87-619-1242-5 / ISBN-13: 978-87-619-1242-8.

### 9.2 Publikationer

dfdf

Økonomisk Redegørelse, August 2008, Finansministeriet

NYT, Emnegruppe: Byggeri og boligforhold, Konjunkturbarometer for bygge og anlæg november 2008, 28. november 2008, Danmarks Statistik

Corporate Governance, Sjælsø

Landeanalyse - Finland, Dansk Erhverv

Landeanalyse - Norge, Dansk Erhverv

Risikopræmien på aktier, Niki Saabye, Handelsafdelingen, Nationalbanken

### 9.3 Artikler

Byggebranche ramt af værste nedtur i 20 år

<http://www.business.dk/article/20080624/industri/706240037/0/:www.designa.dk/>

Sjælsø Gruppen køber Ikast Byggeindustri A/S for 800 mio. kr.

<http://www.finansnyt.com/forside/nyheder/sjaelsoegruppenkoeberikastbyggeindustriasfor800miokr.aspx>

Fed sænker renten for syvende gang under krisen

<http://www.business.dk/article/20080430/marked/80430182/>

Nul-rente i 2009 i USA

<http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php?id=18573708>

Hovedtendenser, Dansk Byggeri

<http://www.danskbyggeri.dk/C12573D400422695/0/2D41FDE4F28D6D29C12573E200437B72>

Finansministeriet sænker dansk vækstskøn

<http://www.netposten.dk/?pageid=5&articleid=1025032&RSS=on&From=AlleNyheder>

Største antal byggekonkurser i 25 år

<http://www.erhvervsbladet.dk/article/20081006/news05/81006101/>

Ejendoms-udviklernes jagt på nødudgangen

<http://www.erhvervsbladet.dk/article/20080225/news05/702240012/>

Miljørigtigt byggeri i praksis – hvad venter vi på?

<http://www.tekno.dk/subpage.php3?article=1465&toppic=kategori2&language=dk>

Kreditkrisen bremser erhvervsbyggeri

<http://www.erhvervsbladet.dk/article/20080901/news05/708310006/>

Landeanalyse - Sverige

<http://www.danskerhverv.dk/4+Medlemskab/4.3+Nyhedsbreve/4.3.14+oekonomisk+politisk/2008/oktober/2008.01.09+Landeanalyse.htm>

SkatteNyt 2007-04 - Omlægning af selskabsskatten - Indgreb mod kapitalfonde og CFC

<http://www.kpmg.dk/view.asp?ID=3971>

Sjælsø presset til nedjustering og frasælger

<http://borsen.dk/invester/nyhed/138589/>

Aktieanalyse: Sjælsø Gruppen

<http://www.shareholders.dk/art/templates/nyhedsbrev.aspx?articleid=168&zoneid=1>

Spændende investeringsmuligheder i det polske boligmarked

<http://jespersidenius.wordpress.com/2007/05/22/sp%C3%A6ndende-investeringsmuligheder-i-det-polske-boligmarked/>

Kraftigt fald i renten

<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2008/11/19/105316.htm?rss=true>