



Værdiansættelse af Terma A/S

AFGANGSPROJEKT, HD2-R ONLINE

Lars Føns Bruun Andersen – studienummer 20230280

Indhold

Abstract	4
1 Indledning.....	5
1.1 Virksomhedsbeskrivelse	5
1.2 Problemformulering.....	6
1.3 Problemstillinger	6
2 Afgrænsning	6
3 Metode.....	7
3.1 Metode- og teorivalg	7
3.1.1 Problemstilling 1	8
3.1.2 Problemstilling 2	8
3.1.3 Problemstilling 3	8
3.1.4 Problemstilling 4.....	9
3.2 Dataindsamling	9
3.2.1 Primær data	9
3.2.2 Sekundære data	9
4 Redegørelse	10
4.1 Strategisk analyse	10
4.1.1 PESTEL-modellen	10
4.1.2 Kritik af PESTEL-analysen	11
4.1.3 Porter's Five Forces	11
4.1.4 Kritik af Porter's Five Forces.....	13
4.1.5 GE-modellen	13
4.1.6 Kritik af GE-modellen	14
4.1.7 SWOT	14
4.2 Regnskabsanalyse	15
4.2.1 Managerial balance sheet	15
4.2.2 Reformulering af egenkapitalen.....	16
4.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen.....	17
4.2.4 Budgettering.....	17
4.2.5 Værdiansættelse	18
5 Strategisk analyse	19
5.1 Ekstern analyse	19
5.1.1 PESTEL - Makroanalyse.....	19
5.1.2 Porter's Five Forces - Mikroanalyse	25
5.2 Intern analyse.....	28
5.2.1 GE-modellen	28

5.3 SWOT-analyse og konklusion	29
6 Regnskabsanalyse.....	29
6.1 Rentabilitetsanalyse	30
6.1.1 Egenkapitalens forrentning – Return on Equity (ROE).....	31
6.1.2 Afkastningsgraden – Return on Invested Capital (ROIC)	32
6.1.3 Financial Leverage Multiplier.....	35
6.1.4 Tax effect ratio	38
6.1.5 Opsummering på regnskabsanalysen.	39
6.2 Finansieringsanalyse.....	39
6.2.1 NLF (net long-term financing).....	40
6.2.2 NSF (net short-term financing)	40
6.2.3 Liquidity ratio	40
6.2.4 SGR (Self-sustainable growth rate)	41
6.2.5 Opsummering på finansieringsanalysen	42
7 Budgettering	43
7.1 Omsætningsvæksten	43
7.2 EBIT-margin	44
7.3 Effektive skattesats og EBIT efter skat	44
7.4 Afskrivninger og investeringer	45
7.5 Delta ændring WCR	45
8 Værdiansættelse.....	46
8.1 DCF-modellen	46
8.2 Fastlæggelse af WACC	47
8.2.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen.....	47
8.2.2 Fastlæggelse af egenkapitalomkostningen (Cost of Equity).....	48
8.2.3 Fastlæggelse af fremmedkapitalomkostningen (Cost of debt).....	51
8.2.4 Beregning af WACC	52
8.3 Beregning og værdiansættelse af DCF	52
8.5 Følsomhedsanalyse.....	53
8.6 Værdiansættelse ud fra comparables P/E og EV/EBITDA	54
9 Konklusion	55
Bibliografi	57
Bilag	60

Figur 1 - Porter's Five Forces.....	12
Figur 2 - GE-model	14
Figur 3 - SWOT-analyse.....	15
Figur 4 - Managerial balance sheet	16
Figur 5 - The Drivers of Return on Equity	30
Figur 6 - Profitabilitetsnøgletal (ROE) – egen tilvirkning	31
Figur 7 - Profitabilitetsnøgletal (ROIC) – egen tilvirkning.....	32
Figur 8 - Overskudgrad (EBIT%)	33
Figur 9 - Capital turnover - egen tilvirkning	34
Figur 10 - Financial Leverage Multiplier – egen tilvirkning	36
Figur 11 - Financial cost ratio – egen tilvirkning	37
Figur 12 - Financial structure ratio – egen tilvirkning	37
Figur 13 - Tax effect ratio – egen tilvirkning	38
Figur 14 - Liquidity ratio.....	41
Figur 15 - 10-årige dansk statsobligation.....	49
 Tabel 1 - Managerial balance sheet - egen tilvirkning	16
Tabel 2 - Resultatopgørelse - egen tilvirkning	17
Tabel 3 – Profitabilitetsnøgletal (2019/20 til 2023/24)	31
Tabel 4 - Difference mellem investering og gæld	35
Tabel 5 - Finansiering.....	39
Tabel 6 - Likviditetsændring i Liquidity ratio	41
Tabel 7 - DCF-værdiansættelse	53
Tabel 8 - Følsomhedsanalyse	54
Tabel 9 - Værdiansættelse (P/E) og (EV/EBITDA)	55
 Ligning 1 - Return on equity (ROE)	31
Ligning 2 - Return on Invested Capital (ROIC).....	32
Ligning 3 - Overskudgrad (EBIT%)	33
Ligning 4 - Capital Turnover (AOH)	34
Ligning 5 - Financial Leverage Multiplier	35
Ligning 6 - Financial cost ratio	36
Ligning 7 - Financial structure ratio.....	37
Ligning 8 - NLF	40
Ligning 9 - Liquidity ratio.....	41
Ligning 10 - SGR	42
Ligning 11 - CAPEX.....	45
Ligning 12 - CAPM.....	48
Ligning 13 - Cost of debt (WACC)	51

Abstract

The purpose of this project is to assess the value of the Danish defense and aerospace company Terma A/S, calculating the valuation of the company as of November 12th, 2024, based on its latest annual rapport 2023/24. The project takes its starting point in the current geopolitical situation with Russia's invasion of Ukraine in 2022 and the subsequent military build-up in Europe. The project applies a comprehensive analysis to determine the company's intrinsic value.

To answer the project's problem statement, a strategic analysis has been used to identify the external and internal factors that affect Terma. To identify the external factors a PESTEL and Porter's Five Forces analysis reveals the macro- and microenvironments in which Terma operates in. To identify the internal factors the GE-matrix and SWOT analysis were used. The strategic analysis shows that Terma is a solid and financially sound company with a strong position in the defense and aerospace industry. Terma's niche focus, innovative approach, and ability to adapt to market changes give them a competitive advantage.

To assess the firm's value, a financial statement analysis was conducted based on the annual reports from the past five years. The analysis is aimed at identifying any developments or trends that could forecast future performance. The analysis was used to produce an estimated budget, which is then used in a DCF model to calculate the discounted future free cash flow to present value. Financial statement analysis reveals a positive trend in Terma's ROE over the past 5 years. This improvement is primarily attributed to an increased ROIC, which negates the counteracting effects of reduced financial leverage and tax effect ratio. The estimated value of Terma using the DCF model was calculated at 3.54 billion DKK. This valuation is based on a weighted average cost of capital (WACC) of 5.88% and a terminal growth rate of 2.09%.

Furthermore, a sensitivity analysis has been carried out to assess the uncertainty in the valuation. The sensitivity analysis shows that the enterprise value increases with a higher growth rate in the terminal period and decreases with a higher WACC. The analysis showed that even small minor adjustments to these factors can significantly impact the valuation. To further evaluate the valuation of Terma using the DCF model, a comparative analysis was undertaken with the American defense company Lockheed Martin from its P/E and EV/EBITDA. The calculation showed a value of between 2.97 billion DKK and 5.48 billion DDK for Terma. This comparative analysis suggests that the initial DCF valuation of DKK 3.54 billion is within a reasonable range.

1 Indledning

Den 24. februar 2022 krydsede russiske soldater den ukrainske grænse, hvilket blev betegnet som en "særlig militær operation". De officielle russiske begrundelser for invasionen omhandlede blandt andet beskyttelsen af den russisktalende befolkninger i Donbas og en påstået "denazificering" af Ukraine. Denne handling blev udført kort efter, at den amerikanske præsident Joe Biden havde givet udtryk for støtte til Ukraines ambitioner om at blive medlem af NATO¹. Krigen har sin historiske efterslæb til den kolde Krig mellem NATO og Warszawa-pagten. De europæiske lande, med undtagelse af Ungarn, har ydet omfattende støtte til Ukraine, både humanitært og militært, herunder leverancer af kampvogne, ammunition og andet udstyr.

Danmark har således også støttet Ukraine med 50 mia. kr., hvor fire mia. kr. er endt i danske virksomheder, oplyste Troels Lund Poulsen til Børsen d. 10. juli 2024. (Marienlund & Sommer, 2024). Pengene kommer konkret fra en Ukraine-fond, hvor forligskredsen ønsker, at pengene skal komme danske virksomheder til gode. Forsvarsindustrien i Danmark er beskeden, set i forhold til andre lande som USA, Tyskland, Storbritannien m.m.

Af de danske virksomheder, der har forsvarsrelateret aktivitet som kernevirksomhed, er Terma det største selskab målt på omsætningen med en omsætning på 2,6 mia. kr. (Holm, 2024). Som privat investor er det i øjeblikket ikke muligt at investere i Terma A/S.

Det kunne derfor være interessant at foretage en teoretisk værdiansættelse af Terma, som om virksomheden var børsnoteret på den københavnske fondsbørs. Lockheed Martin som er Termas amerikanske samarbejdspartner, står for produktionen af de danske F-35 fly², er børsnoteret på den amerikanske børs. Det kunne derfor også være interessant at værdiansætte Terma baseret på Lockheed Martins finansielle multipler.

1.1 Virksomhedsbeskrivelse

Terma er dansk virksomhed med hovedsæde Lystrup, som har specialiseret sig i udviklingen og produktionen af teknologiske løsninger til luftfart, forsvar og sikkerhed. Terma har ansat mere end 1.700 medarbejdere fordelt over hele verden. Virksomheden har siden 1949 været med i udviklingen af en række projekter, herunder radarsystemer, missilforsvarssystemer og har været

¹ *North Atlantic Treaty Organization*

² <https://www.forsvaret.dk/da/materiel2/f-35---danmarks-nye-kampfly/>

med til at opsende satellitter. Terma samarbejder med andre virksomheder og organisationer, både nationalt og internationalt særligt i Europa og det amerikanske kontinent. Koncernen er privatejet af Thomas B. Thrige Fonden. Terma blev grundlagt af brødrene Orla og Svend Aage Jørgensen, som fremstillede gasflasker, termometre og manometre³, hvilket inspirerede til navnet Terma. I 1949 blev virksomheden kaldt "Fabrik for Måleinstrumenter TERMA A/S". I 2023 indgik Terma en 30-årig aftale med det danske forsvar, hvor virksomheden skal stå for integrationen af luft- og missilforsvarssystemer samt nye skibe til den danske flåde. Termas samarbejde med Lockheed Martin om F-35 flyet, har gjort at de er global leverandør af over 80 unikke dele til F-35 flyene (Terma, 2024)

1.2 Problemformulering

Hvad er den estimerede enterprise value af Terma A/S, og hvordan påvirkes denne værdiansættelse af Ruslands invasion af Ukraine og den efterfølgende oprustning i Europa.

1.3 Problemstillinger

1. Hvilke eksterne faktorer påvirker Terma?
2. Hvilke interne faktorer på Terma?
3. Hvordan har Termas regnskab udviklet sig i de seneste 5 år?
4. Hvilken værdi vil Terma have på baggrund af analysen?

2 Afgrænsning

Afgrænsning af projektet skal være med til at give læseren af projektet et indblik i, hvilke faktorer som der er blevet udeladt i projektet og som der dermed ikke vil indgå i projektet eller blive beskrevet. Formålet med afgrænsningen er at snævre projektet ind, så projektet holder sig inden for problemformuleringen og problemstillingerne.

Projektet er udformet på baggrund af Termas offentliggjorte årsregnskaber fra regnskabsårene 2019/20 til 2023/24. Projektet er således blevet afgrænset til at omhandle en periode på 5 år.

³ Trykmåler

Den sidste dataindsamling er blevet foretaget den 03.12.2024. Data og materiale, som kunne have været relevant for projektet, vil ikke blive inkluderet efter denne dato.

I Termas årsregnskab for 2023/24 fremgår det, at selskabet har 13 datterselskaber som indgår i koncernen. Projektet vil fokusere på en analyse af Terma koncernen som helhed og ikke de individuelle datterselskaber, på grund af projektets sidetalsbegrænsning.

I den strategiske analyse fokuseres der på overordnede eksterne og interne analysemodeller. Derfor udføres der ikke en detaljeret analyse af strategiudviklingen og Termas produkter, herunder produkternes livscyklus, vækstmatrix og positionering. (Olsen, et al., 2022, pp. 207-238).

I projektet anvendes multipler baseret på det amerikanske selskab Lockheed Martin til at værdiansætte Terma. Andre store våbenproducenter kunne have været Raytheon Technologies⁴ eller Rheinmetall⁵ som ikke er inkluderet i projektet.

Ved udarbejdelsen af budgettet underbygget af regnskabsanalysen i problemstilling 3, er der anvendt en fremskrivningsprognose på 5 år (2025-2029). Det vurderes at en tidshorisont udover de 5 år introducerer en for høj grad af usikkerhed i budgetprognoserne, da det anses for at være vanskeligt og kompliceret at forudsige markedsudviklingen og den teknologiske innovation mere end 5 år frem. Det kunne have været relevant at der i projekt blev udarbejdet forskellige scenarier for budgettet i forhold til usikkerhed omkring markedsudviklingen og den teknologiske innovation. En mere dybdegående analyse med scenarier eller sensitivitetsanalyse falder dog uden for dette projekts rammer.

I værdiansættelsesmetoderne er price-to-book (P/B) fravalgt som værdiberegner. Metoden overser ting som varemærker, patenter osv., hvorfor de bogførte værdier kan være forældede og derfor repræsenterer de ikke den fulde værdi.

3 Metode

3.1 Metode- og teorivalg

Problemformuleringen besvares ved at inddrage relevante teorier, modeller og metoder fra HD2-uddannelsen i Regnskab og Økonomistyring, fra fagene i Strategisk Ledelse og

⁴ Raytheon Technologies Corporation er et amerikansk selskab, indenfor luftfarts- og forsvarsindustrien. <https://www.rtx.com/>

⁵ Rheinmetall er en tysk forsvarsindustrikoncern, som producerer militærkøretøjer og våben. <https://www.rheinmetall.com/en>

Strategiprocesser samt Regnskabsanalyse og Virksomheders Finansielle Planlægning. Analysen tager udgangspunkt i ekstern viden i form af årsregnskaber og diverse informationer fra Termas hjemmeside.

I det følgende afsnit redegøres for de anvendte metoder og teorier, og hvordan disse bidrager til at besvare de enkelte problemstillinger.

3.1.1 Problemstilling 1

Til at analysere hvilke eksterne faktorer, som der påvirker Terma, vil der blive anvendt en PESTEL analyse og Porter's Five Forces. De to strategimodeller er valgt for at vurdere, hvordan Terma påvirkes af sine omgivelser, og for at analysere den konkurrencemæssige situation på markedet. Formålet med at identificere de vigtigste eksterne faktorer, er for at finde ud af om det har betydning for Termas udvikling nu og eventuelle påvirkninger i fremtiden. Sammen skal de to modeller give et overblik af Termas omverden. PESTEL analysen illustrerer de overordnede makrofaktorer som en form for makroanalyse, mens Porter's Five Forces er en mikroanalyse som giver indblik i den specifikke konkurrencesituation.

3.1.2 Problemstilling 2

Til at besvarelse problemstilling 2 foretages der en analyse af Termas interne faktorer og strategiske position ved at benytte GE-modellen. Denne porteføljeanalysemodel vil i projektet blive brugt til at analysere summen af forretningsenhedernes markedsattraktivitet og konkurrenceevn. På baggrund af de foregående tre strategiske analyser vil Termas strategiske position blive opsummeret og vurderet i form af en SWOT-analyse. Denne model undersøger både den eksterne del (muligheder og trusler) og den interne del (styrker og svagheder) for at vurdere virksomhedens givne situation og prioritering af de væsentlige områder. Data til SWOT-analysen indsamles fra PESTEL analysen, Porter's Five Forces og GE-McKinsey-modellen.

3.1.3 Problemstilling 3

For at besvare problemstilling 3, som omhandler den økonomiske udvikling i Terma, vil der blive gennemført en regnskabsanalyse. Analysen vil baseres på årsregnskaberne fra perioden 2018/2019 til 2023/2024. De offentliggjorte regnskaber vil blive omstruktureret til et

Managerial Balance Sheet (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 112-113) med henblik på at belyse den historiske udvikling og foretage en rentabilitetsanalyse. Resultaterne af regnskabsanalysen vil danne grundlag for udarbejdelsen af et fremtidigt budget for Terma med en tidshorisont på 5 år. Budgettet vil tage udgangspunkt i de historiske tendenser, som rentabilitetsanalysen afdækker, samt Termas ledelses egne prognoser for 2024/2025.

3.1.4 Problemstilling 4

For at besvare problemstilling 4 vedrørende værdiansættelsen af Terma anvendes en Discounted Cash Flow (DCF)-model. Data til DCF-modellen udformes i projektets budget som udarbejdet på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Ved at fremskrive det frie cash flow for perioden 2025-2029 og tilbagediskontere disse fremtidige pengestrømme til nutidsværdi, kan vi beregne en estimeret egenkapitalværdi for virksomheden. Til at vurdere værdiansættelsen foretages der en følsomhedsanalyse på WACC og terminalrenten som bliver brugt i DCF-modellens beregning. WACC vil blive varieret med +/- 1% og terminalrenten med +/- 0,5%, dette gøres for at vurdere DCF-modellens følsomhed over for ændringer. Afslutningsvis foretages en yderligere alternativ værdiansættelsesmetode af Terma ved brug af Lockheed Martins regnskabsmultipler P/E og EV/EBITDA, dette gøres for til at vurdere værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen i forhold ved at sammenligne med en anden virksomhed.

3.2 Dataindsamling

3.2.1 Primær data

I dette projekt er der ikke blevet indsamlet primær kvalitativ eller kvantitativ data for at besvare problemformuleringen. Forfatteren har vurderet, at det er muligt at give en tilfredsstillende og grundig besvarelse ved kun at anvende sekundære data.

3.2.2 Sekundære data

Datagrundlaget for projektet består primært af andenhånds information. Det vil sige, nyhedsartikler, akademiske databaser, online publikationer, Termas officielle hjemmeside www.terma.com samt de offentliggjorte årsregnskaber. For at sikre en objektiv og pålidelig

analyse vil forfatteren af projektet kritisk undersøge oprindelse, metodologi og potentielle begrænsninger de måtte have. Selve vurderingsprocessen vil ikke blive inkluderet i projektet.

4 Redegørelse

I det følgende afsnit redegøres der for de modeller og teori, som skal danne grundlag for strategianalysen og regnskabsanalysen.

4.1 Strategisk analyse

4.1.1 PESTEL-modellen

PESTEL-modellen er et udbredt og nyttig strategisk værktøj. Den anvendes til at belyse de samfundsmæssige faktorer, der kan have indflydelse på, hvordan en virksomhed fungerer og træffer sine valg. Modellen identificerer og kortlægger trends og udviklingstendenser inden for seks områder. Når virksomheder undersøger disse områder, kan de opdage både muligheder og trusler, som de måske ellers ville have overset. (Olsen, et al., 2022, pp. 156-158)

Virksomheders drift påvirkes af mange forskellige faktorer. På den politiske side, er det vigtigt at se på skattepolitik, udlandshandel og andre politiske relevante politiske aspekter, som kan have en langsigtet indflydelse her, vil det være perspektiv på 3 til 5 år frem. At have kendskab til de økonomiske forhold er nødvendigt, fordi det kan spille en vigtig rolle for virksomheden. Her kigger man på makroøkonomiske faktorer som økonomisk vækst, inflation, renter, valutakurser og arbejdsløshed, og hvordan de her faktorer kan påvirke en virksomheds. Sociale faktorer vil også have en indflydelse på virksomheden. Demografi, social mobilitet, levemåde, kulturelle værdier og forbrugeradfærd ting som kan have indflydelse på virksomhedens strategi og hvordan den klarer sig. I en tid med konstant forandring er det også afgørende at holde sig ajour med den teknologiske udvikling. Vurdering af ny teknologi og innovation er essentiel for at finde både muligheder og trusler for virksomheden. Miljømæssige faktorer for også blevet mere presserende, end det tidligere har været. Klimaændringer, bæredygtighed, forurening og knaphed på ressourcer kan påvirke hvordan virksomhedens fungerer, dens omdømme og i sidste ende efterspørgsel på deres produkter. Til sidste er der de lovgivningsmæssige rammer. Denne er lidt anderledes end de politiske fordi her handler det om de specifikke love og regler, der direkte påvirker virksomhedens drift. Det er vigtigt at have et overblik over relevante love og reguleringer, som for eksemplet arbejdsmarkedslovgivning, miljølovgivning, import- og

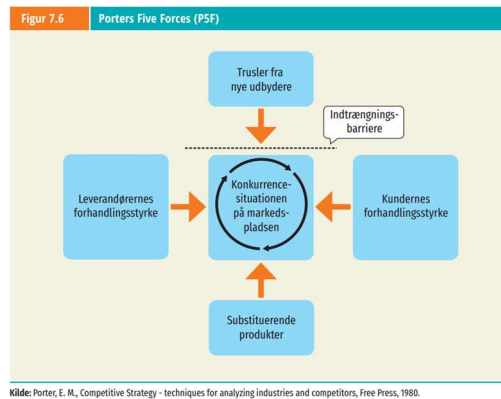
eksportregler samt konkurrencelovgivning. At følge disse regler er afgørende for at sikre, at virksomheden overholder og følger den gældende lovgivning. (Foged & Uggerhøj, 2023, pp. 19-23)

4.1.2 Kritik af PESTEL-analysen

Et centralt kritikpunkt ved PESTEL-analysen er dens tendens til at præsentere et øjebliksbillede og forståelse af omverdenen, ved at analysen fokuserer på hændelser i fortiden og nutiden og dermed ikke inkludere identificeringen af nye og kommende tendenser. Det kan være udfordrende at indsamle fyldestgørende data til analysen, navnlig når det gælder faktorer i fjernmiljøet, ved at det kan være uforudsigelighed, kompleksitet eller at der mangler datatilgængelighed. Dette kan begrænse analysens nøjagtighed. Ydermere kritiseres PESTEL analysen for kun at fokuserer på, hvordan omverdenen påvirker virksomheden, og dermed overser modellen den potentielle indflydelse, som virksomheden kan have på deres omverden og samfundet. En måde som virksomheder kan forsøge af ændre lovgivning kan være gennem lobbyarbejde. (Olsen, et al., 2022, p. 158)

4.1.3 Porter's Five Forces

Porter's Five Forces (herefter P5F) er et værktøj til at analysere en branche. Modellen beskriver fem konkurrencekræfter, som kan bruges til at analysere branchens attraktivitet og konkurrenceniveau. Disse faktorer har indflydelse på virksomhedernes indtjening i branchen. Den tager udgangspunkt i fem kræfter: leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke, truslen fra nye udbydere, substituerende produkter og konkurrencesituationen. Porter's model illustrerer, hvordan de fire første kræfter påvirker konkurrencesituationen i branchen. (Foged & Uggerhøj, 2023, pp. 24-27)



Figur 1 - Porter's Five Forces
(Olsen, et al., 2022, p. 165)

Leverandørernes forhandlingsstyrke handler om leverandørernes magt til at sætte pris. Hvis der er flere leverandører, kan dette give virksomheden bedre muligheder til at forhandle, da virksomheden kan spille leverandørerne ud mod hinanden og opnå en bedre pris. Har leverandøren et unikt eller svært fremskaffeligt produkt, som f.eks. en sjælden råvare eller en patenteret teknologi, kan det være sværere for virksomheden at forhandle en lavere pris. Leverandørernes forhandlingsstyrke er derfor en vigtig faktor, som virksomheder bør være opmærksomme på, da den kan have stor indflydelse på deres omkostninger og konkurrenceevne. Kundens forhandlingsstyrke belyser om magtforholdet mellem virksomheden og kunden i forhold til hvem der har størst indflydelse på prisen. Faktorer, der spiller ind, er kundernes prisfølsomhed, muligheden for at finde alternative leverandører, og hvor store kunderne er. Store kunder har ofte større forhandlingsstyrke, da de kan presse priserne ned. Derudover er det relevant at vurdere, hvor besværligt det er for kunderne at udskifte leverandør. Jo vanskeligere det er, jo stærkere står en virksomheden i forhold til forhandlingen af pris og vilkår.

Trusler fra nye udbydere og indtrængningsbarriere illustrerer hvor nemt eller svært det er for nye konkurrenter at komme ind på markedet. Her vil man vurdere om det kræver meget kapital at komme ind på markedet, og hvor profitabelt er markedet. Høj potentiel profitabilitet vil alt andet lige tiltrække nye udbydere. Stordriftsfordele kan virke som en barriere, ved at de to store virksomheder kan presse prisen så langt ned, at nye konkurrenter har svært ved at være profitable og derfor ikke kan konkurrere. Under substituerende produkter vurderes kundernes mulighed for at skifte til alternative produkter og tjenester. Derudover vurderes kundens omkostninger ved at skifte. Hvis der findes alternative produkter, begrænser dette virksomhedens mulighed for at have et højere prisniveau, hvilket alt andet lige vil påvirke virksomhedens indtjeningspotentialet.

Til sidst beskrives konkurrencesituationen, om hvor intens konkurrencen er i branchen. Man undersøger antallet af udbydere i forhold til udbud og efterspørgsel, og om produkterne er ens eller forskellige. Derfor undersøges det om markedet vokser og dermed tiltrækker sig nye konkurrenter. Høje faste omkostninger kan medføre større konkurrence. Endelig undersøges exit-barrierer for markedet, altså hvor svært det er at forlade markedet. Fire forhold har betydning for exit-barrierer: økonomi, strategi, følelser og statslige regler. (Olsen, et al., 2022, pp. 164-170)

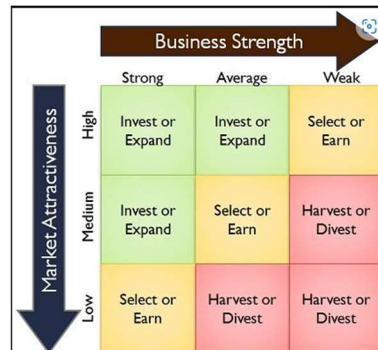
4.1.4 Kritik af Porter's Five Forces

Porter's Five Forces-model bliver kritiseret for sit begrænsede fokus på de eksterne kræfter, der påvirker en given markedsplads. Modellen overser vigtige faktorer såsom lovgivning og reguleringer, der kan have stor indflydelse på konkurrencen på markedet. Et andet kritikpunkt er, at modellen ikke tager højde for internettets udbredelse og den øgede globalisering. Internets udbredelse har øget konkurrencen og skabt nye muligheder ved at ændre adgangsbarrieren for nogle industrier. Et tredje kritikpunkt omhandler brancheglidning, hvor grænsefladen mellem forskellige brancher er blevet mere uklart og flydende, et eksempel kunne være, at man nu kan købe vin hos en blomsterhandler eller læse nyheder på sociale medier. På grund af disse begrænsninger findes der en modificeret udgave af Porter's Five Forces, der inkluderer påvirkninger fra de øvrige kræfter i nær- og fjernmiljøet. (Olsen, et al., 2022, pp. 170-172)

4.1.5 GE-modellen

GE-McKinsey-matrixen er et strategisk værktøj som tilbyder et mere nuanceret og komplekst overblik end Boston-matrixen. Den kan hjælpe virksomheder med at vurdere og styre deres forskellige forretningsområder og produkter gennem på to variabler og dimensioner, hvilke er markedets attraktivitet og virksomhedens konkurrencemæssige position. Markedets attraktivitet vurderes på baggrund af eksterne faktorer så som markedets størrelse og vækst, den konkurrencemæssige struktur og rentabiliteten i form af profitmargin. Den anden dimension vedrører virksomhedens konkurrencemæssige position, som er afhængig af de interne faktorer så som markedsandel, virksomhedens størrelse og image, distributionssystem og ressourceforhold. (Foged & Uggerhøj, 2023, pp. 76-77)

Modellen er opbygget af ni blokke, som det ses i figur 2, hvor den horisontale akse repræsenterer virksomhedens konkurrencemæssige position inddelt i stærk, middel, svag, og den vertikale akse som viser markedets attraktivitet kategoriseret i høj, middel, lav. (Olsen, et al., 2022, pp. 197-199)



Figur 2 - GE-model
(Key Differences, 2024)

Produkter som ender i den grønne sektion (øverst til venstre) i figuren afspejler en god position for virksomheden, og den bør derfor bruge ressourcer til at investere og udvide. Produkter i den gule sektion (midten) kræver ledelsesmæssige beslutninger og valg, hvor virksomheden bør være mere selektivt. Produkter i den røde zone (nederst til højre) kan føre til tab for virksomheden og bør begrænses eller udfases.

4.1.6 Kritik af GE-modellen

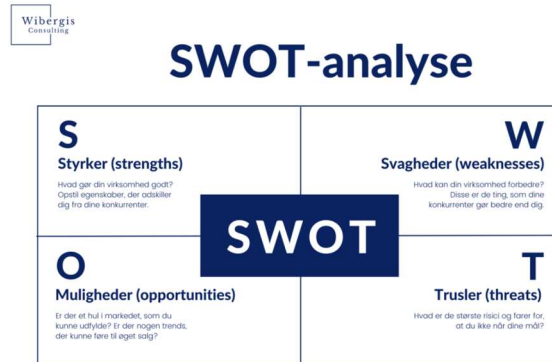
Modellens større detaljeringsgrad, hvilket er dens styrke i forhold til Boston-matrixen, er samtidig også dens udfordring. Modellen er mere kompleks, ved at den tager højde for flere faktorer, og derfor er den mere tidskrævende. Det kan være vanskeligt at vurdere de enkelte faktoreres påvirkning. Modellen bygger på vurderinger af de enkelte faktoreres vægtning og betydning, hvilket er subjektivt og derfor kan resultatet af analysen variere afhængigt af, hvem der udfører analysen. (Olsen, et al., 2022, p. 199)

4.1.7 SWOT

SWOT-analysen bruges til at identificere og analysere virksomhedens interne styrker og svagheder, samt dens eksterne muligheder og trusler. Den giver et overblik over virksomhedens

strategiske situation og hjælper med at identificere potentielle strategiske tiltag. Den opsummerer de væsentligste fund fra den eksterne og interne analyse. (Olsen, et al., 2022, pp. 205-206)

Modellen består af en intern analyse, der fokuserer på virksomhedens styrker og svagheder, og en ekstern analyse, der fokuserer på muligheder og trusler i virksomhedens omverden.

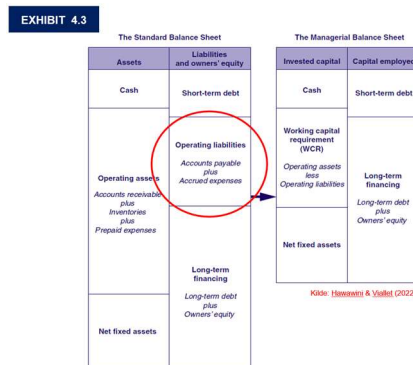


Figur 3 - SWOT-analyse
(Wibergis-Consulting, 2024)

4.2 Regnskabsanalyse

4.2.1 Managerial balance sheet

Når man kigger på udviklingen i Termas regnskaber de seneste 5 år, og få at analysere virksomhedens drift, er det relevant at omforme balancen fra det traditionelle årsregnskab til et managerial balance sheet. Ved at omformulere en standard balance til en managerial balance sheet kan vi adskille de operationelle aktiver og passiver fra de mere finansielle. I en standard balance opdeles balancesaldiene i aktiver og passiver, men i et managerial balance sheet opdeles det i invested capital og capital employed. Invested capital dækker likvider, anlægsaktiver, varelager, kreditor og tilgodehavende m.m. På den anden side, dækker capital employed den samlede finansiering, som der er stillet til rådighed for virksomheden. En anden ting at bemærke er, at for både egenkapital og gæld ligger der et underlæggende forrentningskrav. Investorer forventer at få et afkast på deres investerede kapital. Ved at samle driftsmidler og driftsforpligtelser under invested capital, får vi posten, Working Capital Requirement (WCR) eller arbejdskapital. Som vi kalder det på dansk. WCR er et udtryk for den kapital, som virksomheden binder i den daglige drift. En lavere WCR kunne indikere en mere effektiv styring af arbejdskapitalen, hvilket kan forbedre likviditeten og rentabiliteten. Dette kan for eksempel skyldes, at virksomheden har reduceret sit varelager eller har ændret på betalingsbetingelser. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 112-116)



Figur 4 - Managerial balance sheet
(Hawawini & Viallet, 2023, p. 113)

Reformuleringen af Termas balance for de seneste 5 år er baseret på principperne beskrevet på side 142 i "Finance for Executives". Regnskabet for 2019 er inkluderet, da visse tal fra dette år anvendes til beregning af nøgletal, der benytter primo værdier. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 142)

Managerial balance sheet:									
DKK 1.000	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	Vækst 5 år	Årlig vækst	
Likvider	114.377	248.993	133.740	172.292	249.938	269.738	8,3%	1,6%	
WCR	355.325	275.339	252.108	217.961	207.168	200.966	-27,0%	-6,1%	
Anlægsaktiver	998.615	1.092.128	1.218.209	1.254.601	1.272.530	1.372.179	25,6%	4,7%	
Hensættelser	-278.690	-155.026	-185.163	-181.139	-185.256	-197.182	27,2%	4,9%	
Invested Capital	1.189.627	1.461.434	1.418.894	1.463.715	1.544.380	1.645.701	12,6%	2,4%	
Kortfristet rentebærende gæld	82.254	248.987	181.884	153.842	148.591	112.935	-54,6%	-14,6%	
Langfristet rentebærende gæld	517.208	528.640	512.606	558.754	506.406	488.437	-7,6%	-1,6%	
EK	590.165	683.807	724.404	751.119	889.383	1.044.329	52,7%	8,8%	
Capital employed	1.189.627	1.461.434	1.418.894	1.463.715	1.544.380	1.645.701	12,6%	2,4%	

Tabel 1 - Managerial balance sheet - egen tilvirkning

4.2.2 Reformulering af egenkapitalen

Egenkapitalen omformuleres for at vise ejernes/aktionærernes andel, som indeholder tilbageholdt overskud, hensat udbytte og indskudt kapital. Værdireguleringer, valutakursdifferencer samt future kontrakter indregnes direkte i egenkapitalen i balancen. Dette kaldes også dirty surplus accounting⁶, da det gør at egenkapital kommer til at inkludere urealiserede gevinster og tab. I det Managerial Balance Sheet fratrækkes disse poster fra passivside og lægges til Invested Capital, da de ikke er omfattet af et forrentningskrav. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 122-123)

⁶ Investopedia, [Clean Surplus Accounting: "Scrubbing" Items on Income Statement \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/terms/c/clean-surplus-accounting.asp), set 19.10.2024

4.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen giver et overblik over, virksomhedens indtægter og omkostninger. En omformulering af resultatopgørelsen med mellemtotaler som bruttofortjeneste, EBITDA, EBIT, EBT og EAT vil øge overskueligheden ved samle relaterede poster, hvilket kan forenkle både analysen og beregningen af nøgletal samt rentabilitetsanalysen. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 116-122)

Resultatopgørelse til analyse:								
DKK 1.000	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	Vækst 5 år	Årlig vækst
Omsætning	1.725.413	1.917.052	2.070.020	2.194.682	2.258.464	2.632.924	37,3%	6,6%
COGS	1.457.831	1.511.047	1.637.880	1.725.798	1.745.075	2.030.352	34,4%	6,1%
-COGS i % af oms	84,5%	78,8%	79,1%	78,6%	77,3%	77,1%	-2,2%	-0,4%
Salg og admin omk	562.566	675.043	754.462	838.661	880.768	1.028.593	52,4%	8,8%
-Salg&admin i % af oms	32,6%	35,2%	36,4%	38,2%	39,0%	39,1%	10,9%	2,1%
EBITDA	294.984	269.038	322.322	369.777	367.379	426.021	58,3%	9,6%
Afskr.	307.445,0	143.809,0	152.213,0	182.896,0	175.462,0	194.404,0	35,2%	6,2%
-Afskr. i % af EBITDA	104,2%	53,5%	47,2%	49,5%	47,8%	45,6%	-14,6%	-3,1%
EBIT	-12.461	125.229	170.109	186.881	191.917	231.617	85,0%	13,1%
Renter	57.025	15.595	32.791	31.955	21.095	25.191	61,5%	10,1%
EBT	-69.486	109.634	137.318	154.926	170.822	206.426	88,3%	13,5%
Skat	-3.091	15.992	21.721	28.211	32.258	51.480	221,9%	26,3%
Resultat efter skat (EAT)	-66.395,0	93.642,0	115.597,0	126.715,0	138.564,0	154.946,0	65,5%	10,6%
Payout ratio		0%	0%	79%	0%	0%		
Udbytte		-	-	100.000,0	-	-		
Overført resultat		93.642,0	115.597,0	26.715,0	138.564,0	154.946,0		

Tabel 2 - Resultatopgørelse - egen tilvirkning

4.2.4 Budgettering

Til at besvare problemstilling 4, skal vi udarbejde et budget for de næste fem år. Budgettet udarbejdes på baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt ledelsens forventninger til 2024/25. (Annual-report, 2024) Formålet er at få et estimat af, hvad værdien af virksomhedens fremtidige pengestrømme vil være. Budgetperioden strækker sig fra 2024/25 til 2029/30. Der er valgt en budgetperiode på fem år, da det anses for at være mere usikkert at forudsige økonomisk udvikling over længere tid. fem år vurderes at være tilstrækkelig til brug i DCF-modellen. Budgettet baseret på forventningen til den fremtidig udvikling, hvor vi tager udgangspunkt i historiske data og tendenser. Når vi lavet forudsigelserne, tages der en konservativ tilgang, ved at vælge og vurdere tendenserne til en lavere værdi og udvikling. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 516-520)

4.2.5 Værdiansættelse

Når vi skal undersøge, hvad Termas værdi kunne være, så vil vi bruge to primære metoder til værdiansættelse i form af Discounted Cash Flow (DCF) og så en sammenligning med lignende virksomheder.

4.2.5.1 DCF

Metoden bruges til at forudsige fremtidige cash flows og så diskontere dem tilbage, for at finde nutidsværdien. Det giver os en idé om den nuværende værdi af alle de frie pengestrømme, vi forventer at få i fremtiden. DCF-modellen er en af de mest anvendte metoder, og derfor er den valgt til at vurdere projektet. Det interessante ved modellen er, muligheden for at inkludere et masse forskellige data i en dybdegående analyse, hvilket er styrken og en udfordring ved modellen. De prognoser og antagelser der bruges kan baseres på alt muligt, fra historiske data, strategiske overvejelser og meget mere. Værdiansættelsen er dog altid behæftet med usikkerhed, fordi de antagelser vi lavet om fremtidige forhold kan være unøjagtige eller forsimplede. Valget af diskonteringsfaktorer vil også påvirke resultatet. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 514-515)

4.2.5.2 Værdiansættelse ud fra comparables

Værdiansættelse ud fra nøgletal er en hurtigere, og også mindre præcis værdiansættelsesmetode. Man bruger den til at finde værdien af en virksomheds egenkapital ved at sammenligne med lignende virksomheders nøgletal. På den måde kan man få en idé om, hvad virksomheden kunne være værd i lyset af disse nøgletal. I dette projekt har jeg valgt at fokusere på to specifikke metoder nemlig Price-to-earnings ratio (P/E) og Enterprise value-to-EBITDA (EV/EBITDA). P/E giver et indblik i prisen i forhold til indtjeningen, eller sagt med andre ord, hvad man er villig til at betale for 1 krone af indtjeningen. På den anden side så koncentrerer EV/EBITDA sig om driften før renter, skat, og afskrivninger. Denne metode inkluderer både aktiver og passiver i værdiansættelsen, når man ser på virksomhedens samlede værdi, også kaldet Enterprise Value. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 335-358) De to nøgletal vil altså blive brugt som referencer i projektet, og som et grundlag for at vurdere resultatet fra DCF-modellen. Det giver en god mulighed for at sammenligne og finde en retvisende værdi.

5 Strategisk analyse

Dette afsnit besvarer problemstilling 1 og 2 med en strategisk analyse af de eksterne og interne faktorer.

5.1 Ekstern analyse

5.1.1 PESTEL - Makroanalyse

PESTEL-modellen anvendes til at analysere de eksterne faktorer, der kan påvirke Termas forretning.

5.1.1.2 Politiske faktorer

Konflikter og forsvarsbudget

Udover krigen i Ukraine, er konflikten mellem Israel og Palæstina bluset op igen, og har involveret Libanon ved den iranskstøttede Hizbollah har angrebet israelske mål. (Ritzau, 2024) De aktuelle uroligheder og konflikter skaber et behov for øget sikkerhed. Det har blandt andet betydet, at de europæiske lande, herunder Danmark, investerer mere i forsvarsmateriel end tidligere, hvilket gavner virksomheder inden for forsvarsindustrien. Krigen i Ukraine og den deraf følgende støtte har blotlagt den europæiske forsvarsindustri, idet den ikke kan producere tilstrækkeligt materiel til Ukraine, da efterspørgslen overstiger produktionskapaciteten. En anden løsning kunne være oprettelsen af en fælles europæisk fond på 100 milliarder euro til at styrke den europæiske forsvarsindustri. (Kaarsbo, 2024) Med Termas ekspertise inden for radarteknologi og missilforsvar burde det være en fordel for Termas forretningsmodel og fokus.

Eksportkontrol og reguleringer

Terma, der opererer inden for forsvars- og sikkerhedsteknologi, som er underlagt et komplekst regelsæt af nationale og internationale eksportkontrolregler. Disse regler har til formål at begrænse spredningen af avanceret teknologi og militært udstyr, der kan bruges til at modarbejde den globale sikkerhed. EU har i lyset af den aktuelle situation i Ukraine vedtaget en række sanktioner mod Rusland og Hviderusland. Disse sanktioner har til formål at forhindre eksporten af produkter, som kan bidrage til Ruslands militære og teknologiske forbedring. (Finanstilsynet, 2024) Enhver ændring i eksportreglerne, uanset om det drejer sig om lempelser eller stramminger, kan have indflydelse på Termas forretningsmuligheder. Ændringer kan påvirke

virksomhedens evne til at eksportere produkter til specifikke markeder, og dermed også påvirke virksomhedens konkurrenceevne og rentabilitet. Nye sanktioner mod et land, hvor Terma eksporterer til, vil for eksempel resultere i, at virksomheden mister adgang til dette marked. Omvendt vil en lempelse af eksportreglerne kunne åbne nye markeder for Terma. En gennemgang af Termas årsregnskaber fra før krigen i Ukraine viser, at virksomheden ikke har været eksponeret til det russiske marked. Sanktionerne mod Rusland har derfor ikke haft en direkte betydning for Terma.

Den Danske forsvarspolitik og politiske stabilitet

Danmarks engagement i NATO og internationale missioner giver den danske forsvarsindustri et værdifuldt udstillingsvindue til at demonstrere sin teknologi. Forsvarsministeriet skriver på sin hjemmeside vedr. det internationalt samarbejde at: *”NATO er sammen med FN og EU hjørnesten i dansk sikkerheds- og forsvarspolitik.”*. (Forsvarsministeriet, 2024) Deltagelsen i NATOs operationer og øvelser side om side med sine allierede giver de danske styrker mulighed for at bevise effektiviteten og deres udstyr under autentiske forhold. Terma vil kunne drage fordel af denne eksponering ved at kunne demonstrere deres produkter i operationelle forhold. Terma har således indgået flere rammeaftaler med Forsvarsministeriets Materiel- og Indkøbsstyrelse og Hærens 1. brigade om systemintegration og vedligeholdelse af et samlet luftforsvarssystem. Aftalerne omfatter integration af radarer, samt våben og køretøjer. (Forsvarsministeriets Materiel- og Indkøbsstyrelse, 2024) Gennem disse aftaler kan Terma øge synligheden af sine produkter og ekspertise.

Danmark er kendt for at have et stabilt politisk system, hvilket skaber et forudsigeligt forretningsmiljø for danske selskaber. Dette skaber et miljø, hvor virksomhederne kan tænke langsigtet i forhold til investeringer og strategisk planlægning. Den politiske stabilitet skaber tillid til de offentlige institutioner, hvilket betyder, at både danske og udenlandske investorer ser Danmark som et sikkert sted at investere. Dette har betydning for Termas evne til at fremskaffe kapital og muligheden for at vokse sin forretning. Faktorer, der bidrager til Danmarks politiske stabilitet, inkluderer lange regeringsperioder, generel enighed om velfærd og EU, velfungerende institutioner og lav korruption. Dette skaber et trygt og forudsigeligt forretningsmiljø, hvor virksomheder som Terma kan operere uden bekymring for pludselige politiske ændringer eller korruption. (Munkøe, 2012)

5.1.1.3 Økonomiske faktorer

Global økonomisk vækst

Global vækst har betydning for virksomheder generelt, og derfor har det også betydning Terma. Det er umildbart vanskeligt at afgøre, om Terma drager størst fordel af lav- eller højkonjunktur. (Foged & Uggerhøj, 2023, p. 20) I lavkonjunktur kan øgede forsvarsudgifter virke stimulerende på økonomien, og da forsvarsindustrien ofte ses som en "sikker havn" for investorer, kan dette føre til øgede investeringer i virksomheder som Terma. Omvendt kan højkonjunktur også påvirke forsvarsindustrien positivt. Højkonjunktur muliggør øgede forsvarsinvesteringer grundet højere skatteindtægter, og der vil derfor være et øget fokus på teknologisk udvikling, hvilket også kan gavne Terma. Det er derfor ikke muligt at give et entydigt svar på, hvilken konjunktur Terma vil drage mest gavn af. Global økonomisk vækst bør dog generelt have en positiv indflydelse på efterspørgslen efter Termas produkter. IMF⁷ forventer, at BNP'en for verden vil stige med ca. 3,2% i 2025 og ca. 1,8% for udviklede lande. (IMF, 2024)

Valutakurser

Termas årsregnskab viser, at ca. 84% af deres omsætning sker udenfor Danmark. (Annual-report, 2024) Som en eksportorienteret virksomhed vil Terma derfor være påvirket af valutakursudsving, især i forhold til den amerikanske dollar. Dette kan have indflydelse på både indtjening og konkurrenceevne. En stærk krone⁸ gør at Termas produkter bliver dyrere for amerikanske kunder og kan gøre det sværere at konkurrere med amerikanske alternativer. Dette kan potentielt føre til et fald i salget, men samtidig vil en højere pris betyde, at Terma kan tjene mere på de allerede indgåede kontrakter. Omvendt vil en svagere krone gøre Termas produkter billigere i USA og øge deres konkurrenceevne, men de vil skulle sælge mere for at kompensere for den lavere dollarkurs. For at begrænse risikoen ved valutakursudsving kan Terma anvende finansielle instrumenter, så som hedging, for at modvirke negative valuta konsekvenser.

Inflation og renteniveau

Inflation og renteniveau er to økonomiske faktorer, som kan påvirke en virksomheds økonomi. Når inflationen stiger, øges omkostningerne til råvarer, energi og lønninger. Dette påvirker

⁷ International Monetary Fund

⁸ En "stærk krone" betyder, at den danske krone har en høj værdi i forhold til andre valutaer.

virksomhedens rentabilitet, da det kan være svært at øge priserne uden at miste markedsandele. Renteniveauet spiller også en afgørende rolle. Stigende renter gør det dyrere for Terma at låne penge til investeringer i forskning, udvikling og produktion, hvilket vil blive undersøgt i 6.2 finansieringsanalyse. Stigende renter kan medføre, at projekter udskydes eller helt opgives, hvilket hæmmer virksomhedens langsigtede vækst. Omvendt kan faldende renter stimulere investeringer og dermed fremme vækst. Samlet set er både inflation og renteniveauet vigtige makroøkonomiske faktorer, som Terma skal tage højde for i sin forretningsplanlægning. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 299-301) Virksomheden skal være i stand til at tilpasse sig ændringer i disse faktorer for at opretholde sin rentabilitet og konkurrenceevne.

5.1.1.4 Sociale faktorer

Den offentlige holdning til forsvarsindustrien

Den generelle holdning til forsvarsindustrien i samfundet har betydning for en virksomhed som Terma. Den generelle opfattelse af våbenproduktion og de etiske spørgsmål, der er forbundet med den, kan nemlig påvirke Termas omdømme og rekrutteringsmuligheder. En negativ offentlig holdning kan afskrække potentielle medarbejdere. Potentielle ansøgere og især dem med eftertragtede kompetencer, kan være tilbageholdende med at søge job i en virksomhed, der forbindes med kontroversielle produkter. Eksisterende medarbejdere kan også opleve moralske dilemmaer eller føle sig stigmatiserede på grund af deres arbejde. Derfor vil Terma skulle være opmærksom på den offentlige opinion og aktivt arbejde for at opbygge og vedligeholde et positivt omdømme. Dette kan gøres ved at fremme etiske og ansvarlig virksomhedspraksis, ved at være transparent om sin virksomhed og støtte initiativer, der fremmer fred og sikkerhed, som f.eks. ved at være sponsor for det danske rumformidlingsprojekt "Rumrejsen". (May, 2024) Terma skriver på jeres hjemmeside at de: "*arbejder aktivt med bæredygtighed og ESG, hvor vi skaber værdi for samfundet, vores interessenter, såvel som os selv.*" (Terma, 2024) Ved at tage disse skridt kan Terma mindske de negative konsekvenser af den offentlige holdning, og sikre sin fortsatte succes. Finans Danmark har foretaget en spørgeskemaundersøgelse, hvor de konkluderede at danskerne er splittet om det er etisk ansvarligt at investere i forsvarsindustrien. Krigen i Ukraine har dog fået en del til at ændre holdning og mene, at det er acceptabelt. (Finans Danmark, 2024)

Demografiske ændringer og uddannelsesniveau

Den aldrende befolkning i de udviklede økonomier kan føre til fremtidig mangel på arbejdskraft. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 232-233) Virksomhederne kan imødegå dette ved at implementere strategier, der fokuserer på at tiltrække og fastholde yngre medarbejdere. Dette kan f.eks. indebære at tilbyde attraktive karrieremuligheder, fleksible arbejdsordninger og fokus på work-life balance. Adgang til højtuddannet arbejdskraft inden for områder som ingeniørvidenskab, softwareudvikling og teknologi er afgørende for Termas fortsatte innovation og vækst. Terma adresserer disse udfordringer ved at præsentere sig som en attraktiv arbejdsplads. På deres hjemmeside har de to afsnit: "Explore Terma Life" og "Unlock Your Potential". "Explore Terma Life" viser Termas arbejdskultur med fokus på innovation, medarbejderværdsættelse og meningsfulde opgaver. "Unlock Your Potential" beskriver deres karriereudviklingsprogrammer, der hjælper medarbejdere med at vokse. (Terma, 2024)

5.1.1.5 Teknologiske faktorer

Teknologisk udvikling

For at få en konkurrencemæssige fordel i branche med konstant teknologisk udvikling bør Terma prioritere kontinuerlig innovation og strategiske investeringer i forskning og udvikling. De nyere nøgleområder er kunstig intelligens, autonome systemer og cybersikkerhed. Implementering af AI-drevne løsninger kan optimere Termas operationelle effektivitet og deres produkter. (Annual-report, 2024) Som Ukrainekrigen har demonstreret er der en efterspørgsel på droner og autonome systemer, som potentielt kan ændre fremtids forsvarsstrategier og -kapaciteter. Ligeledes vil et fokus på cybersikkerhed være afgørende for at sikre fortroligheden og tilgængeligheden af både interne systemer og følsomme kundedata. Ved at være på forkant med teknologiske fremskridt og proaktivt udvikle nye innovative løsninger kan Terma imødekomme de stadig skiftende krav i et komplekst globalt miljø og dermed være en relevant aktør i forsvarsindustrien

Cybersikkerhed og Digitalisering

I en verden med stigende cybersikkerhedstrusler er det afgørende for Terma at have et stærkt fokus på at beskytte både sine egne systemer og produkter mod cyberangreb. Samtidig kan Terma udnytte sin ekspertise inden for cybersikkerhed til at udvikle nye produkter og løsninger, der imødekommer kundernes behov for øget sikkerhed. Digitalisering og automatisering er en

tendens, der i stigende grad præger forsvarsindustrien, og Terma skal tilpasse sig disse for at optimere sin produktion og forblive konkurrencedygtig. Dette kan betyde investeringer i nye teknologier og udvikling af digitale løsninger, der kan effektivisere processer og forbedre produkterne. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 233)

5.1.1.6 Miljøforandringer faktorer

Klimaforandringer, bæredygtighed og Energiforbrug

Klimaforandringerne udgør i dag en konkret trussel mod Termas operationer. Ekstreme vejrforhold kan forstyrre produktionen, beskadige infrastruktur og transporten af varer kan blive påvirket, hvilket fører til forsinkelser og øgede omkostninger. Terma skal derfor implementere strategier for at minimere sin sårbarhed, ved f.eks. at investere i robust infrastruktur, sikre forsyningskæder og udvikle beredskabsplaner. Bæredygtighed er også centralt, da der er et stigende politisk og samfundsmæssigt pres for at virksomheder tager ansvar for deres miljøpåvirkning. I forsvarsindustrien og i det politiske og samfundsmæssige landskab er der en stigende fokus på reduceringen af CO₂-udledning, minimere affald og anvende miljøvenlige materialer. For Terma betyder det, at bæredygtighed skal integreres i alle aspekter af virksomhedens drift, fra produktudvikling og produktion til transport og bortskaffelse af affald. Terma arbejder aktivt på deres bæredygtighed og ESG, som de beskriver i på deres hjemmeside under Our Responsibility og i deres "Sustainability And ESG" rapporter. (Terma, 2024)

Energiforbrug er en væsentlig faktor i forhold til både klimaforandringer og bæredygtighed, og stigende energipriser kan påvirke Termas omkostninger. Vi så med krigen i Ukraine, hvor sårbar Europa blev i forhold til den russiske import af naturgas og olie, hvilket medførte kraftige stigninger i energipriserne og påvirkede de europæiske virksomheder og borgere. (Surwillo & Slakaityte, 2024) Derfor er det afgørende at finde måder at reducere energiforbruget på, for eksempel ved at optimere produktionsprocesser, investere i energieffektivt udstyr og opfordre medarbejdere til at spare på energien. Derudover bør virksomheden undersøge mulighederne for at anvende vedvarende energikilder, såsom solenergi og vindenergi, til at dække sit energibehov.

5.1.1.7 Lovmæssige faktorer

Terma opererer inden for et komplekst lovmæssigt landskab, der påvirker forskellige niveauer af virksomhedens aktiviteter. Termas arbejde er underlagt dansk og international forsvarslovgivning, herunder især eksportkontrol, produktsikkerhed og offentlige indkøb. Ændringer i lovgivning kan have betydelige konsekvenser for virksomhedens drift. Terma skal overholde dansk arbejdsmiljølovgivning for at sikre et trygt og sundt arbejdsmiljø for sine medarbejdere. Dette omfatter regler om arbejdstid, sikkerhedsudstyr og forebyggelse af arbejdsulykker. Termas produktion og drift er underlagt dansk og international miljølovgivning, herunder krav til håndtering af farligt affald, begrænsning af forurening og energiforbrug. Da Terma håndterer følsomme data, skal virksomheden overholde databeskyttelseslovgivningen, herunder GDPR. (Foged & Uggerhøj, 2023, p. 21)

5.1.2 Porter's Five Forces - Mikroanalyse

P5F bruges til at forstå Termas konkurrencemæssige position.

5.1.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Fordi Terma selv producerer specialiserede komponenter er de dermed også afhængighed af at deres leverandører selv kan levere specialiserede komponenter, hvilket indebærer en vis forhandlingsstyrke hos leverandørerne, da alternative indkøbsmuligheder kan være begrænsede. Terma opererer i et stærk reguleret markedet, som kræver diverse certifikater (Terma, 2024), dette kan have indflydelse på leverandørforhandlingsstyrke ved at udbuddet er begrænset og kan øge risikoen for prispres og ugunstige kontraktvilkår. Terma har dog afgørende fordele, der modvirker denne dynamik. Termas betydelige markedsposition som Danmarks største virksomhed inden for forsvarsindustrien muliggør forhandling af favorable aftaler, hvilket reducerer leverandørernes forhandlingsstyrke. Det har ikke været muligt at finde en oversigt over, hvem der leverer til Terma, dog beskriver de på jeres hjemmeside deres forventninger til deres leverandør, som skal opfylde jeres kan kriterier for sikkerhed, kvalitet og prisvenlighed. (Terma, 2024)

Samlet set vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke som moderat. Termas afhængighed af specialiserede komponenter skaber en vis sårbarhed, men virksomhedens størrelse og markedsposition kan begrænse leverandørernes indflydelse.

5.1.2.2 Kundens forhandlingsstyrke

Terma kunder består primært af lande og andre forsvarsvirksomheder, hvilket kunne indikere en større forhandlingsstyrke for kunden. Disse indkøber ofte i store mængder og har betydelig indflydelse, både på grund af ordrenes størrelse og de politiske interesser. Derfor kan disse kunder presse priserne ned eller stille høje krav til produkterne. Terma kan neutralisere denne forhandlingsstyrke ved at fokusere på langvarige relationer, kundespecifikke løsninger og en stærk serviceorganisation. Ved at tilbyde skræddersyede løsninger og dedikeret support kan Terma binde kunderne til sig og gøre det mindre attraktivt for dem at skifte leverandør. Dette skaber en vis balance i samarbejdet og mindsker kundernes incitament til at udnytte deres potentielle forhandlingsstyrke. Dette ses blandt andet ved deres 30-årige aftale med det danske forsvar og deres 10-årige kontrakt med Lockheed Martin.

Terma mindsker kundernes forhandlingsstyrke ved at fokusere på langvarige kontrakter og skræddersyede løsninger, hvilket øger kundernes afhængighed og gør det mindre attraktivt at skifte leverandør.

5.1.2.3 Substituerende produkter

Terma har en stærk position i forsvars- og rumfartsindustrien, hvor de producerer specialiserede og unikke løsninger. Derfor er få direkte substitutioner. Branchen er præget af en konkurrence på den teknologisk udvikling. Nye teknologier som AI kan øge den teknologiske udvikling og dermed potentielle substituerende produkter. For at forblive konkurrencedygtige skal Terma dermed prioritere innovation og løbende udvikle af nye produkter. Det fremgår af deres årsregnskab at de har ansat mere end 300 software og hardware ingeniører til deres Research & Development afdeling for at imødekomme dette. (Annual-report, 2024)

Så selvom de har få direkte konkurrenter og substituerende produkter lige nu, er det afgørende at være på forkant med den teknologiske udvikling for at sikre fremtidig succes og holde andre konkurrencer ude.

5.1.2.4 Trusler fra nye udbydere (indtrængningsbarriere)

Forsvarsbranchen har betydelige adgangsbarrierer. Det kræver betydelige investeringer i forskning og udvikling samt komplekse certificeringsprocesser for at få adgang til det stærkt regulerede marked, hvilket også fremgik af PESTEL-analysen. Derudover er der behov for at

virksomheden oparbejder specialiseret viden inden for avanceret teknologi. Dette mindsker truslen fra nye indtrængere. Dog kan nicheaktører, der fokuserer på specifikke teknologier som droner eller cybersikkerhed, udgøre en moderat trussel. Termas stærke position i markedet, omfattende erfaring og fokus på innovation hjælper dog med at mindske denne trussel.

Selvom mindre og nicheorienterede virksomheder med speciale i f.eks. droner, AI eller cybersikkerhed kan udfordre Terma, vurderes truslen at være begrænset. Dette skyldes Termas betydelige kapitalstørrelse og markedsandel, samt deres lange erfaring og kontinuerlige fokus på innovation. Disse faktorer giver Terma en stærk position på markedet.

5.1.2.5 Konkurrencesituation

Selvom Terma konkurrerer på et globalt marked med store spillere som Lockheed Martin, Boeing, BAE Systems, Saab, Raytheon, formår Terma at mindske den direkte konkurrence ved at fokusere på nicheområder. Denne strategi, kombineret med en satsning på teknologisk innovation og specialisering, giver Terma en unik position på markedet. I stedet for at kæmpe mod de store virksomheder om de samme kunder, har Terma fundet sin egen niche, hvor de kan udnytte deres specialiserede viden og teknologi til at tilbyde unikke løsninger. Dette ses blandt andet ved, at de er leverandør til virksomheder, der ellers kunne være deres konkurrenter, såsom Lockheed Martin og BAE Systems. Senest har Terma offentliggjort d. 21.11.2024 at de har udvidet samarbejde med RTX Corporation tidligere Raytheon. (TERMA, 2024)

Termas nichefokus er altså en central faktor i forhold til deres position med rivaliseringen i forsvarsbranchen. Ved at differentiere sig fra sine konkurrenterne og have fokus på de specifikke behov i markedet, reducerer Terma konkurrencen fra de store spillere og skaber sin egen plads i en konkurrencepræget branche.

5.1.2.6 Konklusion på Porter's Five Forces

Terma har en stærk position i forsvarsindustrien takket være deres størrelse og nichefokus. De har gode relationer til både leverandører og kunder, og der er få produkter, der kan erstatte Termas specialiserede løsninger. Høje adgangsbarrierer beskytter dem mod nye konkurrenter, og Terma formår at mindske konkurrencen fra store spillere ved at fokusere på nicheområder.

5.2 Intern analyse

5.2.1 GE-modellen

For at vurdere Termas strategiske position og potentiale i forsvars- og rumfartsindustrien anvendes GE-modellen, der analyserer markedsattraktivitet og virksomhedens konkurrencemæssige styrke. (Foged & Uggerhøj, 2023, pp. 76-77)

For at vurdere markedsattraktiviteten for Terma vi først undersøge markedsvækst, hvor Terma oplevede en omsætningsvækst på 17% i 2023/24, heraf 12% organisk. Dette indikerer et attraktivt marked med høj vækst. I forhold til markedsstørrelse er Terma den største forsvarsvirksomhed i Danmark målt på omsætning og en betydelig andel af deres salg som foregår uden for Danmark med 84%, hvor mere end 50% af omsætningen kommer Amerika. Dette indikerer et stort og globalt marked, hvilket også kan ses ved at de har kontorer i 14 forskellige lande. Rentabilitet: Termas EBITDA-margin før særlige poster er 17%, hvilket indikerer en god rentabilitet i markedet Konkurrencen inden for forsvarsindustrien er generelt høj, hvilket blev undersøgt i P5F analysen, Terma har dog en anelig position i Danmark og internationalt. For den teknologisk udvikling investerer Terma i forskning og udvikling inden for nye teknologier som kunstig intelligens og cybersikkerhed, hvilket er vigtigt for at forblive konkurrencedygtig i et marked med hurtig teknologisk udvikling. Samlet set indikerer disse faktorer en høj markedsattraktivitet. (Annual-report, 2024)

Terma har en stærk position på det danske marked for forsvarsindustri, som Danmarks største virksomhed inden for forsvarsindustrien. Virksomhedens fokus på nicheområder inden for forsvars- og rumfartsteknologi, såsom radarteknologi og avancerede elektroniske systemer, giver dem en unik markedsposition, som blev bekræftet i P5F-analysen. Terma prioritere at opbygger solide relationer til både leverandører og kunder, og de prioriterer innovation højt med betydelige investeringer i forskning og udvikling. Deres adgang til højt kvalificeret arbejdskraft inden for ingeniørvidenskab, softwareudvikling og teknologi styrker deres konkurrenceevne yderligere. (Annual-report, 2024) Selvom Terma er afhængig af specialiserede komponenter fra eksterne leverandører, hvilket kan udgøre en risiko, vurderes virksomheden samlet set at have en stærk konkurrenceevne. Nye teknologier kan også medføre udviklingen af substituerende produkter, hvilket potentielt kan udfordre Terma position. På trods af disse udfordringer vurderes Terma at have en stærk konkurrencemæssig styrke.

Baseret på analysen af markedsattraktivitet og Terma konkurrencemæssige styrke indenfor forsvarsindustrien, placeres virksomheden i GE-matrixens felt for ekspander og invester. Terma bør dog stadig være selektiv i forhold til, hvilke nicheområder de vælger at investere i så de får investeret i de mest lovende markedssegmenter og teknologier for at optimere udnyttelsen af det attraktive marked og deres stærke position.

5.3 SWOT-analyse og konklusion

På baggrund af PESTEL-analysen, Porter's Five Forces og GE-modellen gives der en opsummering af Termas styrker og svagheder, samt muligheder og trusler.

Interne forhold	Styrker • Danmarks største virksomhed inden for forsvarsindustrien. • Fokus på nicheområder inden for forsvars- og rumfartsteknologi. • Solide relationer til leverandører og kunder. • Investerer i forskning og udvikling. • Adgang til højt kvalificeret arbejdskraft. • Stærk markedsposition og størrelse. • Langvarige kontrakter og kunderelationer. • Erfaring og ekspertise inden for specialiseret teknologi. • Høje adgangsbarrierer for nye konkurrenter.	Svagheder • Afhængighed af specialiserede komponenter fra eksterne leverandører.
Eksterne forhold	Muligheder • Global økonomisk vækst. • Stigende efterspørgsel på forsvarsmateriel. • Udnyttelse af kunstig intelligens og cybersikkerhed. • Udvikling af autonome systemer. • Partnerskaber og samarbejde med andre virksomheder.	Trusler • Ændringer i eksportkontrolregler. • Valutakursudsving. • Inflation og renteniveau. • Mangel på arbejdskraft. • Cybersikkerhedstrusler. • Klimaforandringer. • Udvikling af substituerende produkter. • Konkurrence fra nicheaktører.

Figur 5 - SWOT-analyse

Terma er en solid virksomhed med en stærk position i forsvars- og rumfartsindustrien. Deres nichefokus, innovative tilgang og evne til at tilpasse sig ændringer i markedet giver dem en konkurrencemæssig fordel. Virksomheden har visse svagheder, herunder afhængighed af specialiserede leverandører. Ved at udnytte de muligheder, der ligger i markedet, og håndtere de trusler, der kan opstå, kan Terma fortsætte sin vækst og succes i fremtiden. Det er dog vigtigt at bemærke, at denne SWOT-analyse er baseret på et begrænset informationsgrundlag.

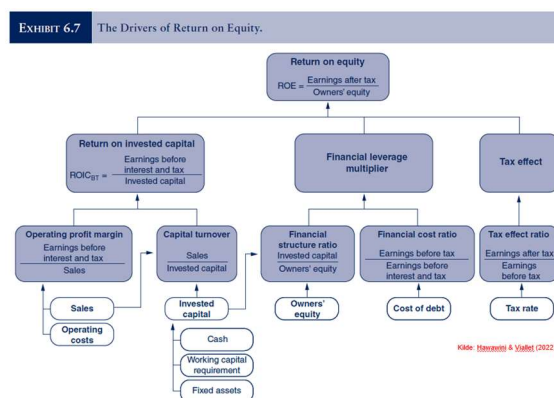
6 Regnskabsanalyse

Dette afsnit besvarer problemstilling 3 og 4 med en regnskabsanalyse af Termas regnskabstal og nøgletal over en 5-årig periode. Analysen danner grundlag for udarbejdelse af et budget til værdiansættelsen med DCF-modellen.

Deloitte's revision af Termas årsregnskab konkluderer, at det giver et retvisende billede af virksomhedens økonomiske stilling. Revisionen er udført efter internationale revisionsstandards og danske krav. Ledelsen er ansvarlig for årsregnskabet og intern kontrol, mens revisor har vurderet, om årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation. Revisor har ikke modificeret sin konklusion, og analysen kan derfor påbegyndes. (Annual-report, 2024)

6.1 Rentabilitetsanalyse

Figur 5 viser, lige som i en Dupont pyramide, hvordan de enkelte nøgletal påvirker hinanden for til sidste at vise forrentningen af egenkapitalen. De tre nøgletal under ROE som er Return on Invested Capital (ROIC), Financial leverage og Tax effect, kan belyse tre forskellige ting som udgør ROE. De kan således være med til at beskrive driftsafkastet, den finansielle gearing samt skatteeffekten.



Figur 6 - The Drivers of Return on Equity
(Hawawini & Viallet, 2023, p. 205)

I tabel nedenunder, fremgår de nøgletallene som der vil blive analyseret på for de seneste 5 regnskabsår fra 2020-2024. Nøgletallene er beregnet ud fra gennemsnitlige værdier i stedet for ultimo-tal. Dette giver et mere stabilt og repræsentativt billede af virksomhedens økonomiske situation. Ved at bruge gennemsnitstal vil effekten af sæsonudsving eller midlertidige udsving reduceres, som ellers vil kunne påvirkes af ultimo-tallene.

Profitabilitetsnøgletal:			baseret på gns.						
			2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	Vækst 5 år	Årlig vækst
Earnings after tax/resultat efter skat			93.642,0	115.597,0	126.715,0	138.564,0	154.946,0	65,5%	10,6%
/equity/egenkapital			683.807,0	724.404,0	751.119,0	889.383,0	1.044.329,0	52,7%	8,8%
ROE	EAT / EK		14,7%	16,4%	17,2%	16,9%	16,0%	9,0%	1,7%
ROIC	EBIT / Capital invested		9,4%	11,8%	13,0%	12,8%	14,5%	53,7%	9,0%
-EBIT%	EBIT / Omsætning		6,5%	8,2%	8,5%	8,5%	8,8%	34,7%	6,1%
-Capital turnover	Oms. / Capital invested		1,45	1,44	1,52	1,50	1,65	14,1%	2,7%
Financial leverage multiplier	Fin. cost * Fin. struc		1,82	1,65	1,62	1,63	1,47	-19,3%	-4,2%
-Financial cost ratio	EBT / EBIT		0,88	0,81	0,83	0,89	0,89	1,8%	0,4%
-Financial structure ratio	Capital invested / EK		2,08	2,05	1,95	1,83	1,65	-20,7%	-4,5%
Tax effect ratio	EAT / EBT		0,85	0,84	0,82	0,81	0,75	-12,1%	-2,6%

Tabel 3 – Profitabilitetsnøgletal (2019/20 til 2023/24)

6.1.1 Egenkapitalens forrentning – Return on Equity (ROE)

Egenkapitalens forrentning viser Terma evne til at forrente ejernes indskudte kapital. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 194-195)

$$\text{Return on equity (ROE)} = \frac{\text{Earnings after tax (EAT)}}{\text{Owners equity}}$$

Det er muligt at omformulere ligningen så den i stedet for består af flere underdele, så det er nemmere at følge ROE bestanddele og hvad der påvirker den.

$$= \underbrace{\frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Invested capital}}}_{\text{Operating profitability ROIC}_{BT}} \times \underbrace{\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \times \frac{\text{Invested capital}}{\text{Owners equity}}}_{\text{Financial leverage multiplier}} \times \underbrace{\frac{\text{EAT}}{\text{EBT}}}_{\text{Tax effect}} \quad (6.9)$$

Ligning 1 - Return on equity (ROE)
(Hawawini & Viallet, 2023, p. 204)

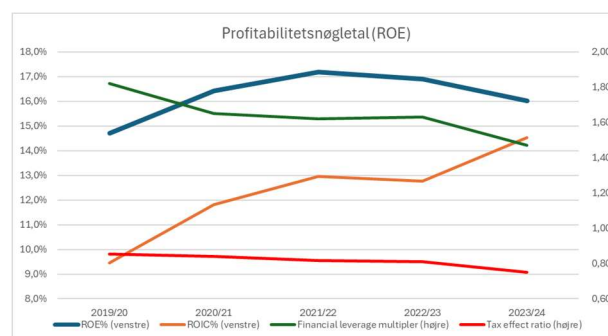
<=>

$$\text{EBIT\%} \times \text{Capital turnover} \times \text{Financial cost ratio} \times \text{Financial structure ratio} \times \text{Tax effect}$$

<=>

$$\text{ROIC} \times \text{Financial leverage multiplier} \times \text{Tax effect} = \text{ROE}$$

Ovenstående data kan visualiseres i et kurvediagram for at illustrere de enkelte deles indflydelse på ROEs udvikling.



Figur 7 - Profitabilitetsnøgletal (ROE) – egen tilvirkning

Grafen viser, at Termas rentabilitet, i form af ROE og ROIC, generelt er stigende, hvilket indikerer en forbedret evne til at generere profit i forhold til både egenkapitalen og den samlede investerede kapital. ROE er steget fra 14,7% til 16,0% og ROIC er steget fra 9,4% til 14,5%.

Dette er således en positiv udvikling. Samtidig ser vi et fald i den finansielle gearing, hvilket betyder, at Terma i mindre grad bruger gæld til at finansiere sine aktiviteter. Dette kan også ses som et udtryk for en mere konservativ finansieringsstrategi, for at mindske risikoen. Endelig viser grafen en faldende udnyttelse af den effektiv skatteprocent. Dette skyldes, at den effektive skatteprocent er steget fra 15% til 25%, hvilket betyder, at en større andel af overskuddet betales i skat.

Samlet set tegner grafen et billede af en virksomhed, der forbedrer sin rentabilitet og samtidig reducerer sin finansielle risiko. Nedenunder vil der foretages en analyse af de underliggende nøgletal, for at se hvad der driver disse tendenser.

6.1.2 Afkastningsgraden – Return on Invested Capital (ROIC)

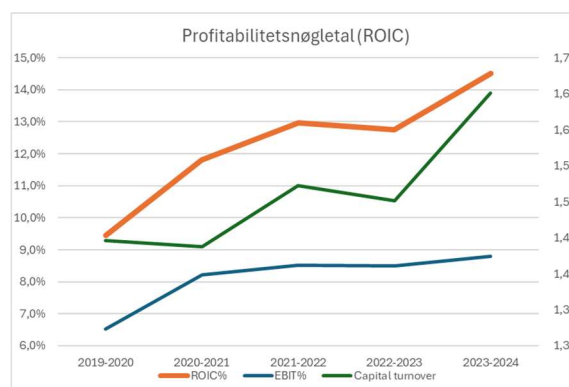
ROIC viser Termas evne til at forrente den investerede kapital i forhold til den driftsmæssige indtjening. ROIC kan således dekomponeres i overskudsgraden (operating profit margin) og aktivernes omsætningshastighed (Capital turnover). ROIC beregnes således:

$$\text{ROIC}_{\text{BT}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Invested capital}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Invested capital}}$$

Operating profit margin Capital turnover

Ligning 2 - Return on Invested Capital (ROIC)
(Hawawini & Viallet, 2023, p. 198)

Vi kan således sætte ROIC og dens delkomponenter ind i et kurvediagram for visuelt at se på udviklingen.



Figur 8 - Profitabilitetsnøgletal (ROIC) – egen tilvirkning

Grafen viser en positiv udvikling i profitabiliteten for Terma. ROIC'en er steget fra ca. 9,5% i

2020 til ca. 14,5% i 2024. Denne stigning indikerer, at virksomheden er blevet mere effektiv til at generere profit fra den investerede kapital. Stigningen i ROIC er drevet af både en stigning i EBIT% og en stigning i kapitalomsætningshastigheden. EBIT% er steget fra ca. 6,5% i 2020 til ca. 8,5% i 2024, hvilket viser, at virksomheden har forbedret sin indtjeningssevne. Kapitalomsætningshastigheden er også steget fra ca. 1,4 i 2020 til ca. 1,7 i 2024, dette indikerer, at Terma er blevet bedre til at udnytte sine aktiver til at generere omsætning.

Samlet set viser grafen en positiv udvikling i virksomhedens profitabilitet. Stigningen i ROIC er drevet af både en forbedret indtjeningssevne og en mere effektiv udnyttelse af aktiverne. Særligt effektiviseringen af udnyttelsen af aktiverne har været med til drive ROIC-væksten.

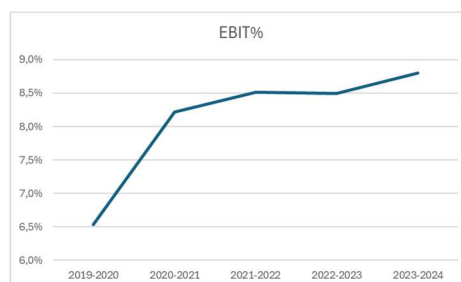
6.1.2.1 Overskudsgraden - Operating Profit Margin (EBIT%)

Overskudsgraden eller EBIT%, viser hvor stor en del af omsætningen som ender som overskud inden renter og skat.

$$EBIT\% = \frac{EBIT}{Omsætning}$$

Ligning 3 - Overskudsgrad (EBIT%)

Udviklingen af overskudsgraden kan visualiseres i et kurvediagram.



Figur 9 - Overskudsgrad (EBIT%)

Det ses i tabel 2, at EBIT er steget fra 125,2 mio. kr. til 231,6 mio. kr. Det svarer til en samlet vækst på 85% over 5 år, hvilket giver en gennemsnitlig årlig vækst på 13,1%. Vi kan se i udsnittet fra tabel 2 nedenfor, at Terma har forbedret sin omkostningsstyring, hvilket har ført til lavere COGS i forhold til omsætningen. Ligeledes har en lavere procentsats af afskrivninger i forhold til EBITDA, været med til at øge EBIT%. Det ses også at udgifter til salg og administration er steget mere end omsætningen.

	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	Vækst 5 år	Årlig vækst
-COGS i % af oms	78,8%	79,1%	78,6%	77,3%	77,1%	-2,2%	-0,4%
-Salgs&adm i % af oms	35,2%	36,4%	38,2%	39,0%	39,1%	10,9%	2,1%
-Afskr. i % af EBITDA	53,5%	47,2%	49,5%	47,8%	45,6%	-14,6%	-3,1%

(Udsnit fra tabel 2)

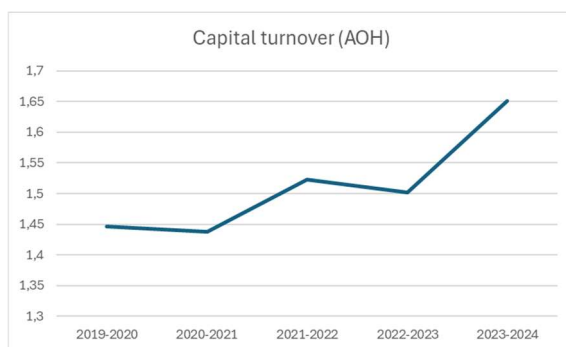
Samlet set har overskudsgraden (EBIT%) har en moderat tilvækst ved at stige fra 6,5% til 8,8%, hvilket svarer til en årlig tilvækst på 6,1%

6.1.2.2 Aktivernes omsætningshastighed - Capital Turnover (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed (AOH) viser, hvor effektivt Terma er til at bruge sine aktiver til at generere salg. AOH viser, hvor mange kroner i omsætning Terma genererer for hver krone investeret i aktiver. En stigende AOH indikerer, at Terma udnytter sin kapital mere effektivt.

$$AOH = \frac{\text{Omsætning}}{(\text{Primo IC}^9 + \text{Ultimo IC})/2}$$

Ligning 4 - Capital Turnover (AOH)



Figur 10 - Capital turnover - egen tilvirkning

Terma har haft en stigende Capital turnover fra 2019/20 til 2023/24. Hvor de er gået fra at tjene 1,31 kr. i omsætningen til 1,60 kr. i forhold til den investeret kapital.

DKK 1.000	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	Vækst 5 år	Årlig vækst
Omsætning	1.917.052	2.070.020	2.194.682	2.258.464	2.632.924	37,3%	6,6%
Invested Capital	1.461.434	1.418.894	1.463.715	1.544.380	1.645.701	12,6%	2,4%

⁹ IC = Invested Capital

Dette skyldes, at Terma har formået at øge omsætningen mere end den investerede kapital. Omsætningen er i de sidste 5 år steget med 37,3%, hvorimod den investerede kapital kun er steget med 12,6%. En forklaring på denne difference kunne være en ændring af finansieringen af anlægsaktiverne.

DKK 1.000		2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	Vækst
Kortfristet rentebærende gæld		248.987	181.884	153.842	148.591	112.935	
Langfristet renteværende gæld		528.640	512.606	558.754	506.406	488.437	
Gæld i alt		777.627	694.490	712.596	654.997	601.372	-176.255
Anlægsaktiver		1.092.128	1.218.209	1.254.601	1.272.530	1.372.179	280.051
Difference investering & gæld		314.501	523.719	542.005	617.533	770.807	

Tabel 4 - Difference mellem investering og gæld

Det ses i tabel 4, at Terma har foretaget en betydelig reduktion af virksomhedens gæld i perioden 2019/20 til 2023/24. Den totale gæld er faldet fra 777,6 mio. kr. til 601,4 mio. kr., en reduktion på ca. 22%. Samtidig er anlægsaktiverne steget i samme periode fra 1.092,1 mio. kr. til 1.372,2 mio. kr., en vækst på ca. 25%. Dette indikerer løbende investeringer og ekspansion i virksomheden.

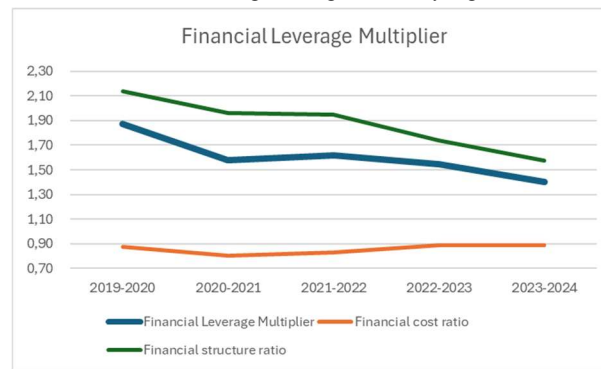
Særligt den kortfristede gæld er reduceret drastisk, fra 248,9 mio. kr. i 2019/20 til 112,9 mio. kr. i 2023/24, hvilket svarer til en reduktion på over 54%. Dette tyder på bedre kortfristet likviditet og mindre sårbarhed over for rentesvingninger. At Terma har kunnet reducere sin gæld, samtidig med at anlægsaktiverne er øget, viser en stærk likviditet og mulighed for egenfinansiering af projekter. Dette understøttes yderligere af, at den likvide beholdning er steget fra 248,9 mio. kr. til 269,7 mio. kr., trods afdrag på gæld og investeringer.

6.1.3 Financial Leverage Multiplier

Dette nøgletal er et udtryk for virksomhedens finansielle gearing og viser forholdet mellem virksomhedens egenkapital og gæld. En virksomhed uden gæld betegnes som ubelånt (unlevered) og en virksomhed med gæld som belånt (levered). For en ubelånt virksomhed er nøgletallet 1. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 204-205) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Financial Leverage Multiplier} = \text{Financial cost ratio} \times \text{Financial structure ratio}$$

Ligning 5 - Financial Leverage Multiplier



Figur 11 - Financial Leverage Multiplier – egen tilvirkning

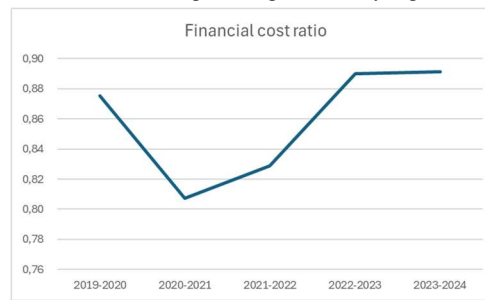
Figur 10 viser et fald i Termas finansielle gearing fra ca. 1,90 i 2019/20 til ca. 1,45 i 2023/24. Dette indikerer, at Terma i højere grad benytter egenfinansiering i stedet for fremmedfinansiering til at finansiere sin drift. Samme tendens så vi også under Capital Turnover. Denne udvikling kan skyldes et ønske om at reducere den finansielle risiko eller at Terma har tilstrækkelig likviditet til at undgå fremmedfinansiering. Gearing påvirker ROE på to måder. På den ene side vil renteudgifterne øges og EAT vil reduceres, hvilket vil reducere ROE, når gearingen øges. På den anden side vil gæld erstatte egenkapital og reduceres den samlede egenkapital. Dette medfører, at det samme overskud fordeles på en mindre egenkapital, hvilket øger ROE. Derfor kan man ikke altid forudsige, hvordan gæld vil påvirke ROE. For Terma har en øget gæld betyder en højere ROE, hvilket har værdiskabende for egenkapitalen, men øger også risikoen alt andet lige.

6.1.3.1 Financial Cost Ratio

Financial cost ratio viser renteomkostningernes påvirkning af resultatet. En forøgelse af gælden vil medføre, at EBT relativt til EBIT vil være lavere. Ligeledes vil en stigende renteprocent på gælden have en negativ effekt. En unlevered virksomhed vil have en ratio på 1, hvilket er max værdien, og en virksomhed med gæld vil have en ratio under 1. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 203) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Financial cost ratio} = \frac{\text{Earnings before tax (EBT)}}{\text{Earnings before interest and tax (EBIT)}}$$

Ligning 6 - Financial cost ratio



Figur 12 - Financial cost ratio – egen tilvirkning

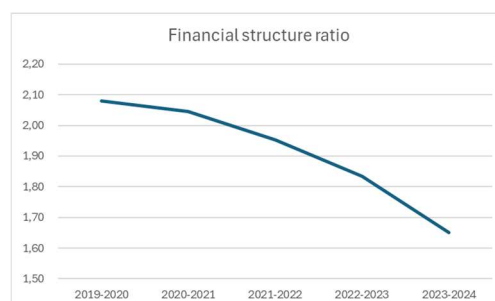
Det ses i figur 11, at de finansielle omkostninger i perioden har ligget omkring 80-90% af EBT. Faldet i 2020/21 skyldes primært en stigning i renterne på den underliggende gæld. Tidligere i projektet konstaterede vi, at Terma hvert år har nedbragt sin gæld, med særligt fokus på at mindske den kortfristede gæld. Selvom Terma har reduceret sin gæld, vurderes faldet i 2020/21 at skyldes en stigning i renten. Nedbringelsen af gæld i 2020/21 og 2021/22 har altså ikke været tilstrækkelig til at opveje rentestigningerne. Dette har medført, at rentekomkostningernes andel af EBT har været større end tidligere.

6.1.3.2 Financial Structure Ratio

Financial structure ratio, også kendt som equity multiplikator, viser forholdet mellem den samlede investerede kapital i en virksomhed og dens egenkapital. Denne ratio giver et indblik i virksomhedens finansieringsstruktur og hvor stor en andel af finansieringen der kommer fra gæld i forhold til egenkapital. En højere ratio indikerer en højere grad af gældsfinansiering. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 203) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Financial structure ratio} = \frac{\text{Invested capital}}{\text{Owners' equity}}$$

Ligning 7 - Financial structure ratio



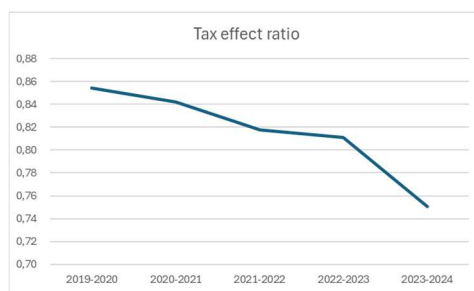
Figur 13 - Financial structure ratio – egen tilvirkning

En ratio på 1, hvilket er minimumsværdien, betyder at hele den investerede kapital er finansieret med 100% egenkapital. Det ses i analyseperioden at forholdet mellem gæld og egenkapital er gået fra 2,10:1 til ca. 1,65:1. Dette indikerer, at Terma har reduceret andelen af gæld i sin kapitalstruktur. Som det blev undersøgt tidligere i projektet, skyldes reduktionen i gældsandelen primært en nedbringelse af den kortfristede gæld.

6.1.4 Tax effect ratio

Den tredje komponent i ROE-ligningen er skatteeffekten (Tax effect ratio), der indikerer hvor stor en andel af overskuddet der beholdes efter skat. Nøgletallet viser dermed, hvor meget af overskuddet som Terma beholder efter skat, og som ender som egenkapital. Jo højere den effektive skatteprocent er, desto lavere er skatteeffekten, hvilket betyder, at ROE vil være lavere. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 203-204) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Tax effect ratio} = \frac{EAT}{EBT} = \frac{EBT(1 - \text{Effective tax rate})}{EBT}$$



Figur 14 - Tax effect ratio – egen tilvirkning

Hvis vi omregner grafen til den effektive skatteprocent ved at beregne (1 – tax effect ratioen), får vi den effektive skatteprocent.

	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024
Effektive skatte %	15%	16%	18%	19%	25%

Det ses, at den effektive selskabsskattesats er steget fra ca. 15% til 25%. Årsregnskabet giver ikke en specifik forklaring på denne stigning. Det er vigtigt at bemærke, at der er forskel på et årsregnskab og et skatteregnskab. Årsregnskabet udarbejdes efter regnskabslovgivningen, mens skatteregnskabet følger skattelovgivningen. Forskelle i disse regelsæt kan føre til forskelle i,

hvordan indtægter og udgifter behandles. Der foreligger ikke skatteregnskab, hvorfor ændringen i den effektive skatteprocent ikke undersøges nærmere, men blot konstateres.

6.1.5 Opsummering på regnskabsanalysen.

Terma har haft en positiv udvikling i både ROE og ROIC. Stigningen i ROE skyldes primært en stigning i ROIC, mens faldet i den finansielle gearing og skatteprocenten trækker i den modsatte retning. Stigningen i ROIC er drevet af både en stigning i EBIT% og en stigning i kapitalomsætningshastigheden. Terma har forbedret sin omkostningsstyring og har reduceret gælden, hvilket har bidraget til stigningen i EBIT% og kapitalomsætningshastigheden. Den finansielle gearing er faldende, hvilket indikerer, at Terma i højere grad benytter egenfinansiering i stedet for fremmedfinansiering. Dette kan være et udtryk for, at Terma enten ønsker at reducere den finansielle risiko eller at de ikke har brug for fremmedfinansiering til at dække likviditeten. Skatteprocenten er steget fra ca. 15% til 25%, hvilket har en negativ indflydelse på ROE. Det ville være derfor være interessant at undersøge finansiering, for at se på andre nøgletal om de kan belyse hvorfor Terma har nedbragt den finansielle gearing.

6.2 Finansieringsanalyse

I finansieringsanalyse vil vi kort se på matching strategien. Strategien foreskriver, at langfristede investeringer bør finansieres med langfristede midler og kortfristede investeringer bør finansieres med kortfristede midler. Det gøres for at undgå risikoen for ikke at kunne finansiere aktiverne over deres levetid. Risikoen ved mismatching kunne være at renten ændrede sig og dermed en øget finansiell omkostningsrisiko eller en risiko ved korte lån at de ikke kan fornyet så en øget refinansierings risiko. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 160-162)

Finansiering:		2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024
NLF	Long term fin. - net fixed asset	120.319,0	18.801,0	55.272,0	123.259,0	160.587,0
NSF	Short term debt - Cash	-6,0	48.144,0	-18.450,0	-101.347,0	-156.803,0
Liquidity ratio	NLF / WCR	0,44	0,07	0,25	0,59	0,80
SGR	EAT / primo EK * (1-payout ratio)	15,9%	16,9%	3,7%	18,4%	17,4%
vækst i omsætning		11,1%	8,0%	6,0%	2,9%	16,6%

Tabel 5 - Finansieringsanalyse

6.2.1 NLF (net long-term financing)

Termas netto langfristede finansiering viser, hvor meget af den langfristede finansiering fratrækkes anlægsaktiver, som der kan anvendes til at finansiere virksomhedens arbejdskapital (WCR). (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 162-163) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Net longterm financing} = \text{Longterm debt} + \text{Owners' equity} - \text{Net fixed assets}$$

Ligning 8 - NLF

Det ses i tabel 5, at den langfristede finansiering er større end investeringerne i anlægsaktiverne. Det betyder, at anlægsaktiverne er finansieret med langfristet finansiering, hvilket indikerer en god matching. I 2022/21 ses der et kraftigt dyk i nettolangfristet finansiering (NLF) på -101,5 mio. dk, hvorefter NLF'en stiger igen.

6.2.2 NSF (net short-term financing)

Netto kortfristet finansiering angiver, hvor meget Termas kortfristede gæld overstiger virksomhedens likvide beholdninger. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 162)

$$\text{NSF} = \text{Shortterm debt} - \text{cash}$$

Det ses i tabel 5, at Termas likvide beholdning har været større end den kortfristede gæld i 4 ud af 5 år. Negative tal for NSF betyder, at likviderne overstiger den kortfristede gæld. I 2020/21 var den kortfristede gæld dog større med 48,1 mio. kr. Udviklingen i perioden indikerer, at Terma har haft en strategi om at nedbringe den kortfristede gæld og gøre virksomheden mere likvid.

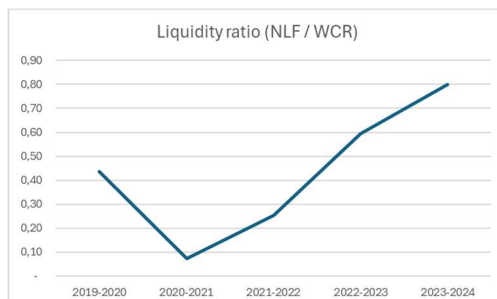
6.2.3 Liquidity ratio

Angiver hvor en del af WCR, som er finansieret med langfristet finansiering og viser dermed virksomhedens likviditet. Jo højere andelen af WCR som er finansieret med langfristede midler er, desto mere likvid er virksomheden. Der er således tre omstændigheder, som kan forbedre likviditetsratioen. 1. øge den langfristet finansiering og/eller 2. Nedbringe anlægsaktiver og/eller 3. nedbringe WCR. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 163-165) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Liquidity ratio} = \frac{NLF}{WCR}$$

Ligning 9 - Liquidity ratio

Vi kan indsætte værdierne fra tabel 5 til at illustrere udviklingen i likviditet i et kurvediagram.



Figur 15 - Liquidity ratio

Figur 14 viser, at likviditetsratioen for Terma næsten nåede nul i 2020/21, hvor NLF kun udgjorde 7% af WCR. Efterfølgende ses en stigning hvert år, hvor NLF i 2023/24 dækker ca. 80% af WCR. Dette indikerer, at Terma har forbedret sin likviditet.

DKK 1.000			2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024	Ændring
WCR			275.339	252.108	217.961	207.168	200.966	-74.373
Anlægsaktiver			1.092.128	1.218.209	1.254.601	1.272.530	1.372.179	280.051
								205.678
Langfristet renteværende gæld			528.640	512.606	558.754	506.406	488.437	-40.203
EK			683.807	724.404	751.119	889.383	1.044.329	360.522
								320.319
								114.641

Tabel 6 - Likviditetsændring i Liquidity ratio

Det ses i tabel 6, at Termas forbedring af likviditetsratioen skyldes en nedbringelse af deres WCR og en forøgelse af deres egenkapital. Selvom Termas investeringer i anlægsaktiver påvirker NLF negativt, har disse investeringer skabt værdi, da ROIC'en og egenkapitalen er steget. Terma har således forbedret deres likviditet med 114,6 mio. kr. i forhold til liquidity ratio for de sidste 5 år.

6.2.4 SGR (Self-sustainable growth rate)

Dette finansielle nøgletal, kaldet den bæredygtige vækstrate (SGR), viser den maksimale vækst i omsætningen, som en virksomhed kan opnå uden at tilføje ekstern finansiering eller uden at ændre sin driftspolitik, finansieringspolitik, kapitalstruktur eller dividendepolitik. Hvis omsætningen stiger med mere end SGR, vil virksomheden opleve et underskud eller en udtømning

af dens likvide beholdninger. Det modsatte vil være tilfældet, hvis omsætningsvæksten er lavere end SGR; så vil virksomheden opbygge sine likvide beholdninger. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 211-213) Nøgletallet beregnes ved:

$$\text{Selfsustainable growth rate} = \text{Profit retention rate} \times \text{Return on equity}$$

$$\text{Ligning 10 - SGR}$$

Eller

$$\text{SGR} = \frac{\text{retained earnings}}{\text{Owners equity}}$$

		2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024
SGR		15,9%	16,9%	3,7%	18,4%	17,4%
vækst i omsætning		11,1%	8,0%	6,0%	2,9%	16,6%

(Udsnit fra tabel 5)

Det ses i udsnittet fra tabel 5, at SGR med undtagelse af 2021/22, har været større end væksten i omsætningen (målt i procent). Dette indikerer, at Terma i perioden har haft et likviditetsoverskud. For optimal udnyttelse af virksomhedens ressourcer bør væksten i SGR og omsætning være tilnærmelsesvis lig hinanden. Et likviditetsoverskud er på kort sigt er ofte positivt, da det giver virksomheden økonomisk fleksibilitet. Et vedvarende likviditetsoverskud kan også være et udtryk for et investeringsproblem, idet virksomheden ikke formår at allokere sine overskydende ressourcer til nye værdiskabende projekter.

6.2.5 Opsummering på finansieringsanalysen

Termas finansieringsanalyse viser en sund finansiel situation med god matching af aktiver og forpligtelser. De finansierer langfristede aktiver med langfristet gæld og egenkapital (NLF), og kortfristede aktiver med kortfristet gæld (NSF). NLF er positiv med ca. 160,5 mio. dk for 2023/24, hvilket betyder, at anlægsaktiverne er finansieret med langfristet finansiering. NSF er for det meste negativ, da likviderne overstiger den kortfristede gæld. Termas likviditetsratio var lav i 2020/21, men er forbedret siden til 0,80. Deres SGR (Self-Sustainable Growth Rate) er generelt højere end væksten i omsætning, hvilket indikerer et likviditetsoverskud. Terma er en god finansiel situation, hvor de godt kunne fokusere på at investere mere af deres likviditetsoverskud i anlægsaktiver for at sikre optimal vækst.

7 Budgettering

I det følgende afsnit vil der blive udarbejdet et budget for Terma med henblik på en teoretisk værdiansættelse baseret på DCF-modellen. Budgetudformningen inkluderer en vurdering af omsætning, EBIT-margin, effektiv skattesats, afskrivninger, investeringer og for at beregne det frie cash flow, der anvendes i DCF-modellen. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 349-353)

7.1 Omsætningsvæksten

I årsregnskabet 2023/24 s.8 Management's Review 2023/24 kommer ledelsen i afsnittet "outlook for 2024/25" med forventninger for de kommende år. Ledelsen forventer en organisk vækst på ca. 7% i 2024/25, svarende til resultatet i 2023/24. De har fokus på nye produkter og teknologier, herunder kunstig intelligens og cybersikkerhed, samt multidoromæne-operationer. De forventer at omsætningen fra F-35-programmet falder på kort sigt, men at Terma fastholder sin andel og søger nye muligheder. Yderligere ser ledelsen et stort potentiale i Europa, drevet af den geopolitiske situation og øgede forsvarsudgifter. Ledelsens strategimål for omsætningen i 2024/25 er en organisk vækst på 12%. (Annual-report, 2024)

mio. kr.	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Omsætning	1.725.413	1.917.052	2.070.020	2.194.682	2.258.464	2.632.924
		11,1%	8,0%	6,0%	2,9%	16,6%

(Udsnit fra tabel 2)

Det ses i den reformulerede resultatopgørelse i tabel 2, som viser virksomhedens omsætning, at omsætningen er steget med 37,3% over de 5 år. Dette svarer til en gennemsnitlig årlig stigning på 6,6. Omsætningsvæksten har dog været svingende i perioden, med en stigning i 2019/20, en faldende omsætningsvækst fra 2020/21 til 2022/23, og en stigning igen i 2023/24. Baseret på denne historiske udvikling, samt ledelsens forventninger til fremtidig markedsudvikling, vurderes en årlig vækst på 7% at være et passende niveau, der kan udligne effekten af enkelte års høj og lav vækst.

DKK 1.000	2023/24 R	2024/25 B	2025-26 B	2026-27 B	2027-28 B	2028-29 B
Omsætning	2.632.924	2.817.229	3.014.435	3.225.445	3.451.226	3.692.812
		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

7.2 EBIT-margin

EBIT-marginen bruges til at angive, hvor stor en del af omsætningen der er tilbage, når drifts-omkostningerne er betalt. For at vurdere EBIT-marginen i budgettet, vil der tages udgangspunkt i den beregnede EBIT-margin fra rentabilitetsanalysen. Der vil foretages en vurdering af de seneste års EBIT-margin, som vil bruges til at fastsætte en EBIT-margin for budgettet.

		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	Vækst 4 år	Årlig vækst
EBIT-margin	EBIT / Omsætning	6,5%	8,2%	8,5%	8,5%	8,8%	7,0%	1,7%
				3,6%	-0,2%	3,5%		

(Udsnit fra tabel 3)

Ud fra rentabilitetsanalysen kan det ses at EBIT-marginen i perioden 2020/21 til 2023/24 har været rimelig stabil med et spænd mellem 8,2% og 8,8% med en gradvis procentmæssig stigning på 1,7% årligt. Vi kunne se i den finansielle analyse at der sker et skift i finansieringsstrategien fra 2019/20 til 2020/21, derfor er 2019/20 regnskabet blevet undladt i vurderingen EBIT-marginen for budgettet. Den gennemsnitlige EBIT-margin for den valgte 4-årige periode er 8,5%, med en årlig vækst på 1,7%.

		2024/25 B	2025-26 B	2026-27 B	2027-28 B	2028-29 B
EBIT-margin	8,5%	8,6%	8,8%	8,9%	9,1%	9,3%
		1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%

7.3 Effektive skattesats og EBIT efter skat

Den effektive skatteprocent udledes ud fra tax effect ratio, som blevet beregnes under punkt 6.1.4 Tax effect ratio. Denne skal bruges til at beregne EBIT efter skat, som bliver brugt til at beregne det frie cash flow, der skal benyttes i DCF-beregningen. Rentabilitetsanalysen viste en stigning i den effektive skatteprocent i perioden fra ca. 15% til 25%. For at simplificere DCF-beregningen og sikre en mere konservativ vurdering anvendes dog den danske skattesats på 22%. Dette valg afspejler den generelle skattesituation i Danmark og reducerer kompleksiteten i modellen.

7.4 Afskrivninger og investeringer

Afskrivningerne påvirker ikke likviditeten, hvorfor de skal lægges til i beregningen af det frie cash flow. Der foreligger ikke en opgørelse af fremtidige afskrivninger, derfor må vi antage de fremtidige afskrivninger vil følge periodens gennemsnitlige udvikling.

mio. kr.	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	Vækst 5 år	Årlig vækst
Afskrivninger	143.809	152.213	182.896	175.462	194.404	35,2%	6,2%
		5,8%	20,2%	-4,1%	10,8%		

(Udsnit fra tabel 2)

Det ses at væksten i afskrivninger svinger fra år til år, hvorfor der anvendes den gennemsnit årlige stigning på 6,2% for at udligne udsving. Vi kan se i tabel 1 at Terma hvert år har øget deres anlægsaktiver, hvorfor vi antager at denne trend fortsætter, og at afskrivningerne dermed også vil øges. Dette skal bidrage til et mere plausibelt billede af afskrivningernes fremskrivning, da de udtrykker forholdet til anlægsaktiverne i det frie cash flow.

Til at vurdere de fremtidige investeringer beregnes nettoinvesteringerne eller CAPEX¹⁰ for hvert år ved at trække afskrivninger fra bruttoinvesteringerne:

$$CAPEX = \text{Anlægsaktiv}_{Ultimo} - \text{Anlægsaktiv}_{Primo} + \text{afskrivninger}$$

Ligning 11 - CAPEX

DKK 1.000	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	Vækst 5 år	Årlig vækst
Anlægsaktiver	998.615	1.092.128	1.218.209	1.254.601	1.272.530	1.372.179		
Afskr.		143.809	152.213	182.896	175.462	194.404		
Investering/Capex		237.322	278.294	219.288	193.391	294.053	23,9%	4,4%
			17,3%	-21,2%	-11,8%	52,1%		

Det ses ligesom med væksten i afskrivninger, at svinger fra år til år, hvorfor der anvendes den gennemsnit årlige stigning på 4,4% for at udligne udsving.

7.5 Delta ændring WCR

Delta ændring af WCR bruges til at beregne det frie cash flow i DCF-modellen.

DKK 1.000	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Omsætning	1.917.052	2.070.020	2.194.682	2.258.464	2.632.924
WCR	275.339	252.108	217.961	207.168	200.966
WCR i procent af omsætningen	14,4%	12,2%	9,9%	9,2%	7,6%
Procent ændring		-2,2%	-2,2%	-0,8%	-1,5%

¹⁰ Capital expenditure.

(Udsnit fra tabel 1 og tabel 2)

Den årlige gennemsnitlige procentvise ændring i forholdet mellem WCR og omsætningen er negativ 1,7%. For at beregne WCR i DCF-modellen anvendes en andel på 7,6% af omsætningen. Denne andel justeres årligt med den gennemsnitlige ændring på -1,7%. På den måde medtages omsætningen udviklingen i WCR.

8 Værdiansættelse

I det følgende afsnit vil der foretages en værdiansættelse af Terma baseret på det udarbejdede budget, der skal ligge til grund for beregningen af nutidsværdien af det fremskrevne frie cash flow.

$$\text{Enterprise value}(EV) = \text{Equity value} + \text{Debt} - \text{Cash}$$

(Hawawini & Viallet, 2023, pp. 512-513)

$$1.044,3 \text{ mio.} + 601,3 \text{ mio.} - 269,7 \text{ mio.} = 1.375,9 \text{ mio.} \Leftrightarrow 1,38 \text{ mia.}$$

(Tabel 1)

Som referencepunkt er Termas enterprise value for 2023/24 på 1,38 mia. kr.

8.1 DCF-modellen

DCF-modellen bruges til at beregne nutidsværdien af forventede fremtidige pengestrømme. Først foretages der en prognose af frie pengestrømme ved først estimeres de fremtidige frie pengestrømme som forventes at blive skabt. Dette er udfærdiget i budgetafsnittet i afsnit 7. Dernæst tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme til pengestrømmens nutidsværdi ved hjælp af en diskonteringsrente ($WACC^{11}$), som afspejler det afkast, investorerne som minimum kan forvente med en tilsvarende risiko. Den tredje forudsætning er beregningen af terminalværdi. Denne værdi repræsenterer værdien af alle fremtidige pengestrømme efter den valgte prognoseperiode som er 5 år. Til sidst summeres nutidsværdier for de frie pengestrømme og terminalværdien for at finde den samlede værdi. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 514-515)

¹¹ Weighted Average Cost of Capital

8.2 Fastlæggelse af WACC

WACC er den gennemsnitlige afkastningsgrad som et projekt skal generere for at opfylde afkastforventningerne hos sine långivere og aktionærer, som de ville kunne forvente at få ved en alternativ investering med samme risikoprofil. WACC'en beregner de vægte omkostningerne ved hver finansieringskilde andel af virksomhedens samlede kapital. En højere WACC indikerer højere risiko og afkastkrav, mens en lavere WACC indikerer lavere risiko og afkastkrav. Faktorer, der påvirker udregningen af WACC er renteniveau, skattesats, kapitalstruktur og markedsrisiko. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 424)

WACC'en beregnes ved følgende ligning:

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - T_c) \frac{D}{E + D}$$

Ligningen kan omskrives til:

$$WACC = \text{Egenkapitalens omkost. \%} * \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Egenkapital} + \text{Gæld}} - \text{Fremmedkapitalsomkost. \%} * (1 - \text{Skat}) * \frac{\text{Gæld}}{\text{Gæld} + \text{Egenkapital}}$$

Ligningen på består af tre dele. 1. Kapitalstrukturens forholdet mellem egenkapitalen og gælden. 2. Egenkapitalomkostningen som er det forventede afkast på egenkapitalen og 3. Fremmedkapitalomkostningerne efter skat, som er den effektive rente som skal betales for at låne fremmedkapital.

I det følgende afsnit vil de tre dele blive beregnet for til sidste at udregne WACC for Terma.

8.2.1 Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Til at fastsætte kapitalstrukturen tages der udgangspunkt i det udarbejdet Managerial Balance Sheet for regnskabsåret 2023/24 i tabel 1 under Capital employed. Kapitalfinansiering er opdelt i egenkapital på 1.044.329 t.dkk og kortfristet- og langfristet rentebærende gæld på 601.372 t.dkk med i alt 1.645.701 t.dkk kapitalfinansiering for 2023/24.

Kapitalstrukturen fordeles således:

$$\frac{1.044.329}{1.645.701} = 63,5\% \text{ egenkapital} \quad \& \quad \frac{601.372}{1.645.701} = 36,5\% \text{ gæld}$$

8.2.2 Fastlæggelse af egenkapitalomkostningen (Cost of Equity)

Næste del af ligning til beregningen af WACC er egenkapitalomkostningen, også kaldes cost of equity. Her benyttes CAPM¹² modellen, som beregner det forventede afkast en investor kan forvente udover en risikofri rente, f.eks. en statsobligation plus en markedsrisikopræmie. Markedsrisikopræmie er et forventede merafkast på markedet, i forhold til den risikofrie rente, som tager højde for industribranchen følsomhed (Beta) over for det generelle marked.

Formlen for CAPM er:

$$E(R_I) = R_F + [E(R_M) - R_F]\beta_i$$

Ligning 12 - CAPM
(Hawawini & Viallet, 2023, p. 436)

Omskrevet til:

$$\text{Forventet afkast af egenkapitalen } (k_E) = \text{Risikofri rente} + \text{Beta} * (\text{Markedsafkast} - \text{Risikofri rente})$$

Skat.dk tilbyder en vejledning til udregning af WACC. Specifikt findes der under punkt C.J.3.1.2.2 i Den juridiske vejledning 2024-2 en vejledning til udregning af egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav, som vi vil benytte i de følgende afsnit.

8.2.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er et teoretisk afkast, hvor man kan forvente at en investering er uden risiko for tab. Det er af projektets forfatter underforstået at der ikke findes nogen investeringsinstrumenter som er risikofrit, men teorien forskriver at statsobligationer fra lande, som f.eks. Danmark eller Tyskland har en så stærk økonomi, at det anses for at være næsten risikofrit at investere i deres statsobligationer, da det er meget usandsynligt, at disse lande misligholder deres gæld og går bankerot. (Hawawini & Viallet, 2023, p. 436)

På Skat.dk, forskriver de at man benytter den 10-årige statsobligation, jf. C.J.3.1.2.2. Desuden når der er tale om værdiansættelsen af en dansk virksomhed bør den danske statsobligation benyttes. (Den Juridiske vejledning 2024-2, 2024)

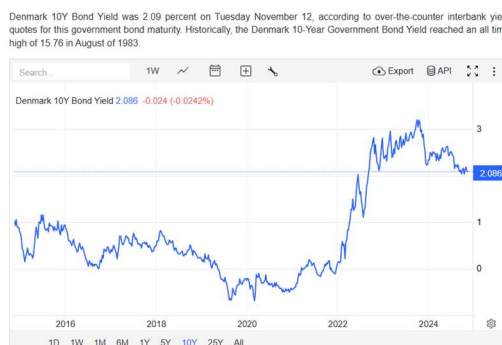
¹² Capital Asset Pricing Model

Det ses ligeledes i Termas årsregnskab for 2023/24 under note 21 "non-current Liabilities other than Provision", at cirka 89% af gælden er optaget i dansk valuta, hvor lån med fast rente har en varighed på mellem 11 og 16 år

DEBT TO FINANCIAL INSTITUTIONS					
DKK 1,000					
MORTGAGE LOANS					
Variable rate loans	3.47	4.40	DKK	6 months	21,543
Fixed rate loans	1.27	2.15	DKK	11-16 years	121,705
Mortgage loans total	1.60	2.49			143,248
LOANS FROM BANKS					
Fixed interest rate loans	1.16	1.16	EUR		17,393
Loans from banks total	1.16	1.16			17,393
Credit institutions total at 29 February					160,641

(Annual-report, 2024, p. 38)

På grund af ovenstående argumenter vælges den 10-årige danske statsobligation som den risikofrie rente. Den 12. november lå renten på 2,09 %, hvilket vil blive brugt i WACC-beregnin-gen.



Figur 16 - 10-årige dansk statsobligation
(Trading Economics, 2024)

8.2.2.2 Markedsafkast – risiko Premium

Markedsrisikopræmien udtrykker det forventede merafkast på aktier i forhold til en risikofri alternativinvestering (den risikofrie rente), jf. C.J.3.1.2.2 under værdiansættelse og WACC i Den juridiske vejledning 2024-2, hvor Skat forskriver at den forventede markedsrisikopræmie for 2024 vil være 6,0%. Skattestyrelsen baserer deres beregning på aktuelle aktiekurser og forventninger til fremtidige pengestrømme i danske og internationale virksomheder, hvor De bruger den 10-årige statsobligationsrente som risikofri reference. (Den Juridiske vejledning 2024-2, 2024)

Derfor vælges 6,0% som markedsrenten til beregningen af WACC.

8.2.2.3 Beta - markedsfølsomhed

”Beta-værdien udgøres af den systematiske risiko og udtrykker afkastet mellem en given aktie eller sektors afkast og afkastet på markedsporteføljen sat i forhold til variansen i afkastet på markedsporteføljen.” skriver Skat.dk (Den Juridiske vejledning 2024-2, 2024)

Beta er dermed et udtryk for kursfølsomheden i forhold til det generelle marked. En betaværdi på 1 er en neutral værdi, hvilket betyder at risikoen bevæger sig sammen med markedet. En værdi mellem 0 og 1, betyder at udsvinget i aktien pris og dermed risikoen er mindre end markedet. Hvor en værdi højere end 1, betyder at udsvingene i aktien pris er større end markedet og dermed er risikoen også højere. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 429-434) Terma er ikke børsnoteret, er det nødvendigt at finde en proxy betaværdi for at estimere Termas risiko. Til dette formål anvendes data fra professor Aswath Damodaran¹³ hjemmeside, hvor han uploader diverse finansielle data. Her kan vi finde betaværdi for selskaber i sektoren ”Aerospace/Defense”, hvilket er den sektor Terma hører indenunder, hvor betaværdien for US og europæiske virksomheder kan findes.

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio
US			
Aerospace/Defense	70	1,08	25,46%
Europe			
Aerospace/Defense	61	0,90	15,34%

(Damodaran, 2024)

Det ses at der er en mindre forskel på de to betaværdier, hvor europæiske virksomheder ligger under neutralværdien på 1. Det ses også at Termas kapitalstruktur minder mere om de amerikanske forsvarsvirksomheder, ved at have en højere gældsforhold. Betaværdien for Europa på 0,90 vælges til udregningen af WACC, da Terma ejerkreds og hovedsæde befinder sig i Europa.

8.2.2.4 Beregning af egenkapitalomkostningen (Cost of Equity)

Med de fundne værdier fra ovenstående afsnit for den risikofri rente, betaværdi og risikopræmien, kan vi finde ejernes afkastkrav i WACC'en:

¹³ Professor ved Stern School of Business på New York University, underviser i virksomhedsfinansiering og aktieanalyse.

$$\text{Risikofri rente} + \text{Beta} * (\text{Markedsafkast} - \text{Risikofri rente}) \rightarrow 2,09\% + 0,90 * (6,0\% - 2,09\%) = 5,61\%$$

Ud fra ovenstående beregning fastlægges det at ejerne kan forlange et afkast på 5,61% på deres egenkapital. Dette afkastkrav afspejler den risiko, som ejerne tager ved at investere i Terma.

8.2.3 Fastlæggelse af fremmedkapitalomkostningen (Cost of debt)

Til at fastlægge og udregne fremmedkapitalomkostningen i WACC'en, fastlægges den gældsrente som Terma skal betale ved at finansiering sker med fremmedkapital.

Omkostningerne ved gæld kan estimeres ved at lægge et estimeret kreditrisikospænd til det gældende markedsafkast (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 441-442)

$$\text{Cost of debt}(k_d) = \text{Market yield on government bonds} + \text{Estimated creditrisk spread}$$

Ligning 13 - Cost of debt (WACC)

Market yield sættes til den risikofrie rente, som blev fastsat til 2,09% under egenkapitalomkostningsafsnittet. Den estimerede credit-risk spread kan oversættes til det selskabsspecifikke risikotillæg, jf. C.J.3.1.2.2. (Den Juridiske vejledning 2024-2, 2024) Risikotillæg er fundet ved at divideret renteudgifterne 25,2 mio. dk med den rentebærende gæld 601,4 mio. dk for 2023/24, hvilket vil være ca. 4,19%. Dermed fastsættes gældsrente før skat til 6,28% = 2,09% + 4,19%. Den danske selskabsskat ligger på 22%¹⁴, hvormed vi får en gældsrente efter skat på 4,52%.

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt
Aerospace/Defense	61	0.90	9.21%	86.70%	35.53%	6.05%	12.74%	4.55%

(Damodaran, 2024)

I forhold til dataudregninger fra Damodarans hjemmeside kan det ses, at Termas Cost of Equity ligger under gennemsnit for de europæiske forsvarsselskaber, men ligger på niveau med i forhold til Cost of Debt. Dette kunne skyldes fastkurspolitikken¹⁵, hvilket betyder at de europæiske selskaber kan låne til samme rentesats.

¹⁴ [Danmark - Selskabsskatteprocent | 1981-2024 Data | 2025-2026 Prognose](#)

¹⁵ Fastkurspolitikken indebærer, at den danske krone er bundet til euroen inden for et snævert interval. <https://da.wikipedia.org/wiki/Fastkurspolitik>

8.2.4 Beregning af WACC

På baggrund af ovenstående udregninger kan Terma WACC udregnes:

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - T_c) \frac{D}{E + D}$$

$$\Leftrightarrow$$

$$WACC = (5,61\% * 63,50\%) + (4,52\% * 36,50\%) = 5,88\%$$

Det vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning for Terma er blevet beregnet til 5,88%, hvilket vil bruges som diskontorente i DCF-modellen.

I note 12 i Termas årsregnskab 2023/24 på side 32, beskrives det at for Terma løbende projekter diskonteres de med en WACC på 13-15% efter skat, og færdige projekter diskonteres med en WACC på 9-13% efter skat. (Annual-report, 2024) Dette betyder at Terma forventning eller afkastkrav til investeringer er større end den beregnede WACC.

Når ROIC er højere end WACC, betyder det, at virksomheden skaber værdi, da den genererer et afkast, der overstiger omkostningerne ved kapitalen. Omvendt, hvis ROIC er lavere end WACC, betyder det, at virksomheden ikke skaber værdi, da den ikke genererer nok afkast til at dække sine kapitalomkostninger. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 683-686) Termas ROIC for 2023/24 var 14,5%, hvilket betyder en netto værdiskabelse i forhold til WACC på:

$$14,5\% (ROIC) - 5,88\% (WACC) = 8,62\% \text{ merværdiskabelse af kapitalen}$$

8.3 Beregning og værdiansættelse af DCF

Baseret på den strategiske analyse, regnskabsanalysen og budgetteringen i de foregående afsnit, bruges disse til at beregne værdien af Termas frie pengestrømme ved hjælp af DCF-modellen.

For at estimere vækstraten i terminalperioden, i DCF-modellen, skriver Skat følgende anbefaling: ”at vækstraten i terminalperioden bør svare til den langsigtede nominelle vækstrate i samfundet, dvs. inflation tillagt realvækst.” (Den Juridiske vejledning 2024-2, 2024) Skat forslår på deres hjemmeside at man kan bruge den risikofrie rente eller stigningen i BNP. I DCF'en den risikofrie rente på 2,09% valgt, som der blev benyttet til udregningen af WACC.

DKK 1.000	
NPV af explicit forecast periode	kr. 407.074
NPV af terminalværdi	kr. 3.462.313
Samlet EV	kr. 3.869.387
+cash	kr. 269.738
-gæld	kr. 601.372
=EK	kr. 3.537.753

Tabel 7 - DCF-værdiansættelse
(Bilag 1 – DCF)

DCF-modellen estimerer Terma værdi til 3.537.753.000 kr. (ca. 3,54 mia. kr.) baseret på årsregnskabet 2023/24, den finansielle markedssituation i november 2024 og en analyse af de næste 5 års udvikling. Vi fandt tidligere ud af at Terma enterprise værdi for 2023/24 var 1,38 mia. dk. Dette giver en forventet værdistigning på 2,16 mia. dk de næste 5 år.

8.5 Følsomhedsanalyse

Som beskrevet tidligere vil enhver værdiansættelse baseret på DCF-modellen uundgåeligt være behæftet med usikkerhed, da vi forsøger at forudsige fremtidige pengestrømme. For at håndtere denne usikkerhed og vurdere pålideligheden af den estimerede værdi vil der foretages en følsomhedsanalyse.

Følsomhedsanalysen belyser, hvordan ændringer i terminalværdien påvirker værdiansættelsen. I dette tilfælde fokuseres der på WACC og vækstraten i terminalperioden, da disse to parametre har stor indflydelse på den beregnede enterprise value. Ved at justere WACC og terminalvækstraten inden for et interval kan vurderes, hvor følsom den estimerede værdi er over for ændringer i disse forudsætninger. Dette giver et mere detaljeret billede af værdiansættelsen og de tilhørende risici.

Følsomhedsanalyse						
	kr. 3.537.753	Vækstrate i terminalperioden				
		1,09%	1,59%	2,09%	2,59%	3,09%
W A C C	1,88%	19.495.142	52.903.139	- 72.774.563	- 21.441.417	- 12.532.359
	2,88%	8.331.116	11.518.722	18.741.274	50.869.175	- 69.992.930
	3,88%	5.172.214	6.280.530	8.008.018	11.074.644	18.023.074
	4,88%	3.681.843	4.228.387	4.970.826	6.037.473	7.700.013
	5,88%	2.814.932	3.134.220	3.537.753	4.063.940	4.778.725
	6,88%	2.248.397	2.454.702	2.704.078	3.011.584	3.400.225
	7,88%	1.849.485	1.992.028	2.159.190	2.357.952	2.598.209
	8,88%	1.553.611	1.656.928	1.775.462	1.912.840	2.073.946
	9,88%	1.325.582	1.403.209	1.490.801	1.590.409	1.704.686

Følsomhedsanalyse i procent						
Vækstrate i terminalperioden						
		1,09%	1,59%	2,09%	2,59%	3,09%
W A C C	1,88%	451,1%	1395,4%	-2157,1%	-706,1%	-454,2%
	2,88%	135,5%	225,6%	429,8%	1337,9%	-2078,5%
	3,88%	46,2%	77,5%	126,4%	213,0%	409,4%
	4,88%	4,1%	19,5%	40,5%	70,7%	117,7%
	5,88%	-20,4%	-11,4%	0,0%	14,9%	35,1%
	6,88%	-36,4%	-30,6%	-23,6%	-14,9%	-3,9%
	7,88%	-47,7%	-43,7%	-39,0%	-33,3%	-26,6%
	8,88%	-56,1%	-53,2%	-49,8%	-45,9%	-41,4%
	9,88%	-62,5%	-60,3%	-57,9%	-55,0%	-51,8%

Tabel 8 - Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen viser, at en stigning i vækstraten i terminalperioden generelt fører til en stigning i enterprise value. En højere vækstrate indikerer en større fremtidig indtjening. Omvendt vil en stigning i WACC føre til et fald i enterprise value. Dette skyldes, at en højere WACC afspejler en højere risiko og dermed et større afkastkrav fra investorerne. De grønne markeringer viser, hvor ændringen i variableerne fører til en højere værdi, og de røde markeringer viser, hvor værdien er lavere i forhold til den oprindelige værdiansættelse.

Det ses at små justeringer af vækstraten i terminalperioden og WACC kan forårsage markante udsving i den beregnede enterprise value. Dette fremhæver nødvendigheden af at basere DCF-modellen på nøjagtige og velunderbyggede estimater for at sikre en pålidelig værdiansættelse.

8.6 Værdiansættelse ud fra comparables P/E og EV/EBITDA

Til at vurdere værdiansættelsen af Terma ved brug af DCF-modellen. Foretages der en værdiansættelse ud fra en lignende, børsnoteret virksomhed. Lockheed Martin anvendes som reference. (Hawawini & Viallet, 2023, pp. 355-358) Ved at brug Lockheed Martins finansielle nøgletal kan det beregnes hvad Termas værdi ville være, hvis Terma havde samme multibilier som Lockheed Martin.

Lockheed Martin-aktien (symbol: LMT) havde den 30. november 2024 følgende multipler: P/E 19,17 og EV/EBITDA 13,63. Ved at anvende disse multipler på Termas regnskabstal for regnskabsåret 2023/24 kan den estimerede værdi for Termas egenkapital findes.

Ud fra EBITDA-multiplier:	EBITDA * EV/EBITDA multipler
DKK 1.000	
EV/EBITDA-multipler	13,63
EK = EV + cash - gæld	
EV	5.806.666
+ cash	269.738
- Gæld	601.372
EK =	5.475.032
Ud fra P/E:	EAT * P/E
DKK 1.000	
P/E	19,17
EK værdi =	2.970.315

Tabel 9 - Værdiansættelse (P/E) og (EV/EBITDA)

Baseret på Lockheed Martins multipler estimeres Termas egenkapitalværdi til at ligge mellem 2,97 mia. kr. (baseret på P/E) og 5,48 mia. kr. (baseret på EV/EBITDA).

Det er vigtigt at konstatere, at denne sammenligning er baseret på en række antagelser som har sine begrænsninger. Terma og Lockheed Martin har forskellige forretningsmodeller, risikoprofiler og vækstmuligheder, hvilket påvirker deres værdiansættelse. Derfor bør denne analyse kun ses som en indikation af Termas potentielle værdi og ikke som en præcis vurdering.

9 Konklusion

Projektet har omhandlet værdiansættelsen af den danske forsvarsvirksomhed Terma A/S. Projektet udspringer af Ruslands invasion og krænkelse af Ukraines suverænitet i starten af 2022, som har medført en oprustning og øgede forsvarsudgifter i Europa i frygten for en ny kold krig. Til at besvare projektets problemformulering er der anvendt strategisk analyse til at identificere, hvilke eksterne og interne faktorer, som der påvirker Terma. Den strategiske analyse viste, at Terma en solid og økonomisk sund med en stærk konkurrencemæssig position indenfor forsvars- og rumfartsindustrien. Med deres nichefokus, innovative og udviklingsorienteret tilgange og egenskab til at placere sig i en favorable situation giver dem en konkurrencemæssig fordel. En potentiel svaghed er Termas afhængighed af specialiserede leverandører, som begrænser udbuddet af leverandører som kan overholde de strenge sikkerhedsmæssige reguleringer og lovgivning. Ved at udnytte markedsmulighederne og håndtere potentielle trusler fra konkurrenter samt økonomisk og politisk usikkerhed, kan Terma sikre fortsat vækst og succes.

Regnskabsanalysen viste, at Terma de seneste 5 år har haft en positiv rentabilitet ved at kunne fremvise en positiv udvikling i både ROE og ROIC. ROE er steget fra 14,7% til 16,0%, hvor stigning primært skyldes, at ROIC er steget fra 9,4% til 14,5%. En negativ udvikling for ROE har været en faldende tendens i den finansielle gearing og en stigning i den effektive skatteprocent. Det blev undersøgt i finansieringsanalysen, om den finansielle gearings faldende tendens kunne indikere, at Terma i højere grad ønsker at benytte egenfinansiering i stedet for fremmedfinansiering, eller i hvert fald har ønsket at reducere den kortfristede gæld. En forklaring på, hvorfor Terma ikke på nuværende tidspunkt er børsnoteret, kunne være, at Terma er i en god finansiell situation og derfor ikke har behov for ekstern kapital til at udvide deres forretning. Andre årsager kunne være ønsket om at bevare kontrollen over virksomheden. Det blev

undersøgt, at Terma med sin fordelagtige økonomiske situation godt kunne fokusere på at investere mere af sit likviditetsoverskud i anlægsaktiver for at sikre optimal vækst.

Til værdiansættelsen af Terma blev DCF-modellen brugt til at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme til deres nutidsværdi. Dette blev gjort på baggrund af et udarbejdet budget, årsregnskabet 2023/24, den finansielle markedssituation i november 2024 og en analyse af den historiske regnskabsudvikling over de seneste 5 år. Den estimerede værdi af Terma blev beregnet til 3,54 mia. kr. baseret på forudsætninger med en WACC på 5,88% og en terminalvækst på 2,09%. Dette indikerer en fremtidig værdistigning på 2,16 mia. i forhold til enterprise value i regnskabsår 2023/24. Følsomhedsanalysen viste, at enterprise value stiger ved en højere vækstrate i terminalperioden og falder ved en højere WACC.

Til at vurdere værdiansættelsen af Termas egenkapitalværdi, ved brugen af DCF-modellen, blev comparables brugt, som værdiansætter en virksomhed ved sammenligning med lignende virksomheder. Til dette blev Lockheed Martins finansielle multipler P/E og EV/EBITDA brugt. Udregningen viste en værdi mellem 2,97 mia. kr. og 5,48 mia. kr., DCF-beregningen ligger således indenfor dette interval. Udregning via Lockheed Martin multipler ses som en indikation af Termas potentielle værdi og ikke som en præcis vurdering, da Lockheed Martin har en anden forretningsmodel, markedstørrelse og markedsandel med mere end Terma.

Samlet set kan projektet konkludere, at Terma er en sund og veldrevet virksomhed med en stærk position i forsvarsindustrien. Den forventede vækst i forsvarsudgifterne i Europa giver Terma gode muligheder for at øge sin omsætning og indtjening i fremtiden. Virksomhedens fokus på nicheområder og innovation er med til at sikre deres konkurrenceevne, hvilket bør medføre at Terma kan forsætte sin vækst og forøgelse af virksomhedens værdi i fremtiden. Det er dog vigtigt at være opmærksom på de risici, der er forbundet med at operere i forsvarsindustrien. Ændringer i den geopolitiske situation, lovgivning og regulering, teknologiske fremskridt og den offentlige holdning til forsvarsindustrien kan have indflydelse på Termas fremtidige succes.

Bibliografi

Annual-report, 2024. *Terma.com*. [Online] Available at:

<https://www.terma.com/reports/annual-2023-2024/annual-report-2023-2024.html>

[Senest hentet eller vist den 6 november 2024].

Damodaran, A., 2024. *Damodaran online*. [Online] Available at:

<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fpages.stern.nyu.edu%2F~adamodar%2Fpc%2Fdatasets%2FwaccEurope.xls&wdOrigin=BROWSELINK>

[Senest hentet eller vist den 10 november 2024].

Den Juridiske vejledning 2024-2, 2024. *Skat.dk*. [Online] Available at:

<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386873&vid=219529&lang=da>

[Senest hentet eller vist den 30 november 2024].

F. D., 2024. *Finansdanmark.dk*. [Online] Available at:

<https://finansdanmark.dk/nyheder/2024/maj/danskerne-er-i-tvivl-om-etikken-i-private-forsvarsinvesteringer/>

[Senest hentet eller vist den 21 november 2024].

Finanstilsynet, 2024. *Finanstilsynet.dk*. [Online] Available at:

<https://www.finanstilsynet.dk/finansielle-temaer/sanktioner-mod-rusland-og-belarus>

[Senest hentet eller vist den 18 november 2024].

F. M.-. o. I., 2024. *Fmi.dk*. [Online] Available at: <https://www.fmi.dk/da/nyheder/2024/PM-fra-rammeaftale-til-indkoeb-terma-skal-nu-levere-systemintegration-af-haerens-luftvaern/>

[Senest hentet eller vist den 18 november 2024].

Foged, B. & Uggerhøj, M., 2023. *Kompendium i Strategi*. 3. udgave red. Frederiksberg: ASPIRI A/S.

Forsvarsministeriet, 2024. *Fmn.dk*. [Online] Available at:

<https://www.fmn.dk/da/arbejdsomraader/internationalt-samarbejde/nato/>

[Senest hentet eller vist den 18 november 2024].

Hawawini, G. & Viallet, C., 2023. *Finance for Executives Managing for Value Creation*. Andover, Hampshire: Cengage Learning, EMEA.

Holm, E., 2024. *Metal Supply*. [Online] Available at: [https://www.metal-](https://www.metal-supply.dk/article/view/1108757/dele_af_ukrainestotte_ender_i_dansk_forsvarsindustri)

[supply.dk/article/view/1108757/dele_af_ukrainestotte_ender_i_dansk_forsvarsindustri](https://www.metal-supply.dk/article/view/1108757/dele_af_ukrainestotte_ender_i_dansk_forsvarsindustri)

I., 2024. *Imf.org*. [Online] Available at:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD[Senest hentet eller vist den 20 november 2024].

K. D., 2024. *Keydifferences.com*. [Online] Available at: <https://keydifferences.com/difference-between-bcg-and-ge-matrices.html>[Senest hentet eller vist den 02 december 2024].

Kaarsbo, J., 2024. *Thinkeuropa.dk*. [Online] Available at: <https://thinkeuropa.dk/brief/2024-03-danmark-skal-opruste-men-vi-befinder-os-i-en-vaabenkrise>
[Senest hentet eller vist den 18 november 2024].

Marienlund, L. K. & Sommer, M., 2024. *Børsen.dk*. [Online]
Available at: https://borsen.dk/nyheder/politik/ukraine-stotte-faar-milliarderne-til-at-rulle-ind-i-dansk-forsvarsindustri?b_source=borsen&b_medium=row_10&b_campaign=six_seven_1

May, R., 2024. *Ritzau.dk*. [Online]
Available at: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13817441/rumfartsfest-hele-danmarks-astronaut-hyldes-ved-sin-hjemkomst?publisherId=11305597&lang=da>
[Senest hentet eller vist den 21 november 2024].

Munkøe, M., 2012. *Tidsskrift.dk*. [Online]
Available at: <https://tidsskrift.dk/politik/article/download/27513/24236/63347>
[Senest hentet eller vist den 09 december 2024].

Olsen, N. V., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022. *Strategi - det strategiske lederskab*.
København: Trojka.

Ritzau, 2024. *TV2.dk*. [Online]
Available at: <https://nyheder.tv2.dk/udland/2024-12-02-israel-angriber-maal-i-libanon-under-vaabenhvile>
[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Surwillo, I. & Slakaityte, V., 2024. *DIIS.dk*. [Online]
Available at: <https://www.diis.dk/publikationer/krigen-ukraine-wakeupcall-eu>
[Senest hentet eller vist den 24 november 2024].

T., 2024. *Terma.com/who-we-are*. [Online]
Available at: <https://www.terma.com/who-we-are/>
[Senest hentet eller vist den 24 november 2024].

Terma, 2024. *Our Responsibility*. [Online]

Available at: <https://www.terma.com/who-we-are/our-responsibility/>

[Senest hentet eller vist den 09 december 2024].

Terma, 2024. *Terma*. [Online]

Available at: <https://www.terma.com/markets/air/aerostructures/>

[Senest hentet eller vist den 22 september 2024].

TERMA, 2024. *Terma.com*. [Online]

Available at: <https://www.terma.com/news-events/news/latest-news/terma-and-rtx-s-raytheon-strengthen-strategic-collaboration-within-numerous-areas-of-defense/>

[Senest hentet eller vist den 25 november 2024].

Terma, 2024. *Terma.com/contact-us*. [Online]

Available at: <https://www.terma.com/contact-us/>

[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Terma, 2024. *Terma.com/Join-us*. [Online]

Available at: <https://www.terma.com/join-us/>

[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Trading Economics, 2024. *Tradingeconomics.com*. [Online]

Available at: <https://tradingeconomics.com/denmark/government-bond-yield>

[Senest hentet eller vist den 12 november 2024].

Wibergis-Consulting, 2024. *Wibergis Consulting*. [Online]

Available at: <https://wibergis.com/swot/>

[Senest hentet eller vist den 28 september 2024].

Bilag

Bilag 1

Bilag 1 - DCF						
DKK 1.000	2023/24					
Omsætning	2.632.924					
EBITDA	426.021					
EBIT	231.617					
EAT	154.946					
WCR	200.966					
Rentebærende gæld	601.372					
Cash	269.738					
Afskrivning	194.404					
Capex	294.053					
WACC	5,88%					
Vækst i terminalperiode	2,09%					
Værdi ud fra DCF:		2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
Vækst i omsætningen		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT%	8,6%	8,6%	8,8%	8,9%	9,1%	9,2%
Vækst i EBIT%		1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Afskrivning		6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Capex		4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
WCR af omsætningen %		7,5%	7,3%	7,2%	7,1%	7,0%
WCR ændring %		-1,70%	-1,70%	-1,70%	-1,70%	-1,70%
WCR af omsætningen		210.470	221.374	232.843	244.907	257.596
WCR ændring	-	9.504	- 10.904	- 11.469	- 12.064	- 12.689
Tax effect ratio		0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Frit cash flow		2024/25	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29
Omsætning		2.817.229	3.014.435	3.225.445	3.451.226	3.692.812
EBIT		243.535	265.013	288.384	313.817	341.492
EBIT*(1-tax)		189.958	206.710	224.940	244.777	266.364
+depreciation		206.457	219.257	232.851	247.288	262.620
-investeringer		306.991	320.499	334.601	349.323	364.694
-ændring i WCR	-	9.504	- 1.401	- 565	- 594	- 625
Free cash flow		98.927	106.869	123.755	143.336	164.915
Terminalværdi					4.351.330	
DKK 1.000						
NPV af explicit forecast periode	kr. 407.074					
NPV af terminalværdi	kr. 3.462.313					
Samlet EV	kr. 3.869.387					
+cash	kr. 269.738					
-gæld	kr. 601.372					
=EK	kr. 3.537.753					
Ud fra EBITDA-multipel:	EBITDA * EV/EBITDA multipel					
DKK 1.000						
EV/EBITDA-multipel	13,63					
EK=EV+cash-gæld						
EV	5.806.666		EBITDA * EV/EBITDA multipel			
+cash	269.738					
-Gæld	601.372					
EK=	5.475.032					
Ud fra P/E:	EAT * P/E					
DKK 1.000						
P/E	19,17		EAT * P/E			
EK værdi=	2.970.315					