

## Erhverv

# Dansk industri-dinosaur skærer til benet

**Brandudsalg. Manglende tillid til ledelsen i FLS sænker aktiekurs - Alene værdien på selskabet Aalborg Portland var for to år siden højere end dagens samlede børsværdi for hele FLS - Massivt frasalg af selskaber skal sikre fremtiden - Deadline for afgørende frasalg netop i dag**

Denne mandag kan blive udslagsgivende for en af dansk erhvervslivs helt store industriklenodier. I dag bliver det nemlig kendt, om det er lykkedes for FLS Industries at slippe fri af sine forpligtelser i den portugisiske cementfabrik Secil. Et salg skal indbringe FLS 1,2 milliarder kr., hvilket formentlig proppes direkte i et af de gevaldige huller, som koncernens kæmpegæld har efterladt. Afviklingen af det portugisiske ejerskab er samtidig et væsentligt led i den retningsplan, der skal få den gældsplogede virksomhed tilbage på sporet.

Strategien er en snæver fokusering på to forretningsområder, mens alle andre dele af koncernen sælges fra. Dermed lægger FLS sig i kølvandet på en række af dansk industris sværvægttere, der alle for længst har skåret ind til benet.

Når industrikonglomeratet i dag har en børsværdi på mindre end 3 milliarder kr. - langt under selskabets indre værdi - skyldes det ifølge analytikere to forhold: en svag og ustruktureret ledelse samt for mange skeletter i skabene. Den lave aktiekurs er udtryk for et rungende mistillidsvotum til ledelsen, den uigennemsigtige selskabsstruktur og den beskedne indtjening sidste år på 12 millioner kr. efter skat af en omsætning på 19 milliarder kr.

Ugebregets beregninger viser, at værdien af samtlige A- og B-aktier i FLS Industries ligger under den pris, som alene den FLS-ejede cementfabrik Aalborg Portland A/S var værdiansat til for godt to år siden. Dagens samlede børsværdi på 2,875 milliarder kr. afspejler på ingen måde de reelle værdier, som landets 14. største virksomhed indeholder. Det er vurderingen fra henholdsvis ejere, analytikere og den udbenede koncernledelse, der er tilbage i virksomheden, efter henholdsvis koncernchef Peter Assam og koncernfinans-

og økonomidirektør Birgitte Nielsen har forladt direktionsgangen.

Den lave aktiekurs betyder, at der er langt igen, før de tre familier - Nissen, Kjær og Arnstedt - bag FLS kan sælge deres andel af virksomheden. FLS-klanens bestemmende aktiepost i FLS Industries er placeret hos aktieselskabet Potagua med bestyrelsesformand og største aktionær Christian Kjær. Han er helt enig i, at den vigtigste årsag til den lave børskurs er, at markedet har mistet tilliden til virksomheden og ledelsen. Og det er der ikke noget at sige til," siger Christian Kjær til Ugebrevet.

” Alt hvad man er i gang med nu, opfordrede vi til blev gjort for et par år siden.

Christian Kjær, bestyrelsesformand i Potagua

”Man har jo haft for vane at sige ét og så gøre noget helt andet. Skomager blev ved din læst. Det har jeg selv altid troet på og forsøgt at handle efter, og derfor stemte jeg også mod købet af Aerospace og trådte ud af bestyrelsen af FLS Miljø. Der var ikke fodslag til, at man gennemførte det, der var nødvendigt. Nemlig at frasælge og koncentrere sig om de oprindelige kerneområder. Alt hvad man er i gang med nu, opfordrede vi til blev gjort for et par år siden,” siger Christian Kjær.

Samtidig bakker Potaguas bestyrelsesformand også fuldt op bag den siddende FLS-ledelse med Jørgen Worning som bestyrelsesformand.

”Den nye bestyrelse og ledelse skal nu have arbejdsro og dermed også en chance for at bevise, hvad de kan,” siger Christian Kjær og forudser, at Wornings

rolle som en meget aktivt arbejdende bestyrelsesformand bliver et kortvarigt overgangsfænomen.

“Vi har behov for ro og overblik, så vi i løbet af det kommende år kan finde den rigtige mand til posten som administrerende direktør og få skabt den optimale struktur for virksomheden. Men først skal der ryddes op.”

### Uoverskuelig selskabskonstruktion

For at styrke indtjeningen og få aktiekursen i vejret har koncernen nu for femte gang på seks år meddelt, at den vil koncentrere sig om stadig færre kerneområder og derfor sælge aktiviteter fra. Inden for to år skal kun byggematerialer og ingeniørdelen af koncernen stå tilbage, hvilket skulle gøre koncernen langt mere overskuelig.

“Vi har ikke været en ønskeopgave for analytikere,” siger koncernkommunikationschef Torben Seemann Hansen fra FLS Industries.

Gennem årene har det ikke blot været svært for investorer og analytikere at gennemskue den store underskov af selskaber i FLS Industries. I løbet af det seneste halve år har der været tegn på, at selv koncernledelsen har haft endog meget svært ved at bevare overblikket på de vidt forskellige og teknisk meget komplicerede markeder. Koncernen har ikke haft styr på de store risici i forbindelse med anlægsprojekter og har disket op med uforudsete udgifter i den trecifrede millionklasse - hvilket har sendt aktiekursen nedad. Men med fokuseringen på to kerneområder og den bebudede forenkling af organisationen håber analytikerne nu, at FLS kommer væk fra den strategiske zigzag-kurs.

“Vi skal stadig lave et koncernregnskab, men en del af moderselskabet kommer ud i de operationelle selskaber. Vi har allerede reduceret medarbejderstaben med en tredjedel,” siger Torben Seemann Hansen.

Indtil videre er det imidlertid ikke nok til at berolige hovedparten af de mange analytikere, som følger koncernen tæt. En af dem er analysechef Daniel Probst fra Gudme Raaschou:

“Med det seneste regnskab er jeg blevet urolig for, hvor mange ubehageligheder der gemmer sig. Og om ingeniørdivisionen F.L. Smidth bliver et nyt problemområde efter Aerospace og FLS Miljø,” siger han.

Frasalget af de forskellige virksomheder er udtryk for, at ejerne og den decimerede ledelse tror på, at en enklere struktur vil få de skjulte reserver frem. Gennemsigtheden skal forbedre selskabets børsværdi betragteligt. Helst så meget, at børsværdien når 11 milliarder kr., så FLS-klanen - som bebudet for præcis et

år siden - kan sælge sine aktier til en fornuftig pris.

“FLS-aktien er mindst 200 kr. værd om fem år, hvis ledelsen i FLS gør det rigtige,” vurderer Christian Kjær. Han betoner samtidig kraftigt, at han ikke selv har indflydelse på den udvikling og indsats, der skal sikre den højere aktiekurs.

“Jeg har ikke en brik indflydelse. Hvis de andre parter blandt ejerfamilierne ikke er enige med mig, kan jeg ikke påvirke noget som helst,” siger Kjær, der samtidig erklærer sig fuldt tilfreds med at følge udviklingen i FLS fra tilskuerrækkerne: “Jeg ved ikke ret meget om, hvad der sker i FLS, og det er helt i orden. Jeg var ikke engang informeret om finansdirektør Birgitte Nielsens fratreden, før journalisterne blev informeret.”

Om kursen kan komme op på mindst 200-niveuet inden for de kommende 5 år kan dog forekomme tvivlsomt. “Det er ikke *shareholder value*, som alle snakker om, der løser problemerne. Nu er det omkostningerne, soliditeten og likviditeten, der tæller. Hvis man har styr på netop disse tre nøgletal, så glem blot alt det andet pjat,” kommenterer Christian Kjær.

Et af de første skridt for at rette op på den blødende koncern var at nedbringe den store rentebærende gæld, der sidste år nåede mere end fem milliarder kr. Og indtil videre er det faktisk lykkedes at nedbringe den med 2,1 milliarder kr. på mindre end et år. Oven i købet mener ledelsen nu, at det går så godt, at den har afsat 200 millioner kr. til at ombygge en ovn hos Aalborg Portland. Alligevel har det ikke givet udslag i aktiekursen. Dertil er mistilliden til koncernledelsen stadig for stor.

“Historisk set er der stor lønsomhed i cement. Transaktioner i cementbranchen er typisk sket til høje priser i forhold til børskursen, hvilket gør vurderingen af FLS Building Materials attraktiv i et overtages-scenarie. Det er ikke afspejlet i FLS' kurs i dag. Det skyldes formentlig, at FLS netop har tilkendegivet, at cementaktiviteterne skal blive i koncernen,” siger analytiker Kitty Grøn fra investeringsbanken Alfred Berg.

### R.I.P. industrikonglomerat

Udsalget i FLS er afviklingen af et stykke dansk industrihistorie. Det er en af de helt store hæderkronede virksomheder, der i 1889 etablerede Aalborg Portland Cementfabrik. Senere blev det til virksomheder som DanTransport, Nyborg Plast og Forenede Assurandører. En af stifterne af virksomheden var med til at etablere Industriraadet, og den formandspost har i mange år været knyttet til netop FLS.

**MM Barberet koncern****Fra otte til to kerneområder på seks år**

<p><b>1997</b></p> <p>8 kernevirkksomheder:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• F.L.Smidth-Fuller Engineering</li> <li>• FLS Miljø</li> <li>• Aalborg Portland A/S</li> <li>• Dansk Eternit Holding (fibercementproduktion)</li> <li>• Unicon Beton Holding</li> <li>• DanTransport Holding</li> <li>• RM Industrial Group (perforering af metalliske mineraler)</li> <li>• FLS Aerospace</li> </ul> <p><b>Salg:</b> DanData, Nyborg Plast</p> <p><b>Strategi:</b> Måltrettet satsning og internationalisering medfører bl.a. spredning, der reducerer koncernens sårbarhed over for skiftende konjunkturer i enkelte sektorer og markeder.</p>	<p><b>1998</b></p> <p>Fem kerneområder:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• F.L.Smidth-Fuller Engineering</li> <li>• FLS Miljø</li> <li>• Aalborg Portland</li> <li>• DanTransport</li> <li>• FLS Aerospace Holding</li> </ul> <p><b>Salg:</b> SK Emballage</p> <p><b>Strategi:</b> Forretningsområder der understøtter hinanden og skaber synergi virksomhederne imellem.</p>	<p><b>1999</b></p> <p>Fire kerneområder:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• F.L.Smidth-Fuller Engineering</li> <li>• FLS Miljø</li> <li>• Aalborg Portland</li> <li>• FLS Aerospace Holding</li> </ul> <p><b>Salg:</b> DanTransport</p> <p><b>Strategi:</b> Øge lønsomhed i kernevirkksomheder. Forbedret afkast på investeret kapital.</p>
<p><b>2000</b></p> <p>Fire kerneområder:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Byggematerialer (Aalborg Portland)</li> <li>• F.L.Smidth Group (cement og mineralindustrien)</li> <li>• FLS Aerospace</li> <li>• FLS Miljø</li> </ul> <p><b>Salg:</b> Giga i NKT</p> <p><b>Strategi:</b> Værdiskabende vækst - organisk og ved opkøb.</p>	<p><b>2001</b></p> <p>Tre kerneområder:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Byggematerialer</li> <li>• F.L.Smidth Group</li> <li>• FLS Aerospace</li> </ul> <p><b>Salg:</b> del af NKT - fra 36% til 26 % af aktierne</p> <p><b>Strategi:</b> Fokusering og gældsnedbringelse.</p>	<p><b>2002</b></p> <p>Kerneområder:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Byggematerialer</li> <li>• F.L.Smidth Group</li> </ul> <p><b>Salg:</b> RM industrial Group Unicon Dansk Træemballage Højslev Teglværk Aktier i NKT Cementskibe Forsøger at afvikle FLS Miljø Forsøger at sælge FLS Aerospace Forsøger at sælge Pedershaab Forsøger at sælge Secil</p>

**Figur 1:** Perioden til 1997 og frem til i dag har været én lang afvikling af kerneområder.

**Kilde:** FLS Industries' årsberetninger 1997-2001. Desuden kvartalsredegørelser fra 2002.

Gennem hele århundredet blev virksomheden ved med at brede sig over flere områder. Det ændrede sig fra 1996 og frem, hvor koncernen valgte at fokusere på stadig færre områder. I første omgang otte områder. Så fem. Derefter fire og tre. Og ved den seneste kvartalsredegørelse fra slutningen af november dette år lød meldingen, at der nu kun er to kerneområder tilbage: byggematerialerne og ingeniørdelen. Se figur 1. Det var dog først forrige år, at virksomheden helt holdt op med at købe nye virksomheder.

FLS er den sidste danske koncern, der afvikler den samme porteføljetankegang, som også var tæt på at lægge ØK i graven i 90'erne. Den går grundlæggende ud på at sikre virksomheden mod store konjunkturudsving ved at sprede aktiviteterne over mange og forskelligartede områder - de såkaldte gynger og karruseller. FLS har spredt sig over alt fra rejsebureau, af-

faldshåndtering, perforering af metal, emballage, cementfabrikation, flyservice til ingeniørvirksomhed. Det giver en underskov af virksomheder med hver sine meget tekniske udfordringer, så det er svært for koncernledelsen at bevare et overordnet strategisk greb.

I ØK blev virksomheden reddet af en ny ledelses hårde fokus på centrale forretningsområder. Og selv om FLS nu har udstukket en klar kurs for fremtiden, er der en markant forskel på situationen for ØK og FLS, vurderer analytikere.

“Sammenligningen er nærliggende, men en afgørende forskel er, at ØK havde en stærk og visionær ledelse, der holdt virksomheden på den fastlagte strategi. FLS har derimod oplevet langt mere turbulens i ledelsen,” siger analysechef Daniel Probst fra Gudme Raaschou.

Problemet afspejles af, at henholdsvis administrere-

## Mandagmorgen

rende direktør Peter Assam og koncernøkonomi- og finansdirektør Birgitte Nielsen har forladt direktionen i løbet af dette år.

“Det sender et dårligt signal for restruktureringen. Der er helt klart noget på de indre linjer, der ikke fungerer,” siger aktieanalytiker Kristina Kledal fra Jyske Bank.

Aftrædelserne betyder, at bestyrelsesformand Jørgen Worning - der i øvrigt er relativt ny på posten og ikke har den store erfaring med at lede og restrukturere en virksomhed som FLS - står tilbage med hovedansvaret. Og flere af analytikerne undrer sig over, hvad den mand laver der. Men ikke nok med, at den arbejdende bestyrelsesformand i øjeblikket er overbebyrdet med arbejdet. FLS har tre huller, der akut skal lukkes:

- **FLS Aerospace.** Har kostet virksomheden dyrt. Fra 1996 og frem til i dag er det akkumulerede underskud på knap 1,3 milliarder kr. - uden at medregne investeringer. Men samlet skønner tæt placerede iagttagere, at dette forretningsområde foreløbig har kostet FLS mindst 3 milliarder kr. Altså mere end den aktuelle børsværdi for hele FLS. Aerospace var dog overskudsgivende i fire kvartaler frem til 11. september 2001. I dag skal virksomheden sælges og helst for 1 milliard kr. Halvdelen er formentlig mere realistisk, er vurderingen fra analytikere.
- **Dansk Eternit:** Har påført koncernen et samlet tab, der anslås til knap 1 milliard kr. i forbindelse med erstatninger for smuldrende eternitplader.
- **FLS Miljø:** Hensættelser på knap en halv milliard alene i år. Afdelingen er nu ved at blive afviklet, selv om den indtil for få år siden blev vurderet som et kerneområde.

“Det er jo lidt ironisk, at da Birger Riisager var koncernchef, førte FLS sig frem med præsentationer som “The Art of Industrial Management”. FLS har jo slet ikke evnet at få del i 90'ernes højkonjunktur,” lyder vurderingen fra finansanalytiker Lau Svenssen. I stedet har der virkelig været gang i både gynger og karruseller.

### One offs skader tilliden

Netop FLS Miljø er et symptom på de store problemer, koncernen har haft med økonomistyringen på de enkelte forretningsområder. Helt ekstremt har det været med en ordre på verdens største afsvovlningsanlæg,

som FLS Miljø fik i 2000. Det har siden udviklet sig til et mareridt for koncernen. De negative meldinger ved regnskabsfremlæggelsen fortæller om en katastrofal udvikling for FLS Miljø, der nu er ved at blive afviklet. Ved den forrige regnskabsfremlæggelse blev der hensat et tocifret millionbeløb til FLS Miljø. Men det viste sig at være utilstrækkeligt. Ved det seneste regnskab for tredje kvartal var yderligere 350 millioner kroner sat til side. Begrundelsen var, at underleverandøren var stærkt forsinket. Og for at overholde tidsfristerne og ikke blive idømt dagsbøder hyrede FLS to andre underleverandører. Det fik for alvor økonomien til at løbe løbsk.

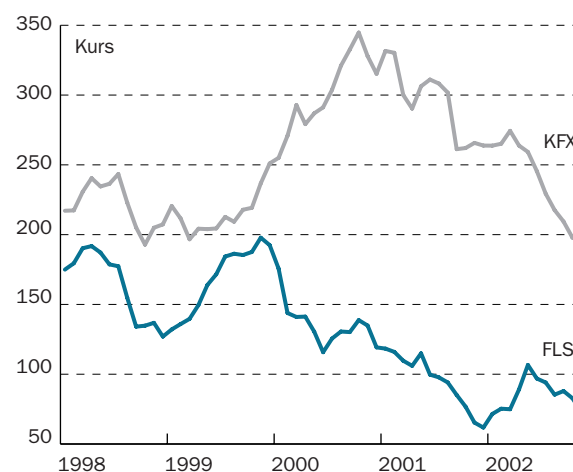
“Man lavede en såkaldt *cost plus*-ordning, hvilket ikke var disciplinerende for omkostningerne. Det svarede til at udskrive en blankocheck. Nu er de kommet tættere på målet, og man vil gerne kommunikere, at man har indkapslet al risiko, men har vi ikke hørt den før,” siger analytiker Kitty Grøn fra investeringsbanken Alfred Berg.

Det er en melodi, de fleste af analytikerne synger med på. Om det rent faktisk er lykkedes at snøre sækken i England og dermed undgå flere uforudsete udgifter, er først afgjort, når den kritiske monteringsfase på afsvovlningsanlægget er overstået i april næste år.

Og i forbindelse med FLS Aerospace er det pludselig blevet nødvendigt at hensætte 20 millioner kr. til pensioner til medarbejderne. Et tal, der også først dukkede op i det seneste regnskab.

## M/M Nedtur

### Kursudvikling for FLS Industries 1998-2002, B-aktien



**Figur 2:** Der er meget lang vej op til den kurs 200, som FLS-klanen ønsker at sælge sine aktier til. B-aktien ligger dog generelt lidt lavere end A-aktien.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Selvom virksomheden har formået at nedbringe den rentebærende gæld dramatisk og holder sig til sin egen plan for frasal, så betyder sådanne *one offs*, at aktieanalytikerne ikke har tillid til koncernen. Og det gavner ikke, at FLS går for at have danmarkrekord i hensættelser, som det formuleres. For selvom fremtiden byder på færre forretningsområder, så er det endnu uafklaret, hvordan FLS vil tage hånd om store engangsudgifter i fremtiden.

### For lille fokus på bundlinjen

I februar offentliggjorde daværende koncernchef Peter Assam en *masterplan* for, hvordan koncernen skulle genoprettes og modnes, så FLS-ejerklanens beslutning om at kappe trosserne mellem Potagua og FLS kunne blive realiseret. Selvom Peter Assam nu er rykket fra enden af direktionbordet i koncernen til direktørposten i det associerede Spæncom, holder koncernen fast i strategien.

” Det kan undre, at de ikke kan tjene flere penge på det, men F.L. Smidth har historisk ikke haft nok fokus på bundlinjen.

Kristina Kledal, aktieanalytiker i Jyske Bank

I februar sidste år, da masterplanen blev præsenteret, var målet at tredoble markedsværdien. Det skulle ske ved, at koncernen identificerer, hvilke dele der skaber værdi i de enkelte virksomheder. Indkøbspolitikken skulle centraliseres, og endelig skulle der sælges virksomheder fra for mindst 1 milliard kr. Selv hvis det ikke lykkes at sælge andelen af Secil til det portugisiske holdningselskab Semapa S.A. inden slutfristen i dag, er målet om 1 milliard kroner nået. Faktisk er der allerede solgt værdier for næsten 1,7 milliarder kroner.

I september blev aktiviteterne uden for kerneområderne vurderet til at have en værdi på 3 milliarder kr. Men det tyder rent faktisk på, at FLS ender med at få mere for dem. Hvis salget af Secil går i orden i dag, har brandudsalget givet i alt 2,85 milliarder i år. Og så mangler FLS stadig at sælge en række grunde, aktieandelen i Spæncom, FLS Aerospace og Pedershaab, der opererer på markedet for betonrør.

Tilbage skal FLS Industries forsøge at fastholde sin position som verdens største producent af udstyr og anlæg til cementproduktion, hvor virksomheden har næsten 60 pct. af et vigende marked. Samtidig er FLS verdens største eksportør af hvid cement, mens det

grå, færdigblandede cement hovedsagelig sælges til Skandinavien og Polen. Ifølge det tyske analyseinstitut Freedonia vil verdensmarkedet for den type cement stige med 4,1 pct. årligt indtil 2006. Væksten vil dog hovedsageligt komme i Kina. I dag er det netop disse byggematerialer, der giver den store indtjening. Og selvom de store penge altid kommer i fjerde kvartal for koncernens ingeniørdel, F.L. Smidth, så bemærker flere analytikere, at indtjeningen også her er blevet mere presset.

”Det kan undre, at de ikke kan tjene flere penge på det, men F.L. Smidth har historisk ikke haft nok fokus på bundlinjen. Det tager tid at ændre fokus i en meget teknisk orienteret organisation som FLS,” siger aktieanalytiker Kristina Kledal fra Jyske Bank.

Og indtil videre er det slet ikke lykkedes bare at bevæge aktiekursen en smule opad. Og selvom hele KFX-indekset er faldet, så er FLS faldet mere end gennemsnittet. Se figur 2. Dermed er det vigtigste mål i Peter Assams plan endnu ikke opfyldt.

Spørgsmålet er dog, om den lave aktiekurs betyder, at FLS-klanen fortsat vil kræve minimum kurs 200 for at sælge deres aktier. I så fald kommer der formentlig til at gå meget lang tid, før familierne lader selskabet flyde selv.

”Jeg har som bekendt tjent lidt ved siden af FLS og har det meget godt. Min største personlige interesse er derfor heller ikke at få den højeste mulige pris for mine aktier i FLS, men derimod at det går medarbejderne godt. Det skal ikke opfattes som et gavemoment. Men ved valget af køber til Potaguas aktier i FLS vil jeg vælge den, der har sjælen til at drive virksomheden bedst muligt videre. Det er afgørende, også selv om prisen for aktionærerne dermed bliver 50 point lavere på salgskursen. Men det er jeg jo ikke ene om at bestemme,” siger Christian Kjær.

Johannes P. Bøggild | [johannes@mm.dk](mailto:johannes@mm.dk)

Knud Reckweg | [mm@mm.dk](mailto:mm@mm.dk)