

Hovedopgave HD(R)

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af IC Companys A/S

Skrevet af:

Jeanne Koch Rasmussen

Sofie Brunbjerg Ortmann

Vejleder:

Daniel Probst

Afleveret den 13. maj 2013

Executive summary

The purpose of this thesis is to indicate the value of IC Companys A/S. The purpose is to determine whether the estimated market value as of 31th December 2012 is attractive compared to the actual quoted market price.

In order to reach this estimated value, the thesis is divided into four main chapters consisting of a strategic analysis, a financial analysis, budgeting and a valuation.

IC Companys A/S is a Danish listed fashion group formed by the merger of Carli Gry International A/S and InWear Group A/S in 2001. IC Companys A/S is among the largest clothing companies in the north with a revenue of 3.819 m.DKK and more than 2,200 employees. The company sells 11 strong brands in more than 40 countries.

A strategic analysis was performed of the company and related markets. The analysis concluded that IC Companys A/S' main strength is their multi brand strategy. Each brand is run as a separate business enterprise but all brands are supported by a shared back-end platform, which reduces the operational risk. This wide brand portfolio is very expensive marketing and maintenance wise, which probably has been crucial when the board announced that two of the brands are currently hold for sale.

The financial analysis concluded that the company has a decrease in their ratios. An analysis of return on equity showed that the capital structure was the main underlying driver, as the equity has increased almost 70% in a five year period, while the liabilities have decreased at the same time. An analysis of the risks that the company is exposed to showed that the company has a high exposure of operational risk mainly due to the fashion risk and the inventory risk led hereby. The financial risks are rated low due to the use of derivatives, the capital structure and the free cash flow generated in a five year period.

Based on the strategic analysis and the financial analysis a future budget was estimated. The budget is basis for the valuation of IC Companys A/S. The DCF-evaluation and P/E-evaluation have been used to estimate the market value. Based upon the calculations the estimated market value is 89 DKK and 125 DKK per share. As the actual price per share was 134 DKK on the 31th December 2012 it indicates that the actual quoted market price is overrated and therefore it is not

recommendable to buy shares in IC Companys A/S at market price of 134 DKK as of 31th December 2012.

Indholdsfortegnelse

Figuroversigt:	6
Bilagsoversigt:	7
Introduktion	8
Indledning og problemformulering	9
Strategisk analyse	9
Regnskabsanalyse	9
Værdiansættelse	10
Afgrænsning	10
Metode og modelvalg	12
Introduktion og problemformulering	13
Virksomhedsbeskrivelse	13
Strategisk analyse	13
Regnskabsanalysen	15
Budgettering	16
Værdiansættelse	16
Virksomhedspræsentation	19
Historik	19
Produkter	20
Distributionskanaler	21
Markeder	22
Økonomi	22
Organisation	25
Ejerforhold	27
Strategisk analyse	28
PESTEL	29
Politik og lovgivning	30
Økonomi og demografi	30
Sociale og kulturelle forhold	31
Teknologi og miljø	32
Porters Five Forces	34
Konkurrenceintensiteten i branchen	35
Trusler fra nye konkurrenter	35
Leverandørernes forhandlingsstyrke	36

Kundernes forhandlingsstyrke.....	37
Konkurrence fra substituerende produkter	37
Risikoanalyse	38
Risikodiagram	38
Moderisiko.....	39
Leverandørrisiko	39
Lagerrisiko.....	40
Debitorrisiko (forhandlerrisiko).....	40
Risiko for tab af brand værdi	40
Politik risiko	41
Finansielle risici.....	41
IT-risiko	41
Logistik risiko	41
Medarbejderrisiko	41
Delkonklusion	42
Værdikædeanalyse	42
SWOT analyse – sammenfatning af den strategiske analyse	43
Regnskabsanalyse.....	46
Reformulering af analyseperiodens årsrapporter	47
Reformulering af egenkapitalopgørelsen	48
Reformulering af balance	48
Reformulering af resultatopgørelsen	50
Rentabilitetsanalyse	50
Egenkapitalforrentning.....	52
Driftsaktiviteter	53
Finansieringsaktiviteter	56
Risikoanalyse	58
Driftsmæssig risiko	58
Finansiell risiko	59
Vækstanalyse.....	61
Trendanalyse	62
Delkonklusion regnskabsanalyse.....	64
Budgettering.....	65

Fastlæggelse af budgetperiode	65
Budgettering af kernerdriftsaktiviteten	66
Budgettering salgsvækst.....	66
Budgettering aktivernes omsætningshastighed og beregning af nettodriftsaktiver	68
Budgettering OGsalg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat	69
Budgettering effektiv skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat.....	70
Budgettering andet driftsoverskud efter skat	71
Budgettering usædvanlige poster efter skat	72
Værdiansættelse.....	73
Estimering af WACC.....	74
Estimering af kapitalstrukturen	74
Estimering af ejerafkastkravet.....	75
Risikofrit afkast	75
Estimering af beta.....	75
Estimering af markedsrisikopræmien.....	76
Estimering af likviditetstillæg	77
Estimering af ejerafkastkravet.....	77
Estimering af finansielle forpligtelser afkastkrav	77
Estimering af WACC – de gennemsnitlige kapitalomkostninger	78
Værdiansættelse af IC Companys.....	79
Følsomhedsanalyse af input i DCF-modellen	80
Følsomhedsanalyse af WACC	81
Følsomhedsanalyse af væksten i terminalperioden.....	81
Værdiansættelse af IC Companys ved brug af en multipel analyse	82
En kort analyse af aktiekursen på IC Companys for de seneste 5 år.....	83
Delkonklusion og sammenfatning af værdiansættelsen af IC Companys	85
Konklusion	87
Perspektivering.....	91
Litteraturliste	93
Bilag	95
1. Reformuleret egenkapital.....	95
2. Reformuleret balance.....	97
3. Reformulering resultatopgørelse	98

Figuroversigt:

Figur 1: Opgavens struktur

Figur 2: Illustration af de tre niveauer

Figur 3: Udvikling i omsætning pr. brand

Figur 4: Geografiske segmenter målt på omsætning

Figur 5: Udvikling i nettoomsætning (mio.kr.)

Figur 6: Udvikling i resultat før skat (mio.kr.)

Figur 7: Kursudvikling for IC Companys aktien juli 2008 – december 2012

Figur 8: Organisationsdiagram

Figur 9: Ejerforhold

Figur 10: IC Companys' implementeringsrammer for virksomhedsansvar

Figur 11: Brand oversigt

Figur 12: Konkurrentanalyse

Figur 13: Risikodiagram

Figur 14: Værdikæde analyse

Figur 15: SWOT analyse

Figur 16: Udvidet DuPont-model

Figur 17: Nøgletaloversigt

Figur 18: Egenkapitalforrentning

Figur 19: Afkastningsgrad

Figur 20: Overskudsgrad

Figur 21: Aktivernes omsætningshastighed

Figur 22: Finansiell gearing

Figur 23: FGEAR

Figur 24: SPREAD

Figur 25: Pengestrømsanalyse

Figur 26: Trendanalyse

Figur 27: Nettoomsætning fordelt pr. segment

Figur 28: Budgettering af kernerdriftsaktiviteten

Figur 29: Budgetteret salgsvækst

Figur 30: AOH og NDA

Figur 31: OGsalg og driftsoverskud fra salg før skat

Figur 32: Effektiv skatteprocent og driftsoverskud fra salg efter skat

Figur 33: Budgetteret salg af Jackpot og Cottonfield

Figur 34: Budgetteret andet driftsoverskud efter skat

Figur 35: DCF-modellen

Figur 36: Værdiansættelse af IC Companys – DCF model

Figur 37: Følsomhedsanalyse af WACC

Figur 38: Følsomhedsanalyse af vækst i T

Figur 39: Mutipel analyse

Figur 40: Kursudvikling af IC Companys og OMX Nordic

Figur 41: Kursudvikling af IC Companys, Inditex og H&M

Figur 42: Kursudvikling af IC Companys 01.01.2013-03.05.2013

Bilagsoversigt:

Bilag 1: Reformulering af egenkapitalen

Bilag 2: Reformulering af balancen

Bilag 3: Reformulering af resultatopgørelsen

Introduktion

”Modebranchen ...” i en almindelig nutidig forståelse, vedrører modeindustrien beklædning, fotomodeller, catwalk, modehuse, Karl Lagerfeld og dameblade. Det er en særlig feminiseret kulturindustri, der opstod i midten af 1800-tallet, og som tager udgangspunkt i produktion og forbrug af menneskelig, især kvindelig, kropsudsmykning. Dette skal ikke forstås sådan, at der ikke eksisterede modebeklædning før denne periode. Men i midten af 1800-tallet opstod der et historisk skift, der delvis har med industrialiseringen at gøre.¹

I dag er det rigtig svært at undgå modebranchen, om det er i fjernsynet, på internettet eller i diverse magasiner. Modeindustrien er kommet for at blive.

Det skal hertil nævnes, at de seneste år ikke har været en leg for modebranchen. Modebranchen er meget konjunkturfølsom, og fortsat meget påvirket af de vanskelige markedsvilkår, a la den finansielle krise, som hele verden lider under i større eller mindre grad. Sigtbarheden er fortsat lav, forbrugertilliden og købelysten er stadig faldende.²

Alligevel forsøger IC Companys A/S³ at fokusere på de positive sider – brands der skaber vækst og har resultatfremgang.⁴

IC Companys er en børsnoteret dansk koncern, og en af Nordens største modevirksomheder med 11 stærke brands og en global markedstilgang.

Vi ser IC Companys som et potentielt og interessant investeringsobjekt. Vi ved, at markedsvilkårene er imod branchen, koncernen har realiseret utilfredsstillende resultater på bundlinjen,⁵ men har omvendt iværksat en række besparelsetiltag, hvorfor vi finder, at det kunne være interessant at undersøge, hvordan disse faktorer påvirker IC Companys aktiekurs. Om den faldende tendens er fortsat, og om IC Companys aktier er over- eller undervurderede eller korrekt prisfastsat i forhold til virksomhedens reelle værdi, kræver en dybere analyse. En sådan værdiansættelse af IC Companys vil i bedste tilfælde kunne give investor en fornemmelse af, hvor virksomheden er lige nu, og hvor fremtiden vil bringe virksomheden hen.

¹ <http://www.danishdesigners.com/?page=454>

² Deloitte's modeanalyse 2013, jf. bilag 1

³ Fremadrettet omtalt IC Companys

⁴ IC Companys' selskabsmeddelelse nr. 1/2012

⁵ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 3

Med denne hovedopgave har vi valgt at lave en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, som via budgettering ender i en værdiansættelse af IC Companys.

Indledning og problemformulering

Formålet med denne opgave er at udarbejde en strategisk regnskabsanalyse samt værdiansættelse af IC Companys A/S og på baggrund heraf vurdere IC Companys A/S som investeringsobjekt samt konkludere om børskursen pr. 31. december 2012 er overvurderet, undervurderet eller korrekt prisfastsat, når der tages udgangspunkt i IC Companys A/S strategiske position på markedet.

Den overordnede problemformulering for denne opgave vil således lyde:

”Med udgangspunkt i en strategisk regnskabsanalyse beregnes den teoretiske markedsværdi pr. 31. december 2012 for IC Companys A/S og sammenholdes med markedsværdien for den noterede aktie på NASDAQ OMX København. Vurder IC Companys A/S som investeringsobjekt og konkluder om børskursen er korrekt prisfastsat i forhold til den teoretiske markedsværdi.”

For at kunne konkludere på den overordnede problemformulering vil nedenstående delspørgsmål blive besvaret.

Strategisk analyse

Det overordnede formål med den strategiske analyse er at vurdere IC Companys' fremtidige indtjeningsmuligheder.

- Undersøg og konkluder, hvilke makroøkonomiske forhold der påvirker IC Companys' udvikling.
- Undersøg og konkluder, hvorledes den konkurrencemæssige situation er på de markeder, hvor IC Companys opererer.
- Undersøg og konkluder, hvilke styrker og svagheder IC Companys besidder i forhold til deres konkurrenter.

Regnskabsanalyse

Det overordnede formål med regnskabsanalysen er at give indblik i IC Companys' økonomiske udvikling.

- Vurder om årsrapporterne er udarbejdet efter retvisende principper, således at de kan anvendes til værdiansættelsen.
- Undersøg hvordan IC Companys' rentabilitet har været i en analyseperiode på 5 år.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen af IC Companys udarbejdes på baggrund af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen.

- Vurder hvilken værdiansættelsesmodel der er den bedst egnede til opgørelse af IC Companys' markedsværdi.
- Beregn IC Companys' teoretiske markedsværdi under hensyntagen til den fremtidige strategi og økonomiske udvikling.
- Sammenhold den teoretiske værdi med markedsværdien pr. 31. december 2012.
- Vurder hvilke anbefalinger den foretagne værdiansættelse medfører til investorer.

Til brug for analyserne anvendes klassiske, teoretiske modeller inden for strategisk analyse, regnskabsanalyse og værdiansættelse.

Afgrænsning

Da der er sat begrænsning på opgavens sideantal, har vi valgt kun at behandle de områder, der er tilknyttet vores problemformulering, som vi vurderer, har størst interesse og relevans for opgaven.

Vores afgrænsning er som følgende:

- Hovedopgaven vil udelukkende beskæftige sig med IC Companys på koncernniveau, hvorfor der afgrænses fra analyse af såvel IC Companys' datterselskaber som moderselskabet alene.
- Analyserne vil kun bygge på sekundære data i form af offentligt tilgængeligt materiale. Vores estimerede kursværdi vil derfor ikke være 100% korrekt, da der vil være faktorer i form af primære data, vi ikke har adgang/kendskab til. Vi afgrænser derfor fra primære data.
- Der gives kun en kort beskrivelse af opgavens anvendte modeller og metoder, da vi antager at modellerne og metoderne er kendt teori.

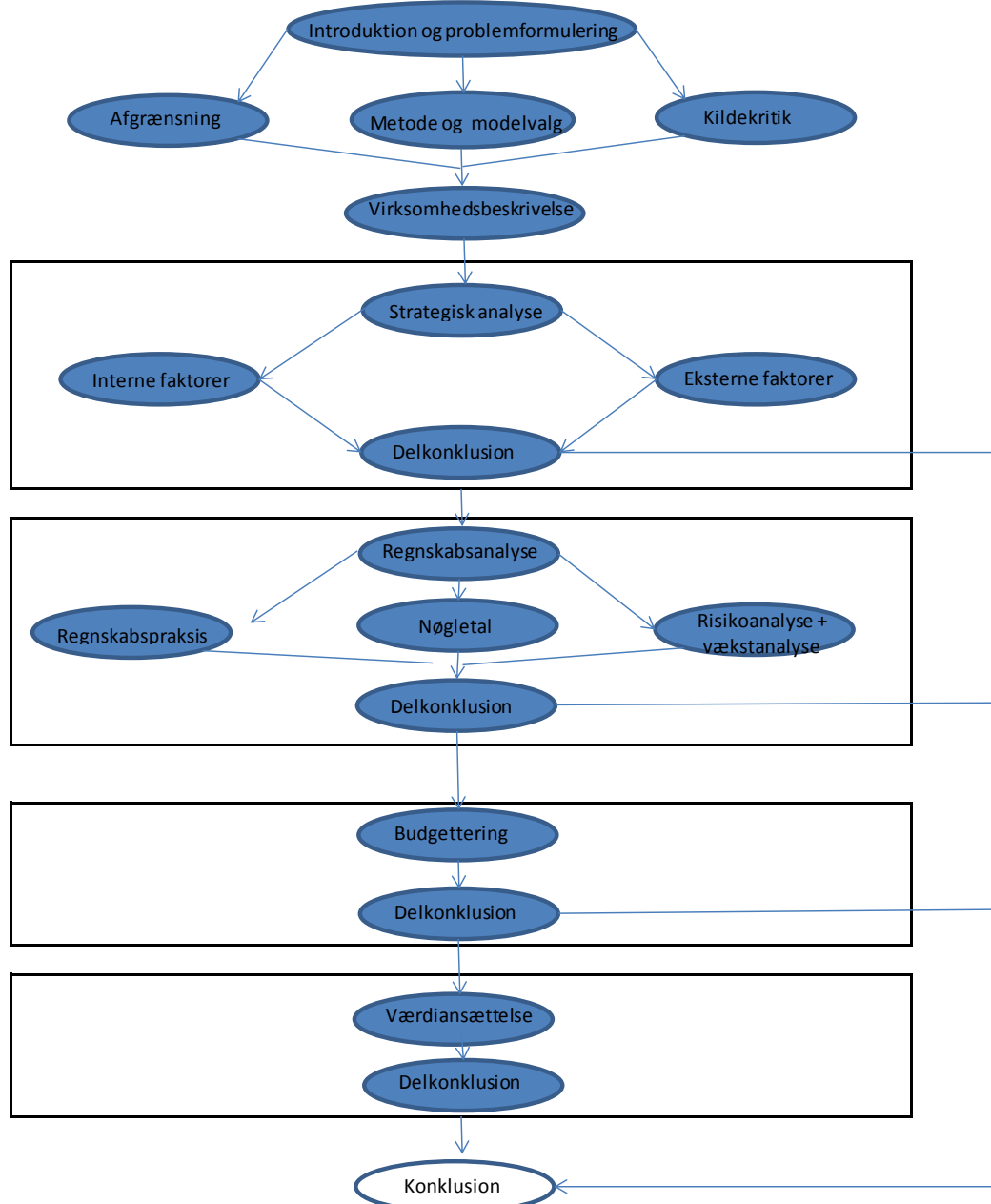
- Opgavens analytiske periode vil primært bestå af de seneste 5 regnskabsår, 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapporten 2012/13 inkl. rullende 12 mdr. Denne periode vurderes passende for at danne et retvisende vurderingsgrundlag for IC Companys' økonomiske udvikling, til brug i regnskabsanalysen.
- Skattemæssige forhold vil ikke blive behandlet i opgaven, da vores hovedproblemstilling er værdiansættelsen.
- Der afgrænses for informationer offentliggjort efter d. 5. februar 2013, da dataindsamlingen for opgaven er afsluttet ved offentliggørelsen af halvårsrapporten 2012/13.

Metode og modelvalg

I nedenstående afsnit vil der blive beskrevet, hvilke metoder og modeller vi har valgt at benytte til at analysere og besvare vores opgave med.

Opgavens struktur:

Figur 1: Opgavens struktur



Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra figur 1.1 i Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 2. udgave 2006, Gjøellerup.

For at besvare opgavens problemstilling kræver det at få belyst tre hovedområder:

1. strategisk analyse
2. regnskabsanalyse
3. budgettering og værdiansættelse

Som ovenstående figur viser, er det vigtigt at forstå sammenhængen og interaktionen mellem de tre hovedområder, da de direkte påvirker hinanden.

Introduktion og problemformulering

Den første del af opgaven består af indledende kapitler. Det er her opgaven skal fange læserens interesse, formidle formålet med opgaven samt skabe et overblik og struktur over hele opgavens forløb. Metode afsnittet (afgrænsning, metode og modelvalg og kildekritik) er med til at give læseren et indblik i, hvilke værktøjer der bliver anvendt i analyserne.

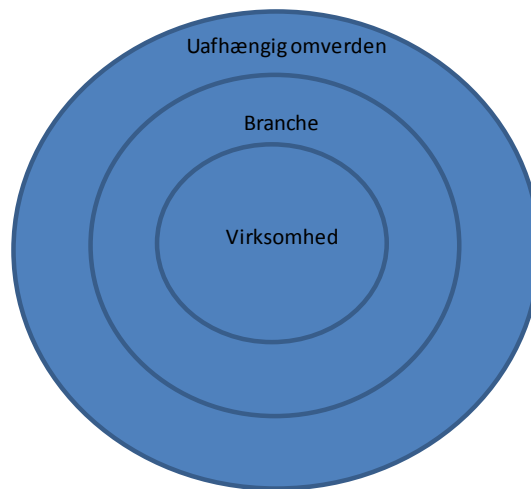
Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedsbeskrivelsen har til formål at give læseren overblik over IC Companys som virksomhed. Først en kort gennemgang af IC Companys historik, efterfulgt af relevante oplysninger om IC Companys' nuværende økonomi og hvilke strategier de anvender. Og til slut en introduktion til IC Companys' forretningsområder og brands. Med dette mener vi, at læseren dermed har fået skabt en større forståelse for og indblik i virksomheden og forstår de identificerede karakteristika, som bliver anvendt i opgavens analyser.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse er en analyse af de interne og de eksterne faktorer, der direkte påvirker virksomheden. I den strategiske analyse analyseres de *ikke*-finansielle værdidrivere, der supplerer de finansielle værdidrivere i regnskabsanalysen, med det formål at estimere IC Companys' fremtidige indtjeningspotentiale. Output fra denne analyse vil indgå som input i budgetteringen, hvor budgetteringen er selve fundamentet for værdiansættelsen.

Figur 2: Illustration af de tre niveauer



Kilde: Egen tilvirkning

Som ovenstående figur viser, er der tre områder, som den strategiske analyse vil berøre. Det ydre samfund som alle virksomheder påvirkes af, hertil den branche IC Companys agerer i, og til slut analyseres koncernens interne forhold.

For at analysere den uafhængige omverden er teorimodellen PESTEL⁶ meget velegnet, da denne model fremhæver alle de makroforhold, som omverden påvirkes af: det være sig politiske, økonomiske, sociale og kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovmæssige faktorer, som har betydning for IC Companys.

For at analysere den branche som IC Companys agerer i, vil vi benytte Porters five forces.⁷ Analysen er en konkurrenceanalyse, hvor fem "kræfter" tages i betragtning. Hver "kraft" har indflydelse på konkurrenterne i den analyserede branche. De fem "kræfter" består af kundernes forhandlingskraft, leverandørernes forhandlingskraft, substituerende produkter, indgangsbarrierer og intern rivalisering. Ved at analysere hver af disse kræfter opnås et overblik over IC Companys' aktuelle og fremtidige situation og placering i branchen med henblik på det fremtidige vækst- og indtjeningspotentiale. Modellen kan imidlertid kritiseres for at være for statisk, da modellen ikke i høj nok grad tager højde for, at markedet og konkurrenterne kan ændre sig med kort varsel.

⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 82

⁷ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 86

For at kompensere for ovenstående kritik har vi valgt at supplere analysen med en analyse af IC Companys konkurrenceevne. Dette gøres ved hjælp af Porters værdikædeanalyse,⁸ der anvendes til at undersøge IC Companys' interne styrker og svagheder på virksomhedsniveau. Modellen kan kritiseres for at tage udgangspunkt i produktionsvirksomheder og ikke at kunne anvendes lige så effektivt på andre slags virksomheder. Dette vil dog ikke påvirke vores analyse, da IC Companys er en produktionsvirksomhed.

For at analysere de risici i bred forstand som IC Companys er underlagt, har vi valgt at tegne et risikobillede af de overordnede forretningsmæssige risici virksomheden er underlagt.

Risikodiagrammet illustrerer sandsynligheden af, at den identificerede risiko indtræffer, samt den skønnede økonomiske effekt af at risikoen indtræffer. Risikodiagrammet giver et væsentligt indblik i de forhold, som skal tages i betragtning ved fastlæggelse af de fremtidige pengestrømme i koncernen.

For at konkludere på ovennævnte analyser vil der blive opsummeret i en SWOT analyse⁹ for at identificere de væsentligste forhold fra den strategiske analyse og give et overblik over IC Companys' strategiske situation samt virksomhedens potentiale. Disse forhold bliver klassificeret som enten styrker, svagheder, muligheder eller trusler for virksomheden. SWOT analysen er delt op i to dele. Der er de interne forhold i virksomheden: styrker og svagheder, og de ydre forhold som påvirker virksomheden: muligheder og trusler.

Regnskabsanalysen

I regnskabsanalysen vil der blive analyseret på historiske data, for at beskrive den finansielle udvikling og præstation, som senere hen skal anvendes som fundament for budgettering af de fremtidige pengestrømme.

Regnskabsanalysen vil benytte IC Companys' seneste 4 årsrapporter og deres seneste halvårsrapport for 2012/13. For den valgte periode vil der blive foretaget en analyse af rentabiliteten, risiko og vækst. Der vil samtidig blive foretaget en vurdering af anvendt regnskabspraksis for årsrapporterne, for at sikre at grundlaget for regnskabsanalysen er korrekt og anvendeligt.

⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 92

⁹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 116

Rentabilitetsanalysen undersøger, i hvilken grad IC Companys har skabt værdi for sine investorer. For at vurdere rentabiliteten bliver der analyseret på udviklingen i egenkapitalforrentningen, også kendt som ROE.

For at finde frem til de drivere der har skabt værdi for IC Companys' investorer, tages der udgangspunkt i den udvidede DuPont-model¹⁰. Her vil ROE, der tilsammen udgøres af afkastningsgraden (ROIC) og den finansielle gearing analyseres. Både ROIC og den finansielle gearing kan dekomponeres i underliggende værdidrivere.

Budgettering

Budgetteringen foretages ud fra analysen af de finansielle, samt de *ikke*-finansielle værdidrivere.

Værdiansættelse¹¹

Til slut vil værdiansættelsen udarbejdet på baggrund af budgetteringen, have til formål at beregne markedsværdien af IC Companys.

På overordnet niveau skelnes der imellem relative og absolutte værdiansættelsesmodeller. Det væsentligste kendetegn ved relative modeller er, at man ikke inddrager nogen form for budgettering, og at modellen kun gør brug af et begrænset omfang af informationer. Derimod er budgettering en afgørende del af de absolutte modeller, hvor modellerne er baseret på en lang række informationer til brug for budgetteringen, som herefter munder ud i selve værdiansættelsen.

Absolutte modeller

Som nævnt tidligere gør de absolutte modeller brug af væsentligt mere information end de relative modeller, til brug for budgettering der anvendes til at beregne værdiansættelsen. De absolutte modeller kan klassificeres efter direkte og indirekte modeller. Direkte modeller beregner værdien af egenkapitalen, som også er aktionærværdien, ved direkte at budgettere de pengestrømme, som tilfalder ejerne af virksomheden. Ved de indirekte modeller beregnes først værdien af virksomheden for derefter at fratrække værdien af lånegivernes fordringer for at finde aktionærværdien.

¹⁰ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 254

¹¹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 25-49

Under absolutte modeller er der tre værdiansættelsesanalyser: dividendemodellen, DCF-modellen og residualindkomstmodellen. Nedenfor gives en kort beskrivelse af de tre modeller samt kritik heraf for at finde ud af, hvilken model der skal gøres brug af i denne opgaves værdiansættelse.

Dividende modellen

Denne model skal forstås sådan, at værdien af hvilket som helst værdipapir udgøres af kapitalværdien af de fremtidige pengestrømme, med det afkast som man forventer værdipapiret i sig selv vil generere til aktionærerne. For at beregne egenkapitalværdien skal der først forecastes den fremtidige dividendebetaling (udbytte) og dernæst tilbagediskontere denne til nutidsværdi med en diskonteringsrente, som bliver afspejlet af ejernes afkastkrav eller egenkapitalomkostninger.

Modellen er fravalgt, da den opererer med udbytte til aktionærerne som det eneste afkast til ejerne. I vores optik er det ikke retvisende, idet ejerne grundlæggende modtager afkast i form af såvel udbytte som værdistigninger på det underliggende værdipapir/aktie.

Residualindkomstmodellen

Residualindkomstmodellen opgør en virksomheds værdi som den regnskabsmæssige indre værdi med tillæg af residualoverskud. Modellen er således ikke baseret på pengestrømme. Værdien beregnes således med udgangspunkt i årsregnskabet.

Modellen er anvendelig for virksomheder, som ikke udlodder udbytte til ejerne eller ikke har positive pengestrømme fra driften. Idet modellen baseres på regnskabsinformation er der en risiko for, at denne er manipuleret eller påvirket af en særlig regnskabspraksis.

DCF-modellen

Ved DCF-modellen tilbagediskonteres de fremtidige pengestrømme for en given budgetperiode med tillæg af en terminalværdi, som måler den værdiskabelse, der ligger længere ude i fremtiden. Terminalværdien forudsætter, at virksomheden vil generere konstante frie fremtidige pengestrømme i tiden efter budgetperioden. De frie pengestrømme beregnes på grundlag af pengestrømmene fra driften fratrasket pengestrømmene til investeringsaktiviteten. Dette er blot en tilnærmelse til virkeligheden, idet der vil forekomme udsving i de fremtidige pengestrømme, og fordi fremtiden er behæftet med usikkerhed. Anvendelsen af en terminalværdi er desuden

problematisk, da den ofte udgør en overvejende del af kapitalværdien. Det er dog det bedste bud på den fremtidige udvikling.¹²

Den grundlæggende antagelse bag DCF-modellen er, at afkastet til ejerne modtages enten i form af udbytte og/eller værdistigninger. Det er således de frie pengestrømme, som er genereret af virksomheden, der tilfalder ejerne. Det antages således i modellen, at såfremt den genererede likviditet ikke udbetales til ejerne, vil det tilfalde ejerne i form af afkast ved geninvestering i virksomheden. Da modellen baseres på de frie pengestrømme er modellen således helt uafhængig af den af virksomheden anvendte regnskabspraksis. De frie pengestrømme tilbagediskonteres med et afkastkrav, der afspejler den risiko, som er knyttet til virksomheden.

Modellen er udbredt i praksis og betegnes, som den mest retvisende model, hvorfor vores værdiansættelse baseres på denne model.

Relative modeller

Under relative modeller er den mest udbredte en multipel analyse, som gør minimal brug af informationer. Denne analyse gør brug af vigtige sammendragne informationer i årsrapporten. På grund af de sparsomme informationer er denne model forholdsvis nem og enkel at benytte til beregning, men mest anvendelig, hvis man har sammenlignelige virksomheder i samme branche.

Typisk anvendes multiple analyser baseret på prismultiple. Den mest kendte og i praksis mest anvendte multipel analyse er P/E-multiplen (price/earnings) – aktiekursen delt med overskud pr. aktie. Ved denne analyse kan sammenlignelige virksomheder således sammenlignes.

Modellen er ikke anvendelig i en række tilfælde – for eksempel virksomheder som har underskud eller virksomheder som vurderes forkert prissat i markedet. I praksis anvendes relative modeller ofte som en 2. opinion til de absolutte modeller jf. ovenfor. Vi har således valgt at anvende P/E modellen efter DCF-modellen, som en overordnet kvalitetssikring af den grundige DCF-værdiansættelse.

¹² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 41-43

Virksomhedspræsentation

Historik¹³

IC Companys er en dansk modekoncern med globalt foodprint, der er noteret på NASDAQ OMX København. Koncernen er skabt gennem en fusion af selskaberne Carli Gry International A/S og InWear Group A/S.

Carli Gry International A/S blev grundlagt i 1940, og virksomhedens portefølje bestod af bl.a. Jackpot til kvinder og Cottonfield til mænd - brands som også er en del af modekoncernen den dag i dag. Carli Gry blev noteret på Københavns Fondsbørs i 1996, og opkøbte i 1998 det svenske sportsfirma Peak Performance, hvorefter Carli Gry også blev noteret på Stockholms Fondsbørs.

InWear Group A/S blev grundlagt i 1969, og virksomhedens portefølje bestod bl.a. af InWear og PartTwo til kvinder samt Matinique til mænd. Alle tre brands er en del af modekoncernen i dag. InWear Group blev noteret på Københavns Fondsbørs et halvt år efter Carli Gry International. Selskabet blev grundlagt af bl.a. Niels Erik Martinsen, der i dag er hovedaktionær og bestyrelsesformand i IC Companys.

I slutningen af 1990'erne realiserede selskaberne utilfredsstillende økonomiske resultater som følge af den hårde konkurrence i branchen. En fusion var derfor oplagt på baggrund af strategiske og økonomiske overvejelser omkring mulighederne for en stærkere markedsposition, stordriftsfordele, driftssynergier, distributionskanaler samt produktportefølje.¹⁴

Selskaberne offentliggjorde en fælles fondsbørsmeddelelse den 12. marts 2001, hvor bestyrelserne anbefalede en fusion af de to selskaber.¹⁵ Fusionen blev forelagt generalforsamlingen d. 30. april 2001 og blev vedtaget med Carli Gry som det fortsættende selskab. IC Companys var nu skabt.

I dag er IC Companys en af Nordeuropas største modevirksomheder med i alt 11 brands. De 11 brands sælges gennem næsten 500 retail- og franchisebutikker, internethandel og via mere end 10.000 distributører fordelt på mere end 40 lande.

¹³ www.iccompanys.com

¹⁴ Fusionsprospekt af 20. april 2001 s. 13-16

¹⁵ Fondsbørsmeddelelse nr. 4/2001

Produkter¹⁶

IC Companys driver og udvikler følgende 11 stærke og selvstændige brands: Tiger of Sweden, By Malene Birger, Peak Performance, Designers Remix, InWear, Matinique, PartTwo, Jackpot, Cottonfield, Saint Tropez og Soaked in Luxury.

IC Companys arbejder således ud fra en multibrandstrategi, hvilket betyder, at kunderne ikke blot tilbydes et brand, men derimod en hel portefølje på 11 brands.

Denne multibrandstrategi bevirker, at IC Companys har en bred vifte af brands, der afdækker forskellige segmenters behov, og dermed sikrer IC Companys en større målgruppe. Dermed spredes risikoen også, således at IC Companys ikke kun er afhængig af ét brand.

De 11 brands kan inddeles i følgende tre segmenter: Premium, Mid Market og Fast Fashion. Der er således ingen brands i Luxury segmentet. Premium segmentet inkluderer Tiger of Sweden, By Malene Birger, Peak Performance samt Designers Remix. Mid Market segmentet inkluderer InWear, Matinique, PartTwo, Jackpot og Cottonfield, mens Saint Tropez og Soaked in Luxury betegnes som Fast Fashion.

Figur 3: Udvikling i omsætning pr. brand

Mio. kr.	2011/12	2010/11	Vækst %
Tiger of Sweden	633	563	12
By Malene Birger	272	264	3
Peak Performance	971	977	(1)
Designers Remix	87	91	(5)
InWear	370	404	(9)
Matinique	280	289	(3)
Part Two	249	272	(8)
Jackpot	362	426	(15)
Cottonfield	165	203	(19)
Saint Tropes	305	320	(5)
Soaked in Luxury	90	74	21
I alt	3.784	3.883	-29

Kilde: IC Companys' årsrapport 2010/11 og 2011/12

Af den samlede omsætning står Premium segmentet for cirka 50 %, mens Mid Market segmentet genererer cirka 40 % og Fast Fashion de resterende 10 % af omsætningen.

¹⁶ www.iccompanys.com samt IC Companys' årsrapport 2011/12

I 2011 vedtog IC Companys en ny porteføljestrategi som konsekvens af en række grundige analyser. Analyserne viste store forskelle i kompetencekravene til succes på tværs af modebranchens fire segmenter, Luxury, Premium, Mid Market og Fast Fashion. De bedste brands i Mid Market er profitable, mens segmentet ikke genererer vækst. Omvendt er de fleste Premium brands i stand til at generere international vækst samt lønsomhed. Disse analyser afspejles endvidere af udviklingen i omsætningen.

Den nye strategi er således at udvikle IC Companys over tid til en koncern, hvor størstedelen af omsætningen og indtjeningen kommer fra brands i Premium segmentet.

I den ny porteføljestrategi vurderes også løbende koncernens muligheder for at skabe aktionærværdi gennem frasalg såvel som opkøb.

IC Companys opnåede i 2011/12 en samlet omsætning på 3.819 mio.kr., hvoraf 35 mio. kr. vedrørte salg af fremmede brands.

Distributionskanaler¹⁷

IC Companys anvender følgende to distributionskanaler: Engros- og retailomsætning.

Engrosomsætning er IC Companys primære distributionskanal og består af salg til engroskunder og franchisetagere. Der er i regnskabsåret 2011/12 realiseret en engrosomsætning på 2.356 mio.kr., hvilket svarer til en tilbagegang på 2 % i forhold til regnskabsåret 2010/11, mens der er opnået et årsresultat på 317 mio.kr. svarende til en tilbagegang på 22 %. Engrosomsætningen udgør 62 % af den samlede omsætning. Det samlede antal forhandlere udgjorde 10.000 pr. 30. juni 2012, hvoraf 187 var franchisetagere. Ingen enkeltstående engroskunde udgør mere end 10 % af nettoomsætningen. Dette medfører, at IC Companys ikke er afhængig af enkeltstående kunder.

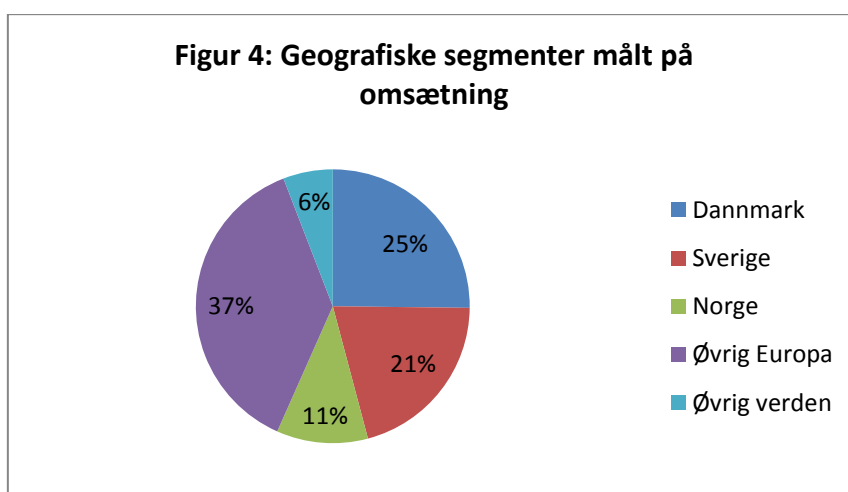
Retailomsætning som består af salg via egne butikker, koncessioner, outlets samt e-commerce, er IC Companys sekundære distributionskanal. Der er i regnskabsåret 2011/12 realiseret en retailomsætning på 1.464 mio.kr., hvilket svarer til en tilbagegang på 4 % i forhold til regnskabsåret 2010/11, mens der i regnskabsåret 2011/12 er opnået et negativt resultat på 40 mio.kr. mod et positivt resultat på 77 mio.kr. i regnskabsåret 2010/11. Retailomsætningen udgør 38 % af den samlede omsætning. IC Companys drev pr. 30. juni 2012 215 butikker, 97

¹⁷ IC Companys' årsrapport 2011/12

koncessioner samt 32 outlets fordelt primært i Skandinavien, Benelux landene, Østeuropa samt Centraleuropa. Ingen enkeltstående retailkunde udgør mere end 10 % af nettoomsætningen. Dette gør, at IC Companys ikke er afhængig af enkeltstående kunder.

Markeder¹⁸

IC Companys salg sker via egne salgsselskaber samt gennem eksport til mere end 40 lande via agenter og distributører. Brandledelsen i Danmark har det overordnede globale ansvar, mens de enkelte lande har ansvar for salget. 25 % af koncernens samlede omsætning genereres i Danmark, mens 57 % af salget sker i Skandinavien, jf. nedenstående figur:



Kilde: IC Company' årsrapport 2011/12

Der er i regnskabsåret 2011/12 realiseret vækst i både Danmark og Norge, mens der skete en beskednen tilbagegang på det svenske marked. På alle tre markeder realiserede IC Companys en omsætningsudvikling, der var bedre end den generelle detailhandelsudvikling for beklædningsbranchen.

Det øvrige Europa realiserede en markant tilbagegang som følge af salg af butikker samt negativ markedsudvikling. Frasalget af tabsgivende forretninger var i tråd med den nye porteføljestrategi.

Økonomi

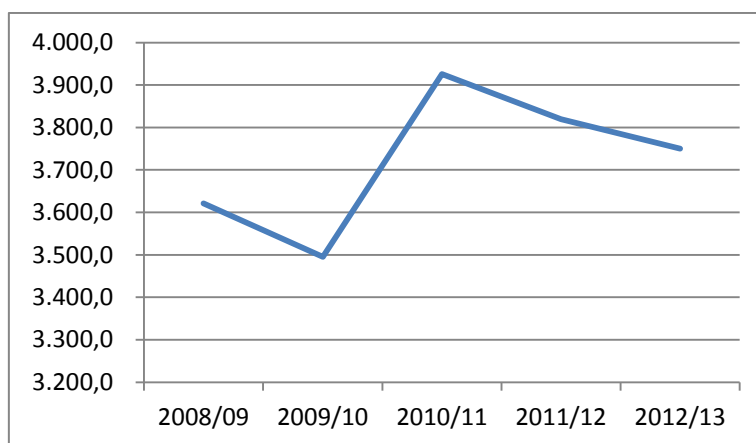
Der vil i det følgende blive foretaget en kort gennemgang af den økonomiske udvikling for IC Companys over en periode på 5 år. Perioden er fastsat til regnskabsårene 2008/09 til 2012/13,

¹⁸ IC Companys' årsrapport 2011/12

hvor sidste regnskabsår er baseret på halvårsrapport rullende 12 mdr. Seneste regnskabsår medtages, da dette vil blive benyttet til den endelige værdiansættelse af IC Companys.

Gennemgangen vil blive foretaget på baggrund af udviklingen i omsætning, årets resultat før skat samt aktiekursen. I forbindelse med regnskabsanalysen vil der blive foretaget en mere detaljeret analyse af den historiske økonomiske udvikling.

Figur 5: Udvikling i nettoomsætning (mio.kr.)



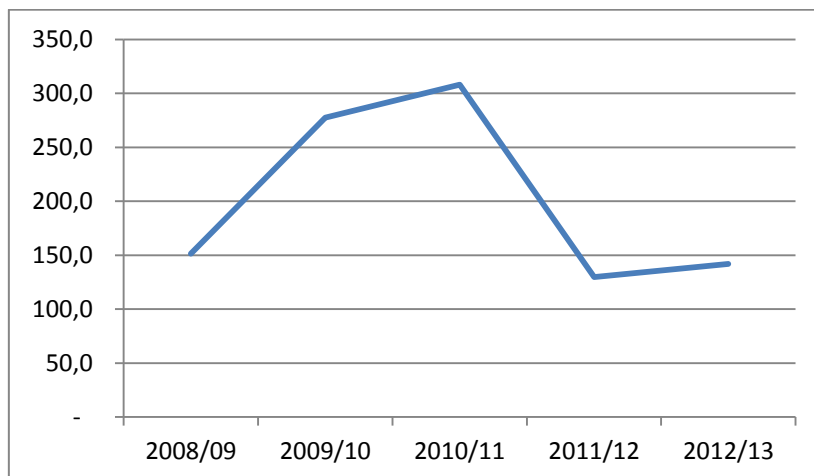
Kilde: Egen tilvirkning, IC Companys' årsrapport 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13

Nettoomsætningen har været meget fluktuerende i analyseperioden, hvilket kan henføres til den globale finanskrisen samt implementering af ny koncernstrategi. Den nye koncernstrategi beskrives under *Organisation*.

I år 2008/09 opnåede IC Companys en nettoomsætning på 3.601 mio.kr., mens omsætningen i 2009/10 blev realiseret til 3.495 mio.kr. Tilbagegangen i omsætningen på 3% skyldtes den globale finanskrisen samt introduktionen til den nye koncernstrategi, hvor omsætning fra markeder, der ikke resulterede i tilfredsstillende indtjening blev skilt fra. Nettoomsætningen steg med 13 % i år 2010/11 og resulterede således i 3.925 mio.kr. På trods af fortsat svære markedsvilkår, grundet den globale finanskrisen, fik IC Companys vendt krisen, og den tiltagende effekt af koncernstrategien samt nye butiksåbninger resulterede i den højeste omsætning i IC Companys historie. I år 2011/12 faldt omsætningen igen og resulterede i 3.819 mio.kr., hvilket svarer til en tilbagegang på 3 %. Tilbagegangen i omsætningen skyldes den markante forværring af den europæiske gældskrisen samt et uheldigt efterårs- og vintervejr. Ændringen af vejrforholdene gjorde således, at kampen om forbrugernes købelyst steg voldsomt og resulterede i en kraftig

stigning i priskampagner og førudsalg. I år 2012/13 forventes det af ledelsen, at der vil ske endnu en tilbagegang i omsætningen denne gang på 2%. Dette begrundes i fortsat vanskelige markedsforhold.

Figur 6: Udvikling i resultat før skat (mio.kr.)



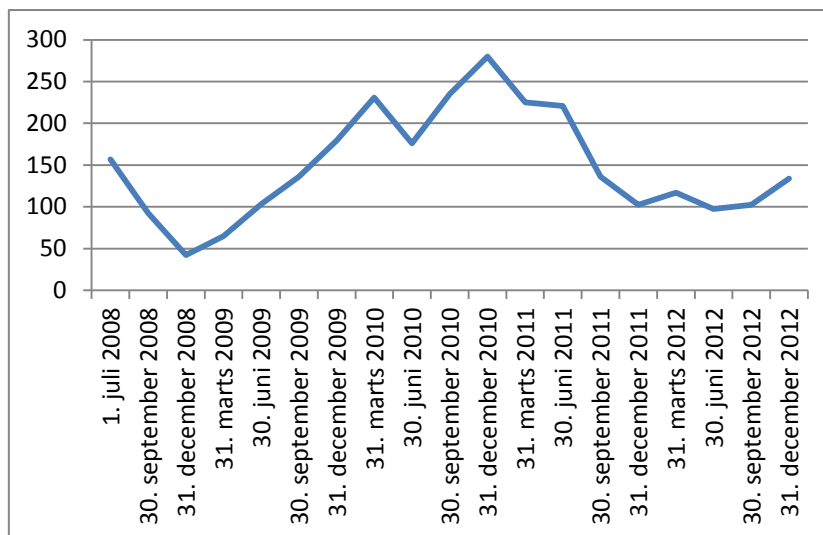
Kilde: Egen tilvirkning, IC Companys' årsrapport 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13

Årets resultat før skat har ligesom nettoomsætningen været meget fluktuerende i analyseperioden, og kan tilsvarende henføres til den globale finanskrisen samt implementering af ny koncernstrategi.

I år 2008/09 opnåede IC Companys et resultat før skat på 151 mio.kr., mens resultat før skat i år 2009/10 var 277 mio.kr. Set i forhold til omsætningsudviklingen er der sket en stigning på 83 % i resultat før skat mod en tilbagegang i omsætningen på 3 % i samme regnskabsår. Dette skyldes som tidligere nævnt implementeringen af den nye koncernstrategi, der effektiviserede og skar ikke-indtjenende omsætning fra. I år 2010/11 skete en yderligere stigning på 11 % og resultat før skat var således 308 mio.kr. og det bedste resultat i koncernens historie. Resultatet skyldes den tiltagende effekt af koncernstrategien implementeret i år 2010. I år 2011/12 faldt resultat før skat med 178 mio.kr. og endte således med 130 mio.kr. Dette skyldes som tidligere nævnt forværring i markedsforhold samt kraftig stigning i priskampagner og førudsalg.

Ledelsen forventer, at resultat før skat i år 2012/13 vil forbedres marginalt i forhold til år 2011/12 som følge af fortsat volatile markedsforhold, men mere normaliserede rabatter og udsalgsaktiviteter i branchen.¹⁹

Figur 7: Kursudvikling for IC Companys aktien juli 2008 – december 2012



Kilde: <http://www.euroinvestor.dk/boerster/nasdaq-omx-copenhagen/ic-companys/274047/historik>

Aktiekursen for IC Companys har været meget volatil i hele analyseperioden med en bundkurs på 42,10 den 31. december 2008 samt en topkurs på 280,00 den 31. december 2010. Overordnet set tegner der sig en tydelig sammenhæng mellem udviklingen i aktiekursen og den økonomiske udvikling.

Organisation²⁰

IC Companys vision er at være blandt de bedste udviklere af sports- og modebrands. Denne vision indebærer, at IC Companys tilfører værdi ved at udøve aktivt ejerskab for de enkelte brands samt at skabe muligheder for kreativitet og innovation for koncernens brands.

For at understøtte denne vision endnu bedre gennemgik IC Companys i år 2010/11 en omfattende organisationsændring, der indebar en ny koncernstrategi, der betød en fælles serviceplatform såvel som en ny koncernstruktur baseret på en fuld linjeorganisation og identisk struktur for alle brands. I forbindelse med den nye strategi og struktur fik alle 11 brands fuldt ansvar for deres

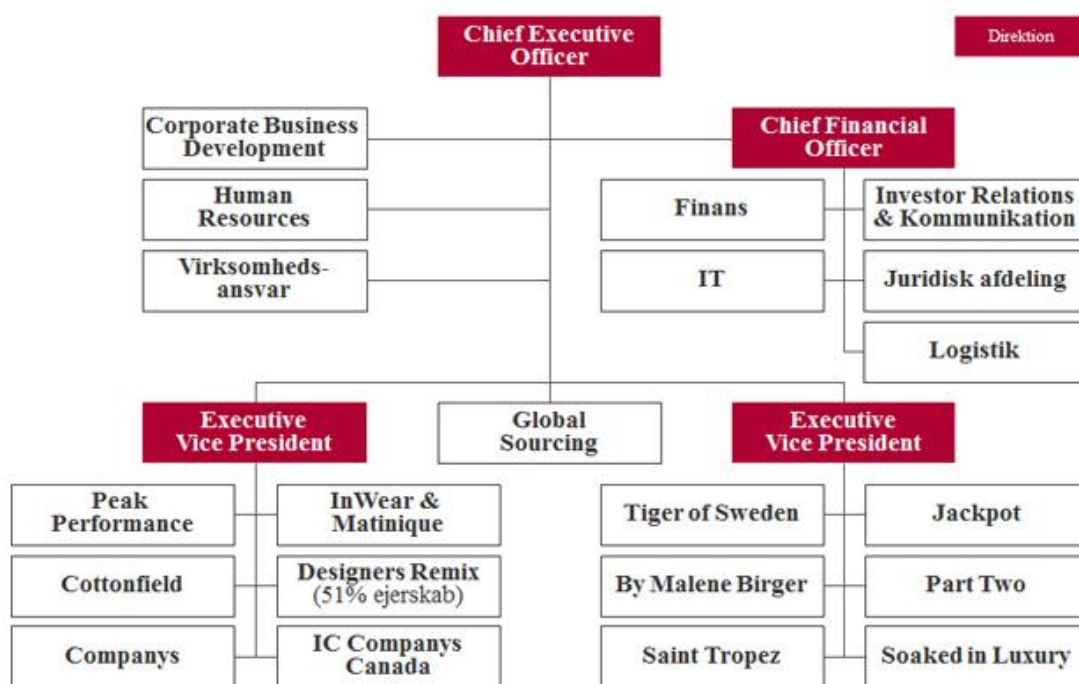
¹⁹ IC Companys halvårsrapport 2012/13, side 1

²⁰ www.iccompanys.dk samt IC Companys' årsrapport 2011/12

egen værdikæde. Det resulterede i øget ansvarlighed og transparens, ligesom der blev skabt større beslutningskraft og fleksibilitet.

Koncernens organisationsdiagram fremgår af nedenstående figur:

Figur 8: Organisationsdiagram



Kilde: www.iccompany.dk

Der er foretaget en overordnet opdeling af koncernens brands, hvor det ses, at de to Executive Vice Presidents, Peter Fabrin og Anders Cleemann har det overordnede ansvar.

Det er en central del af koncernens multibrand strategi, som blev introduceret i forbindelse med den ny koncernstrategi, at hver enkelt brand har egen ledelse med ansvar for design, produktudvikling, marketing mv. Herudover understøttes koncernens brands af centrale servicefunktioner, hvilket også blev introduceret i forbindelse med den ny koncernstrategi, der håndterer de aktiviteter, der ikke har betydning for selve brandidentiteten, og som giver hvert brand betydelige omkostnings- og kvalitetsfordele. Alle brands modtager således support fra en række servicefunktioner, der inkluderer Logistik, IT, finans og juridisk afdeling samt HR. På denne

måde tilbyder koncernen alle brands en langt mere effektiv og serviceorienteret struktur, end hvert enkelt brand ville kunne opnå selv eller købe sig til eksternt.

Koncernens produkter fremstilles udelukkende hos underleverandører. Sourcing for alle brands håndteres via egne fælles sourcingkontorer i Kina, Indien og Rumænien. Der blev i 2011 implementeret en ny sourcing strategi, som var en naturlig forlængelse af den ny koncernstrategi. Strategien har til formål at udnytte synergier mellem koncernens brands, ligesom der skal arbejdes på at øge volumen per leverandør, så antallet af leverandører reduceres, kompleksiteten i koncernens sourcing reduceres og mulighed for bedre priser øges. I år 2011/12 fandt 67 % af produktionen sted i Kina, 16 % i det øvrige Asien, 16 % i Europa samt 1 % i Afrika. Koncernen havde pr. 30. juni 2012 349 leverandører, hvoraf de ti største stod for 29 % af den samlede produktionsværdi. Den største enkeltleverandør står for 5 % af den samlede produktionsværdi, og koncernen er således ikke væsentligt afhængig af en enkelt leverandør.

IC Companys er en relativt ung virksomhed, men også en virksomhed, hvor ændringer i relation til organisation, strategi og ledelse har været mange. IC Companys har været præget af ledelsesmæssig uro, hvor ledelsen er udskiftet i år 2004 og igen i år 2008. Den nuværende ledelse består af Niels Mikkelsen (CEO), Chris Bigler (CFO), Anders Cleemann (Executive Vice President) samt Peter Fabrin (Executive Vice President). Alle har været medlem af direktionen siden år 2008 på nær Peter Fabrin, der først indtrådte i år 2009. Alle har bestridt deres poster i forholdsvis kort tid, hvilket afspejler den omfattende ledelsesudskiftning koncernen har gennemgået.

For IC Companys drejer virksomhedsansvar sig ikke kun om at sikre, at produkterne lever op til deres høje kvalitetskrav og kundernes forventninger. Det drejer sig også om, at de bliver produceret på en ansvarlig måde. Virksomhedsansvaret betragtes således som en integreret del af hele forretningen samt et vigtigt element i virksomhedens rentabilitet.

Ejerforhold²¹

Pr. 30. juni 2012 udgjorde IC Companys aktiekapital kr. 169.428.070 fordelt på én aktieklasse bestående af 16.942.807 aktier á nominel kr. 10. Den totale aktionærgruppe fordeler sig som følger:

²¹ IC Companys årsrapport 2011/12, side 54

Figur 9: Ejerforhold

Aktionærer pr. 30. juni 2012	Antal	Kapitalandele
Friheden Invest A/S	7.191.128	42,5%
Arbejdsmarkedets Tillægspension, ATP	1.695.843	10,0%
Hs 2.G ApS	1.793.730	10,6%
Øvrige danske institutionelle investorer	2.598.681	15,3%
Danske private investorer	1.287.389	7,6%
Udenlandske institutionelle investorer	1.010.784	6,0%
Udenlandske private investorer	79.231	0,5%
Egne aktier	540.672	3,2%
Ej grupperede	745.349	4,3%
I alt	16.942.807	100,0%

Kilde: IC Companys' årsrapport 2011/12, side 54

Friheden Invest A/S, der ejer 42,4 % af IC Companys, ejes 100 % af bestyrelsesformand Niels Erik Martinsen. IC Companys ejer egne aktier svarende til 3,2 % af aktiekapitalen.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse er første fase af værdiansættelsen.

I afsnittet *Virksomhedspræsentation*, er IC Companys historik gennemgået kronologisk med de væsentligste og helt overordnede træk. Alle de forhold der har formet, udviklet og påvirket koncernen er inkluderet. Denne strategiske analyse har til formål at analysere den uafhængige omverden, branchen og koncernen for at gøre vores prognose af fremtiden i budgetteringen mere pålidelig. Det vil forsøges at afdække de forhold, der påvirker koncernens fremtidige indtjeningspotentiale ved at gå mere i dybden med gennemgangen af de interne og eksterne strategiske forhold.

Ekstern analyse:

I de følgende afsnit vil de eksterne forhold, der påvirker IC Companys, blive gennemgået. Her vil PESTEL modellen blive anvendt til at analysere den uafhængige omverden, og hvilke samfundsfaglige faktorer der påvirker IC Companys. Og senere vil Porters Five Forces blive anvendt til at analysere branchen, som IC Companys agerer i.

PESTEL

Formålet med at analysere den uafhængige omverden er at identificere IC Companys' trusler og de muligheder koncernen har for fremtidig indtjening. Denne analyse omfatter alene de makroøkonomiske forhold, som har de største og væsentligste indflydelser på modebranchen, altså den branche IC Companys agerer i. Som tidligere nævnt er denne model ikke så anvendelig, hvis der er tale om brancher med mange ændringer, da modellen giver et statisk billede af, hvordan det ser ud på nuværende tidspunkt givet de nuværende makroøkonomiske faktorer. Dette gør sig ikke gældende for den branche IC Companys agerer i, hvorfor modellen vurderes at være god til at give et egnet billede af de makroøkonomiske forhold.

I analysen vil de mest relevante faktorer blive gennemgået, som påvirker IC Companys' omverden inden for: politik, økonomi, social og kultur, teknologi, miljø og lovgivning.²² Her sættes politik og lovgivning sammen samt teknologi og miljø sammen.²³

Figur 10: IC Companys' implementeringsrammer for virksomhedsansvar

	PEOPLE	PLANET	PROFIT
PRINCIPPER	FN GC princip 1-6	FN GC princip 7-9	FN GC princip 10
POLITIKKER	Politik for socialt ansvar	Politik for miljømæssigt ansvar	Politik for økonomisk ansvar
PROCEDURER	Procedurer der understøtter implementering af principper og politikker for socialt ansvar	Procedurer der understøtter implementering af principper og politikker for miljømæssigt ansvar	Procedurer der understøtter implementering af principper og politikker for økonomisk ansvar

Kilde: www.iccompany.dk

Ovenstående figur viser IC Companys' implementeringsrammer for virksomhedsansvar, der fungerer som vejledning i IC Companys' daglige arbejde.²⁴ Fra principper til politikker til konkrete procedurer.

²² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. Udgave 2011, Gjellerup, side 83

²³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 82

Politik og lovgivning²⁵

IC Companys' arbejde med virksomhedsansvar bygger på de 10 principper i FN's Global Compact, som er baseret på internationalt aftalte deklARATIONER og konventioner vedrørende menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og anti-korruption. Disse principper anvendes samt FN's Guiding Principles som den overordnede ramme for deres politikker og implementeringsprocedurer vedrørende virksomhedsansvar.

IC Companys støtter og respekterer Verdenserklæringen om Menneskerettigheder, som er skitseret i FNs Global Compact under princip 1-6. Koncernen opfylder dette ved løbende at identificere og vurdere mulige krænkelse af menneskerettigheder internt i IC Companys såvel som hos koncernens leverandører. Derudover vurderer IC Companys løbende muligheden for at anvende koncernens kernekompetencer til at yde et positivt bidrag for at effektuere Verdenserklæringen om Menneskerettigheder.

IC Companys forpligter sig til at arbejde proaktivt både internt og eksternt med deres leverandører for at understøtte overholdelse af disse etiske forholdsregler. Koncernen oplyser, at man aldrig vil kunne garantere 100% overholdelse, men arbejder aktivt på at gøre en positiv forskel og arbejder procesmæssigt med rettidig omhu (due diligence) for at undgå overtrædelsessager.

Økonomi og demografi

Modeindustrien er i meget høj grad konjunkturfølsom. Forbrugernes disponible indkomst og forbrugsmuligheder er afgørende for IC Companys, idet flere analyser viser, at tøj og modeprodukter er en indkomstelastisk vare.²⁶

De største markeder som koncernen opererer i, er det Skandinaviske marked (Danmark, Sverige og Norge), mens de største vækstmarkeder er Kina og Rusland.²⁷

Det Skandinaviske marked analyseres under et, idet der ikke vurderes at være afgørende forskelle imellem de respektive markeder. Økonomiske analyser og forudsigelser for de enkelte lande viser,

²⁴ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 35

²⁵ www.iccompany.dk

²⁶ Deloitte's modeanalyse 2013

²⁷ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 29

at der pt. er lavkonjunktur med vækstrater i de enkelte samfund omkring 0-0,5%.²⁸

Forbrugertilliden er svækket i de enkelte lande, og makroøkonomiske analyser viser, at forbrugerne sparer op og dermed anvender en mindre andel end tidligere af den disponible indkomst til forbrug. Fremtidsudsigterne er fortsat pessimistiske og økonomer forventer en rum tid fremover en yderst begrænset vækst i de enkelte lande.

Kina og Rusland minder også om hinanden, hvad angår de markøkonomiske forhold. For begge lande er der for IC Companys tale om vækstmarkeder,²⁹ og koncernen har endnu ikke rigtig formået at slå igennem. Begge lande oplever en vækst for tiden og en befolkning som bliver mere og mere købedygtig.

Den demografiske udvikling i koncernens nærmarkeder udgør på en og samme tid såvel en udfordring som en mulighed for koncernen. Befolkningssammensætningen ændres over de kommende årtier mod en ældre og ældre befolkning. Ligeledes stilles krav til koncernen om strategisk at udvikle flere af koncernens brands imod denne demografiske udvikling. Det stiller fremover store krav til, at koncernen evner at udgive kollektioner, som rammer den ændrede befolkningssammensætning. Der ligger et betydeligt potentiale for koncernen, hvis den evner at være på forkant med denne udvikling.

Sociale og kulturelle forhold

Trends inde for modebranchen ændrer sig hele tiden, og der har været nogle mere markante ændringer inden for de senere år. Mode er blevet mere homogent mellem landegrænserne, ligesom trends inden for herre- og damemode er blevet mere ens. Samtidig er moden blevet mere individualiserende. I dag skal en persons beklædning fortælle omverden hvem man er, som person.

I dag ser man også ofte den tendens, at forbrugerne gerne mikser forskellige modesegmenter, som Fast Fashion (lav pris mærker) med Luxury (høj pris mærker) hvilket gør modebranchen uforudsigelig.

²⁸ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 27

²⁹ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 27

Figur 11: Brand oversigt

		MODESEGMENTER				
		<i>Sport/lifestyle</i>	<i>Contemporary</i>	<i>Formal</i>	<i>Casual</i>	<i>Jeans</i>
PRISSEGMENTER	<i>Luxury</i> (høj pris)					
	<i>Premium</i> (øvre midtpris)	PeakPerformance	MALENE BERGER TIGER DESIGNERS REMIX DESIGNERS REMIX			
	<i>Mid Market</i> (midtpris)		InWear Matinique PART TWO		COTTONFIELD REG. TRADEMARK Vackpot	
	<i>Fast Fashion</i> (lav pris)		SAINT TROPEZ SOAKED IN LUXURY			

Kilde: IC Companys' årsrapport for 2011/12, side 12

Ovenstående figur viser, hvordan IC Companys har forsøgt at dække en stor del af forbrugernes behov med koncernens multibrandsstrategi. Her har IC Companys brands mellem Premium, dvs. øvre midtpris til Fast Fashion altså lavpris brands.

Teknologi og miljø

Koncernen har over den seneste årrække anvendt betydelige ressourcer på at optimere koncernens IT struktur, og på nuværende tidspunkt har koncernen således den samme teknologiske platform for samtlige brands.³⁰ Koncernen oplyser, at den fælles IT-platform omfatter sourcing, distribution, logistik, administration og salg.

Selve produktionen af produkterne er som tidligere nævnt outsourcet til underleverandører, hvorfor koncernen ikke har investeringer hertil. Produktionen hos underleverandørerne er i høj grad automatiserede.

Analyser viser,³¹ at en større og større andel af forbrugernes indkøb af tøj og andre modeprodukter foretages via internetbutikker. Den tendens forventes at fortsætte i henhold til

³⁰ www.iccompanys.dk

³¹ Deloitte's modeanalyse 2013

Institut for fremtidsforskning. Koncernen har lanceret egen nethandel af visse af koncernens brands, ligesom koncernens brands forhandles af andre multibrands internetbutikker. Det er en yderligere distributionskanal for IC Companys og repræsenterer på en og samme tid en enorm mulighed for at knytte koncernens brands endnu tættere til forbrugerne ved denne direkte afsætningskanal, men også en trussel som følge af stigende pres på dækningsgrad samt hvorledes denne internetbaserede handel vil spille sammen med den ændrede demografiske udvikling i samfundene.

IC Companys støtter FNs Global Compact miljøprincipper (princip 7-9).³² IC Companys gør dette ved løbende at vurdere de miljømæssige udfordringer og følge det generelle princip om at støtte en forsigtighedstilgang til miljømæssige udfordringer.

Work2Learn er et projekt i Dhaka, Bangladesh initieret af Red Barnet Danmark, som IC Companys aktivt støtter.³³ Formålet med Work2Learn er at tilbyde underprivilegerede børn i arbejde et anstændigt alternativ – en markedsrelevant uddannelse samt sikre formelle jobs og derved støtte det 5. princip i FN's Global Compact, der vedrører afskaffelse af børnearbejde.

Projektet er et bredt samarbejde mellem de involverede børn/studerende, NGO'er, offentlige institutioner, uddannelsesinstitutioner, brancheorganisationer, lokale leverandører og virksomheder i modebranchen.

De studerende i projektet er mellem 16 og 18 år gamle, og efter 9 måneders træning hos UCEP (Underprivileged Children's Educational Programs) får de en praktikplads hos lokale producenter (bl.a. leverandører til IC Companys) i 3 måneder. I alt 100 studerende har afsluttet uddannelsesforløbet hos UCEP samt praktikophold hos 5 lokale producenter igennem Work2Learn. Ydermere er der blevet knyttet tættere bånd mellem uddannelsesinstitutionen (UCEP) og branchen, hvilket giver institutionerne vigtig viden om, hvilke færdigheder og kvalifikationer der er behov for inden for branchen.

IC Companys deltager i projektet af flere årsager. IC Companys har set en mulighed for at omsætte deres holdninger til handling i samarbejde med en af deres leverandører. Derudover tror IC

³² www.iccompanys.dk

³³ www.iccompanys.dk

Company's fundamentalt på modellen, hvor virksomheder og NGO'er går sammen om at løse problemer inden for samfundsansvar. Endelig støtter IC Company's projektet, fordi det giver en konstruktiv og bæredygtig løsning på et socialt problem. IC Company's bruger projektet til at fortælle andre leverandører om deres engagement og holdning til virksomhedsansvar.³⁴

Porters Five Forces

Michael Porters analysemodel *Porters Five Forces* belyser en given branches indflydelse på en given virksomheds evne til at skabe værdi for aktionærerne. Ifølge modellen afhænger den konkurrencemæssige situation af fem markeds kræfter: konkurrenceintensiteten i branchen, trusler fra nye konkurrenter, leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke samt konkurrence fra substituerende produkter.³⁵

I en given branche foregår der en konstant rivalisering blandt de eksisterende virksomheder, mens der samtidig eksisterer eksterne trusler. Jo større potentiale i en branche, jo svagere er påvirkningen fra de fem markeds kræfter.

Modellen er brugbar til at belyse en virksomheds konkurrencemæssige situation via dens styrker og svagheder, og netop derfor er modellen god til at vurdere en branche. Modellen er dog af ældre dato, hvorfor den ofte kritiseres for at være en statisk model til analysebrug i et miljø under konstant udvikling. Endvidere vurderes modellen at være mest brugbar til analyser af produktionsvirksomheder, men knap så brugbar til nutidens mere teknologiske og videns stærke virksomheder. Endelig kan modellen kritiseres for den antagelse, at kunder og leverandører står i et modsætningsforhold til virksomheden. I praksis vil det være en fordel at se sine kunder og leverandører som samarbejdspartnere i et vist omfang, da der herved opnås fordele og muligheder, som ikke vil være mulige, hvis parterne modarbejder hinanden.

På trods af modellens svagheder vurderes den alligevel nyttig til at danne et overblik over IC Company's konkurrencemæssige situation i modebranchen. I denne branche er der flere udbydere, som IC Company's ikke er i direkte konkurrence med, da produkter og målgrupper er forskellige.

³⁴ www.iccompany.dk

³⁵ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 86

Branchen vil således blive afgrænset til *Virksomheder der forhandler modetøj i Fast Fashion segmentet (lav pris) til Premium segmentet (øvre midtpris)*.

Konkurrenceintensiteten i branchen

De primære konkurrenter i branchen vurderes at være danske Bestseller A/S samt de to internationale koncerner Inditex Group S.A. samt Hennes & Mauritz AB. Målt på omsætning og antal egne butikker er IC Companys klart mindst af disse direkte konkurrenter, som det fremgår af figuren nedenfor:

Figur 12: Konkurrentanalyse

	Omsætning i mia. kr.	Antal ansatte	Antal egne butikker
IC Companys A/S	3,8	2.217	215
Bestseller A/S	18,2	13.900	2.979
Inditex Group S.A.	118,6	109.512	6.009
Hennes & Maurits AB	105,3	72.276	2.688

Kilde: Egen tilvirkning, med tal fra nævnte virksomheders seneste årsrapport

Den generelle trend går mod fortsat stigende internationalisering, hvorved grænserne imellem de enkelte geografiske markeder udviskes, og der fortsat udvikles nye vækstmarkeder. Det vurderes indledningsvist, at større globale spillere og brands har en fordel gennem global tilstedeværelse og et kapitalapparat som understøtter dette, og internationale koncerner som har evnerne og villigheden til at investere i og opdyrke nye markeder. Hertil skal lægges de lokale aktører, som også har en tilstedeværelse i de lokale markeder.

På baggrund heraf vurderes det således, at konkurrenceintensiteten i de markeder, hvor IC Companys er aktiv, er høj, og markederne er præget af en intens konkurrence. Modebranchen er som andre industrier ikke konsolideret, hvilket ligeledes er en indikator for en høj konkurrence i markedet. En lav mærkeloyalitet fra forbrugerne er også medvirkende til den øgede konkurrence i branchen.

Trusler fra nye konkurrenter

Markedet for modetøj er i høj grad et meget fragmenteret marked, med producenter af kollektioner som betragtes som standardiseret modetøj (volumen forretning) og kollektioner som designertøj (begrænsede og eksklusive kollektioner). Adgangsbarrieren afhænger således af,

hvilket segment der satses på. Det er helt afgørende at sikre, at de brands og kollektioner som udbydes til forbrugerne præcis rammer moden, og de behov som forbrugerne har.

Mellemprissegmentet (flere af koncernens brands befinder sig jf. figur 12) er i høj grad præget af en betydelig prisfølsomhed. Kundeloyaliteten er til stede, men ikke afgørende, idet forbrugerne i dette segment efterspørger et produkt, som under hensyntagen til pris, kvalitet og oplevet værdi bedst muligt imødekommer forbrugernes behov. De store aktører i dette segment har således valgt en strategi som omkostningsfokusering.

I den øvre del af prissegmentet (koncernens brands som Peak Performance, By Malene Birger, Tiger of Sweden og Designers Remix) er differentiering fra konkurrenterne i højere grad afgørende. Aktørerne på markedet kan opnå en overnormal avance ved at have et brand med en højere oplevet værdi af forbrugerne eller bedre designs eller kvalitet. Det kræver betydelige ressourcer fra aktørerne at opbygge og vedligeholde denne differentiering og brandloyalitet. Stordriftsfordele i dette segment er knapt så afgørende som i mellemprissegmentet, da forbrugerne i dette segment ikke er ligeså prisfølsomme.

De konkurrenter, som IC Companys i al væsentlighed er eksponeret for, er veletablerede brands og større kendte internationale aktører. Niche brands vurderes alene at kunne opnå ubetydelige markedsandele. Som følge af den internationalisering, som modebranchen har gennemgået over de seneste årtier, vurderes det, at de internationale brands som IC Companys konkurrerer imod, allerede er til stede på de markeder, hvor IC Companys markedsfører sine brands.

Truslen fra nye konkurrenter vurderes ikke til at være betydelig og derved at kunne udgøre en betydelig risiko for koncernens fremtidige indtjeningspotentiale. Der er tale om kendte aktører, som allerede er etablerede.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Som tidligere nævnt anvender IC Companys underleverandører til hele produktionen.

Produktionen foretages i al væsentlighed i Kina og øvrige dele af Asien.³⁶ Det kan umiddelbart give en stor afhængighed af leverandører, når IC Company ikke ejer produktionsapparatet selv, men koncernen har indført politikker for, hvor store enkelte leverandører må være i forhold til

³⁶ IC Companys årsrapport 2011/12, side 45

koncernens sourcing af produktion, og koncernen oplyser, at ingen underleverandører udgør mere end 5% af det samlede indkøb.

Heraf kan det sluttet, at koncernen som udgangspunkt ikke er afhængig af enkelt leverandører, og derfor vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke som lav, da IC Companys er i stand til at spille flere underleverandører ud mod hinanden og samtidig også have den fordel at kunne flytte produktionen til de lande, som er mest konkurrencedygtige. IC Companys har indført en streng kvalitetskontrol³⁷ gennem de datterselskaber, koncernen har etableret i de lande, hvor produktionen foretages for at være tæt på leverandørerne. Derigennem minimeres risikoen for udsving i leverancer etc.

Kundernes forhandlingsstyrke

IC Companys forhandler sine brands dels gennem egne butikker og dels gennem eksterne butikker ejet af personer uafhængige af IC Companys.

Koncernen har opbygget egne konceptbutikker for at reducere afhængighedsforholdet til eksterne forhandlere. Konceptbutikkerne forhandler alene koncernens brands. Koncernens brands omsættes endvidere igennem eksterne forhandlere – enten deciderede kædeforretninger eller selvstændige butikker.

Kunderne har opbygget en vis loyalitet for koncernens brands, men loyaliteten vurderes som lav. Koncernen sikrer sig igennem en multibrand strategi, men forbrugerne har i sidste ende det afgørende valg – skal man købe et af koncernens brands, et konkurrerende brand eller helt udskyde eller annullere købet.

Det vurderes, at kundernes position over for IC Companys kan give anledning til et pres på den fremtidige indtjening.

Konkurrence fra substituerende produkter

Helt overordnet er truslen fra substituerende produkter lav, idet vi grundlæggende ikke kan undvære tøj.

³⁷ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 45

Set i perspektiv af andre konkurrerende brands kan truslen fra substituerende produkter komme fra såvel brands fra høj- som fra lavprissegmentet, som via ændrede brandstrategier kan true IC Companys produkter.

Truslen fra andre brands kan også vise sig i form af, at koncernens brands opfattes af forbrugerne som umoderne i forhold til konkurrenterne. Der er en risiko for, at koncernen ikke kan reagere tilstrækkelig hurtigt på ændringer i moden osv., som følge af at der går mindst 9 måneder fra design og produktion til produkterne er tilgængelige for forbrugerne.

Intern analyse:

Risikoanalyse

Risikoanalysen er indarbejdet i opgaven for at give et indblik i og en vurdering af de risici, som IC Companys er underlagt. Formålet med at indarbejde risikoanalysen er at vurdere de risici som koncernen er eksponeret for, for derigennem at fremskrivningen af de fremtidige pengestrømme senere i opgaven bliver mere pålidelig.

IC Companys er underlagt en række risici,³⁸ som følge af de aktiviteter som koncernen beskæftiger sig med. Dette indbefatter mange forskellige risici af såvel forretningsmæssig-, teknologisk- og finansiell karakter mv., der alle er naturlige inden for modebranchen.

Ledelsen i IC Companys arbejder systematisk med risikorapportering og risikostyring.³⁹ Ledelsen oplyser, at koncernen arbejder med risikostyring med det formål at begrænse usikkerheden i virksomhedens fremtidige pengestrømme. Ledelsen har udpeget en række nøglerisici, som styres ud fra koncernens erfaringer og kompetencer inden for modebranchen.

Risikodiagram

Risikodiagrammet illustrerer de væsentligste risici, som koncernen er underlagt. Den vandrette akse afspejler sandsynligheden for, at den pågældende identificerede risiko indtræffer. Jo længere ud af akse, desto højere sandsynlighed for at den pågældende risiko indtræffer. Den lodrette akse afspejler væsentligheden af, at den pågældende identificerede risiko indtræffer – med

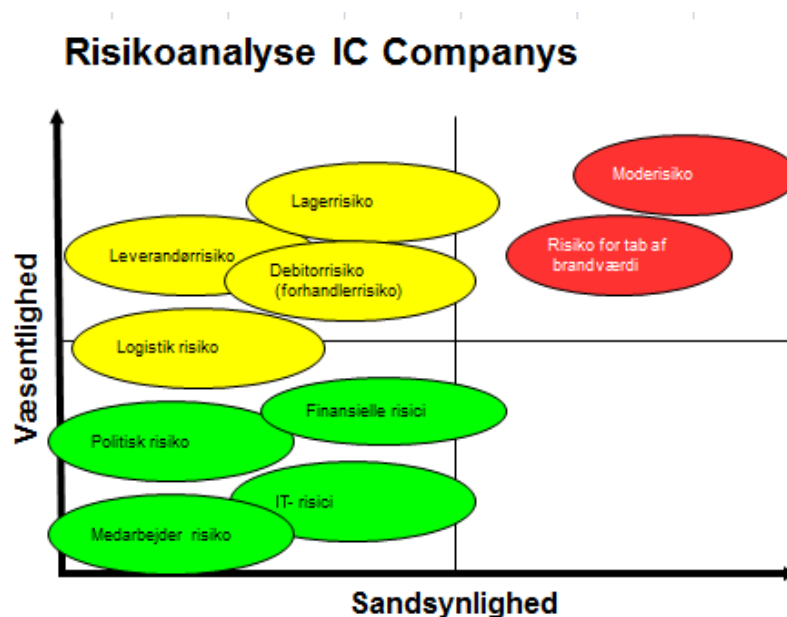
³⁸ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 44-47

³⁹ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 44-47

væsentligheden tænkes her på den økonomiske effekt og konsekvens heraf. Jo højere op ad aksen, desto større økonomisk indvirkning har den pågældende risiko.

Der er i diagrammet afbildet de væsentligste risici koncernen er underlagt, og i det efterfølgende beskrives kort de enkelte risici.

Figur 13: Risikodiagram



Kilde: Egen tilvirkning, IC Company's årsrapport 2011/12

Moderisiko⁴⁰

Samtlige af virksomhedens brands er i udpræget grad modeprægede. Kollektionerne skifter mindst 4 gange årligt, og der er en lang gennemløbstid fra design og produktion, indtil de når forbrugerne. Der er således en risiko for, at produkterne ikke falder i forbrugernes smag. Der ligger en indbygget minimering af risikoen, idet koncernen opererer med mange forskellige brands, der i høj grad er forskellige og henvender sig til forskellige forbrugere.

Leverandørrisiko⁴¹

Virksomheden oplyser, at alle koncernens produkter produceres hos underleverandører. Dette giver i høj grad en fleksibilitet hos koncernen, men samtidig også en afhængighed af

⁴⁰ IC Company's årsrapport 2011/12, side 44

⁴¹ IC Company's årsrapport 2011/12, side 45

underleverandører. Koncernen har politikker, for hvor meget enkeltleverandører må udgøre af den samlede produktion for at reducere afhængigheden af enkeltleverandører. Der arbejdes mod at reducere antallet af leverandører for så at reducere kompleksiteten for koncernens sourcing og for at opnå bedre priser. I al væsentlighed udføres produktionen i Kina og Asien generelt.

Lagerrisiko⁴²

Koncernens lagerrisiko kan opdeles i den risiko, der er knyttet til varelager af færdigvarer samt koncernens forpligtelser til indkøb af materialer til produktion hos underleverandører. Koncernen er naturligvis nødt til at have et vist varelager af færdigvarer inden for de enkelte brands såvel i egne butikker som hos forhandlere, og der er således en risiko for, at disse varer ikke er solgt ved sæsonens udgang. Ledelsen oplyser endvidere, at koncernen som oftest er forpligtet til indkøb af materialet cirka 9 måneder før, varerne kan sælges i butikkerne. Koncernen har ikke risici ved de varer, som er forudbestilt af forhandlerne. Overskydende varepartier forsøges afhændet gennem outlets mv.

Debitorrisiko (forhandlerrisiko)⁴³

Koncernens produkter forhandles igennem mere end 10.000 udsalgssteder. Som følge af denne spredning er risikoen for afhængighed af en forhandler reduceret. Koncernen reducerer endvidere risikoen igennem kreditanalyser samt debitorforsikringer. Det fremgår af selskabets årsrapport, at koncernen historisk alene har realiseret begrænsede tab på tilgodehavender for forhandlere.

Risiko for tab af brand værdi⁴⁴

Som omtalt tidligere har koncernen 11 forskellige brands, som hver især repræsenterer væsentlige immaterielle værdier, der ikke er afspejlet i balancen. Brandværdien er opbygget igennem en længere årrække, men den kontinuerlige udvikling af de enkelte kollektioner og brands medfører en risiko for fejl, der kan erodere det enkelte brands værdi. Negativ omtale i medier, såvel nationalt som internationalt, kan medføre et betydeligt tab af brandværdi. Dette omfatter endvidere den afsmitningseffekt, som anvendelse af underleverandørerne kan have på koncernens brands.

⁴² IC Companys' årsrapport 2011/12, side 45

⁴³ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 45

⁴⁴ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 46

Politik risiko⁴⁵

Koncernens indkøb foretages jf. tidligere i al væsentlighed i Kina og øvrige dele af Asien – markeder som er underlagt en vis politisk risiko. Den politiske risiko kan medføre restriktioner i forhold til eksport af varerne samt risici i forhold til de omkostninger, der er forbundet med produktion og udførsel af varer i de respektive lande.

Finansielle risici⁴⁶

De finansielle risici omfatter både valutarisici og renterisici. Valutarisici er primært relateret til varekøb i USD, eller valuta der er relateret til USD, mens hovedparten af varesalg og øvrige eksterne omkostninger er relateret til de skandinaviske valutaer samt euro. Ledelsen anvender valutaterminsforretninger til reduktion af valutarisici. Renterisici er knyttet til koncernens rentebærende aktiver og forpligtelser. Risici herved reduceres gennem finansielle instrumenter.

IT-risiko⁴⁷

Koncernen er i væsentlig grad afhængig af IT-systemer til den daglige drift i koncernen. Der anvendes den samme IT-plattform på tværs af de enkelte brands.

Logistik risiko⁴⁸

Koncernen agerer med kollektioner med en begrænset levetid. Det er således helt afgørende, at de respektive kollektioner er tilgængelige for forbrugerne på de rigtige tidspunkter. Hvis der derfor ikke er styr på logistikken, er der en risiko for forøgede returneringer og varer, som skal afhændes uden for de primære afsætningskanaler.

Medarbejderrisiko⁴⁹

Det udgør en risiko for koncernen at tiltrække og fastholde dygtige og effektive medarbejdere. Det er afgørende for IC Companys at være en attraktiv arbejdsplads. Det vurderes ikke, at koncernen er afhængig af enkelte nøglemedarbejdere eller særlige teams i virksomheden. Risikoen vurderes på baggrund heraf ikke som en betydelig risiko for koncernen.

⁴⁵ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 46

⁴⁶ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 46

⁴⁷ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 46

⁴⁸ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 47

⁴⁹ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 47

Delkonklusion

Ovenstående risikoanalyse viser de væsentligste risici, koncernen er udsat for. De væsentligste risici er knyttet til moderisikoen og de deraf afledte risici, herunder lagerrisici som følge af fejl disponeringer i forhold til moden, og hvordan forbrugerne tager de enkelte kollektioner til sig. Koncernen har for øvrige risici i væsentlig grad implementeret forbyggende foranstaltninger for at reducere de respektive risici, og disse vurderes således ikke at udgøre en væsentlig effekt, når de fremtidige risici skal vurderes. Koncernen opererer således inden for modebranchen, og de grundlæggende risici der knytter sig til branchen. Denne viden tages bl.a. med i overvejelserne omkring fastlæggelse af diskonteringsfaktor jf. senere i opgaven.

Værdikædeanalyse

Porters værdikædeanalyse er en metode til at identificere interne kompetencer. Virksomhedens aktiviteter bliver delt op i en sekventiel kæde af primære aktiviteter. Aktiviteter så som at indkøbe råvarer, komponenter, fremstille produkter, sælge og levere produktet til kunden, for så efterfølgende at servicere kunden. For at de primære aktiviteter kan udføres, kræves der en række støtteaktiviteter, som nedenstående figur illustrerer.⁵⁰

Figur 14: Værdikæde analyse



Kilde: <http://www.betabox.dk/vaerdikaede.html>

Under de primære aktiviteter er indgående logistik, produktion (outsourcet) og service vurderet som ikke relevante aktiviteter at analysere på, da IC Companys har svært ved at differentiere sig her på i forhold til sine konkurrenter, hvorfor vi har valgt ikke at omtale disse aktiviteter i den

⁵⁰ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 92

videre værdiskabelse for IC Companys. Derimod har IC Companys i høj grad mulighed for at differentiere sig på den udgående logistik, altså deres distribution og marketing og salg samt deres design i forhold til deres konkurrenter.

IC Companys har samlet deres støtteaktiviteter, også kaldet sekundære aktiviteter, i en back-end platform.⁵¹ Her udføres en langt mere effektiv og serviceorienteret struktur med aktiviteter, som logistik, shared service center, produktionsselskaber, HR, IT, corporate finance og juridisk afdeling, hvorved der skabes synergier i koncernen gennem driftsfordele. Alle IC Companys' sekundære aktiviteter kommer derved til at skabe værdi, fordi brands nu kun skal fokusere på det, de er bedst til, deres kernekompetencer, at opbygge et brand og skabe vækst, for så at back-end platformen kan udføre de aktiviteter, den er bedst til. Her er HR en vigtig del af deres back-end platform, da en af HR's opgaver er at kunne tiltrække og fastholde kvalificerede medarbejdere. For at IC Companys' koncernstrategi lykkes, tilstræbes det at skabe en præstationskultur, hvor passionerede og dedikerede medarbejdere kan skabe det afgørende konkurrencemæssige forspring.

SWOT analyse – sammenfatning af den strategiske analyse

Resultaterne af den strategiske analyse er sammenfattet nedenfor i en SWOT analyse. SWOT analysen viser koncernens styrker og svagheder (interne forhold) samt muligheder og trusler (eksterne forhold). SWOT analysen giver et billede af IC Companys strategiske position samt fremtidige udviklingsmuligheder.⁵²

⁵¹ www.iccompanys.dk

⁵² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 116

Figur 15: SWOT analyse

Styrker	Svagheder
• En diversificeret brand portefølje • Samme IT-plattform for alle brands • Outsourceret produktion • Vurderet lav risiko fra substituerende produkter • Nemmere adgang til likviditet qua børsnoteret moderselskab • Ingen afhængighed af enkelte afsætningskanaler eller afhængighed af enkelte markeder	• Fragmenteret branchestruktur • Krævende kundebase • Høj konkurrenceintensitet i branchen • Stor markedssucces i Skandinavien og Europa men begrænset markeds indtrængen uden for EU
Muligheder	Trusler
• Stigende andel af internet handel • Kortere tid mellem design og produktion samt tilgængelighed for forbrugerne • Mærkeloyalitet • Produktion kan sources til nye lande der er billigere og mere effektive end nuværende leverandører • Sanering af antal brands • Udnytte nye markeder	• Lavere mærkeloyalitet • Pres på indtjening som følge af stigende produktionsomkostninger som ikke kan væltes over på forbrugerne • Lavkonjunktur og finansiell krise, herunder såvel en reduktion i markedet for mode som et skift i forbrugeadfærd • Store internationale konkurrenter med endnu større markedsføringsbudgetter • Stigende valutakurser (primært USD) • Konkurrenter fra lavere eller højere prissegmenter søger mod IC Companys • Demografiske ændringer i de markeder hvori koncernen opererer

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i den strategiske analyse

Det vurderes, at en af IC Companys betydelige styrker er, at koncernen har opnået en god og bred profilering af koncernens brands i de respektive målgrupper, og derved er koncernen mindre følsom, end hvis der blev ført en single brand strategi. Den driftsmæssige risiko er endvidere reduceret ved en blanding af brands inden for basisprodukter som modeprodukter. Omvendt er det ressourcekrævende at markedsføre og vedligeholde en bred brand portefølje. Dette argument

har formentlig været afgørende for ledelsen, da denne har valgt at sætte to af koncernens brands til salg.

Koncernen har ingen egenproduktion, hvorved al produktion er outsourcet til underleverandører. Dette reducerer såvel kapitalbinding i produktionsapparat som en høj omstillingsevne. Koncernen er ikke afhængig af enkelte leverandører og har derfor heller ikke en begrænset produktionskapacitet.

Koncernen opererer på forskellige markeder og er ikke afhængig af enkelte markeder eller forhandlere. Koncernens salgsmæssigt største marked er fortsat det skandinaviske marked samt andre lande inden for EU, men koncernen oplever en vækst i de fjerne markeder.

Koncernen er som andre aktører i modebranchen udsat for hastige forandringer i modebranchen, og den fremtidige succes er således i høj grad afhængig af at forudsige forbrugernes adfærd og reaktionsmønstre på de respektive kollektioner. Der er heraf afledt en betydelig varelagerisiko som følge af produktion af kollektioner, som ikke falder i forbrugernes smag. I den forbindelse skal iagttages de ændringer, som løbende sker i forhold til den demografiske ændring, som er undervejs i de markeder, som koncernen er aktiv i. En befolkningssammensætning, som ændrer sig og bliver ældre og ældre stiller store krav til, at koncernen tilpasser kollektioner og brandstrategi i takt med disse demografiske ændringer.

IC Companys er i høj grad påvirket af konjunkturerne i samfundet, og dermed den finansielle krise i verden. En lavkonjunktur, som koncernen befinder sig i på nuværende tidspunkt, gør det svært at drive vækst i koncernens brands. Koncernen er derfor udsat for en lavere forbrugertillid, hvilket på overordnet plan kan reducere markedet for modeprodukter væsentligt, idet forbrugerne er tilbageholdende og nedsætter forbruget af modeprodukter eller udskyder køb. Der er ligeledes en risiko for, at de nuværende kunder, som foretrækker koncernens brands, kan skifte til andre brands og måske endda billigere brands. Konkurrenceintensiteten i modeindustrien forventes skærpet i de kommende år.

Samlet set vurderes det, at koncernen står stærkt rustet mod fremtiden, som følge af koncernens multibrand strategi, og at koncernens backbone er effektiv med en ensartet IT-plattform og en total outsourcet produktion. Den fremtidige succes er afhængig af, hvornår konjunkturerne

vender, og der atter kommer vækst i samfundet og koncernens evne til at ramme plet med de kollektioner, som udgives under alle brands.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er anden fase af værdiansættelsen.

Formålet med regnskabsanalysen er at vurdere IC Companys evne til at skabe afkast og dermed værdi for aktionærene.⁵³ Dette vil gøres ved at fokusere på de finansielle resultater samt udviklingen i de regnskabsmæssige informationer for at identificere finansielle trends og evnen til at skabe finansielle resultater. Resultatet heraf anvendes til grundlag for budgetteringen til værdiansættelsen.

For at kunne budgettere er det nødvendigt at vide, hvad der driver egenkapitalforrentningen, og hvad der driver væksten. Dette vil afdækkes i det følgende, idet der indledningsvis vil foretages analyser af nøgletal i form af rentabilitetsanalyse. Der vil dernæst blive udfærdiget en risikoanalyse af driften, finansieringen og likviditeten. Slutteligt vil der blive udarbejdet en vækstanalyse og i forbindelse hermed en trendanalyse.

Regnskabsanalysen er baseret på IC Companys årsrapporter for perioden 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapporten for 2012/13 inkl. rullende 12 mdr. Regnskabsanalysen udarbejdes på baggrund af koncernregnskabet, der omfatter IC Companys A/S (moderselskabet) og datterselskaber, hvori selskabets stemmerettigheder direkte eller indirekte overstiger 50%, eller selskabet på anden måde har bestemmende indflydelse.

Det er en forudsætning for regnskabsanalysen, at der er kontinuitet i årsrapporterne. Vurderingen, af om årsrapporterne er sammenlignelige, foretages ud fra en analyse af revisionspåtegningerne samt anvendt regnskabspraksis for årsrapporterne. Såfremt det viser sig, at årsrapporterne ikke er sammenlignelige, vil der blive foretaget de fornødne korrektioner, for at de kan anvendes til analysebrug.

⁵³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 18

Revisionspåtegninger

Årsrapporterne for perioden 2008/09 til 2011/12 er alle forsynet med blanke revisionspåtegninger af Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, hvorfor det må antages, at årsrapporterne giver et retvisende billede, og at anvendt regnskabspraksis er overholdt.

Anvendt regnskabspraksis

IC Companys A/S er børstnoteret på den københavnske fondsbørs NASDAQ OMX, og den finansielle rapportering følger derfor de internationale regnskabsstandards International Financial Reporting Standards (IFRS) udstedt af International Accounting Standards Board (IASB) og godkendt af EU. Årsrapporterne aflægges herudover i overensstemmelse med yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børstnoterede selskaber, jf. IFRS bekendtgørelsen udstedt i henhold til årsregnskabsloven.⁵⁴ IC Companys overgik til denne rapportering i regnskabsåret 2005/06⁵⁵, og årsrapporterne er derfor aflagt efter samme rapportering i hele analyseperioden.

IC Companys har i hele analyseperioden implementeret alle de nye og reviderede regnskabsstandards og fortolkningsbidrag, der er godkendt af EU, som har relevans og væsentlig betydning for koncernen. Ingen af disse implementeringer har givet anledning til en ændret regnskabspraksis, hvorfor der ikke skal foretages korrektioner til analyseperiodens årsrapporter. Som følge af den tidligere nævnte revisionspåtegning uden anmærkninger for hele analyseperioden, giver anvendt regnskabspraksis ikke anledning til nærmere gennemgang.

Reformulering af analyseperiodens årsrapporter

For at kunne foretage en rentabilitetsanalyse, der viser egenkapitalens forrentning og således virksomhedens evne til at skabe værdi for aktionærerne, er det nødvendigt at foretage en reformulering af årsrapporterne. I de officielle årsrapporter skelnes der ikke mellem driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter, hvilket er nødvendigt for at kunne identificere virksomhedens værdiskabende aktiviteter. Reformuleringen opdeler altså regnskabsposterne i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, hvorefter regnskabet kan anvendes til en

⁵⁴ IC Companys' årsrapporter 2008/09 til 2011/12, Anvendt regnskabspraksis

⁵⁵ Fondsbørsmeddelelse nr. 31/2005, side 15

rentabilitetsanalyse ud fra den udvidede DuPont-model, der tillige er opdelt i analyse af driftsaktivitet og analyse af finansieringsaktivitet.⁵⁶

Reformuleringen af analyseperiodens årsrapporter opdeles i tre trin:

- Reformulering af egenkapitalopgørelsen
- Reformulering af balancen
- Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Reformulering af egenkapitalopgørelsen sker ved at inddеле transaktionerne med ejerne og periodens totalindkomst. Totalindkomsten består af periodens resultat samt yderligere værdiændringer i forbindelse med balancen, som eksempelvis finansielle instrumenter. Disse ikke-resultatførte værdireguleringer kaldes også for *dirty surplus* poster, eftersom de ikke er indregnet i resultatopgørelsen.⁵⁷

I analyseperiodens årsrapporter forekommer der 3 dirty surplus poster: valutakursreguleringer af datterselskaber og intercompany lån, værdiregulering af afledte finansielle instrumenter samt skat af egenkapitalposter.

Den reformulerede egenkapitalopgørelse fremgår af bilag 1.

Reformulering af balance

Reformulering af balancen til analyseformål sker ved at reklassificere aktiver og passiver mellem driftsaktivitet og finansiell aktivitet samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser.⁵⁸ I de officielle årsrapporter opdeles aktiver og forpligtelser efter likviditet og forfald for at afdække kreditorernes informationsbehov.

Efter reformulering af balancen vil det være muligt at beregne nøgletal, der måler resultatet af virksomhedens aktiviteter.

Den reformulerede balance fremgår af bilag 2.

⁵⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 253

⁵⁷ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 155

⁵⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 178

Driftsaktiver

Under driftsaktiverne i den reformulerede balance er klassificeret de aktiver, som vedrører IC Companys drift. Eksempelvis er *Tilgodehavender fra salg af varer og tjenesteydelser* et driftsaktiv, fordi det er afledt af en driftsaktivitet, nemlig salg af varer og tjenesteydelser på kredit.⁵⁹ Alle aktivposter på nær en del af den likvide beholdning er vurderet som værende driftsaktiver. Den likvide beholdning er opdelt i hhv. driftslikviditet og likvide beholdninger, som værende et finansielt aktiv. Driftslikviditeten ses som en nødvendig buffer, for at kunne betale kreditorer efterhånden som de forfalder.⁶⁰ Driftslikviditeten er skønnet til 1 % af nettoomsætningen. Andre tilgodehavender vedrører blandt andet merværdiafgift og kreditkort tilgodehavender. Periodeafgrænsningsposter vedrører blandt andet kollektionsprøver og husleje. Posterne vedrører driften og klassificeres således som driftsaktiver.

Driftsforpligtelser

Under driftsforpligtelser er klassificeret de forpligtelser, som vedrører IC Companys drift. Eksempelvis er *Leverandørgæld* en driftsforpligtelse, idet den opstår fra køb af varer på kredit til brug i produktionen.⁶¹ Alle forpligtelser på nær gæld til kreditinstitutter er klassificeret som driftsforpligtelser i den reformulerede balance. Andre hensatte forpligtelser består primært af hensættelse til tabsgivende kontrakter som vedrører driften, og derfor er klassificeret som en driftsforpligtelse.

Netto finansielle forpligtelser

De finansielle forpligtelser opstår som led i IC Companys finansieringsaktiviteter for at finansiere driften, og består af den kort- og langfristede gæld til kreditinstitutter. De finansielle aktiver udgør den resterende likvide beholdning, der overstiger 1 % af nettoomsætningen. De finansielle aktiver absorberer den overskydende driftslikviditet frem til det tidspunkt, hvor de anvendes til investering i driftsaktiver, udbetales til ejere eller anvendes til førtidig gældsafvikling.⁶²

⁵⁹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 180

⁶⁰ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 183

⁶¹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 180

⁶² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 180

Reformulering af resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen rapporterer det overskud, som netto driftsaktiver og netto finansielle forpligtelser har skabt. Reformulering af resultatopgørelsen til analyseformål sker ved at inddrage poster vedrørende drift fra salg, anden drift og finansiering. Hertil inkluderes ikke-resultatførte poster (*dirty surplus* poster) fra egenkapitalopgørelsen. På denne måde skabes en opgørelse på totalindkomstbasis af drift og finansiering, og det er således muligt at beregne nøgletal, der måler resultatet af virksomhedens primære aktiviteter.⁶³

Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af bilag 3.

Driftsoverskud fra salg

Driftsoverskuddet fra salg omfatter IC Companys primære værdiskabende aktiviteter. Da overskuddet fra IC Companys drift har skattekonskvenser, allokeres en forholdsmæssig del hertil for at få overskuddet 'efter-skat'.⁶⁴

Andet driftsoverskud

Andet driftsoverskud omfatter IC Companys sekundære værdiskabende aktiviteter og indeholder i øvrigt *dirty surplus* poster fra egenkapitalen, der i reformuleringen betegnes som *Særlige poster*. For udredning af *dirty surplus* poster henvises til reformulering af egenkapitalopgørelsen. Hertil allokeres ligeledes en forholdsmæssig del af skatten.

Netto finansielle omkostninger

IC Companys netto finansielle omkostninger vedrører finansielle indtægter og omkostninger, herunder renteindtægter og -omkostninger, realiseret gevinst og tab på afledte finansielle instrumenter samt valutakursgevinst og -tab samt slutteligt allokering af forholdsmæssig skat. Disse transaktioner er ikke værdiskabende for IC Companys.

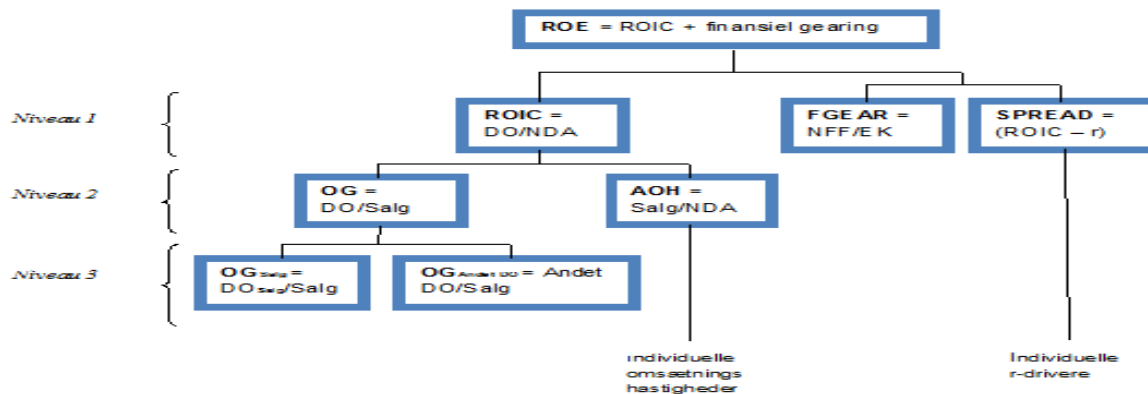
Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen foretages med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, jf. nedenfor:

⁶³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 196

⁶⁴ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 198

Figur 16: Udvidet DuPontmodel



Kilde: Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 255

Rentabilitetsanalysen anvendes til at analysere, hvad der driver egenkapitalforrentningen (ROE, Return On Equity). Den udvidede DuPont-model er bygget op således, at der tages udgangspunkt i ROE. Herefter deles modellen i to for at analysere de underliggende finansielle værdidrivere, der dernæst er opdelt i tre niveauer. Venstre del af modellen analyserer driftsaktiviteten, mens højre side af modellen analyserer finansieringsaktiviteten.⁶⁵ Rentabilitetsanalysen vil blive gennemgået systematisk på baggrund af den udvidede DuPont-models opbygning.

Da modellen analyserer virksomhedens driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, skal nøgletallene beregnes ud fra de reformulerede opgørelser.

På baggrund af den reformulerede resultatopgørelse og balance er følgende nøgletal beregnet til brug for analysen:

⁶⁵ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 255

Figur 17: Nøgletaloversigt

Nøgletal Udvidet DuPont (Beregnet)	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
ROE, egenkapitalforrentning	19,36%	31,63%	30,18%	12,33%	9,57%
ROE, egenkapitalforrentning før minoritetsinteresser	20,22%	31,82%	30,62%	12,40%	9,75%
Driftsmæssig gearing					
ROIC, afkastningsgrad	10,27%	23,62%	21,79%	9,27%	7,94%
OG, overskudsgrad	3,06%	6,93%	6,07%	2,71%	2,32%
AOH, aktiveres omsætningshastighed	3,36	3,41	3,59	3,42	3,43
Finansiell gearing	9,95%	8,21%	8,83%	3,14%	1,81%
FGEAR	1,12	0,37	0,47	0,34	0,26
r, NFO/NFF	1,37%	1,59%	3,06%	0,17%	0,97%
SPREAD	8,90%	22,03%	18,73%	9,10%	6,97%

Kilde: Egen tilvirkning

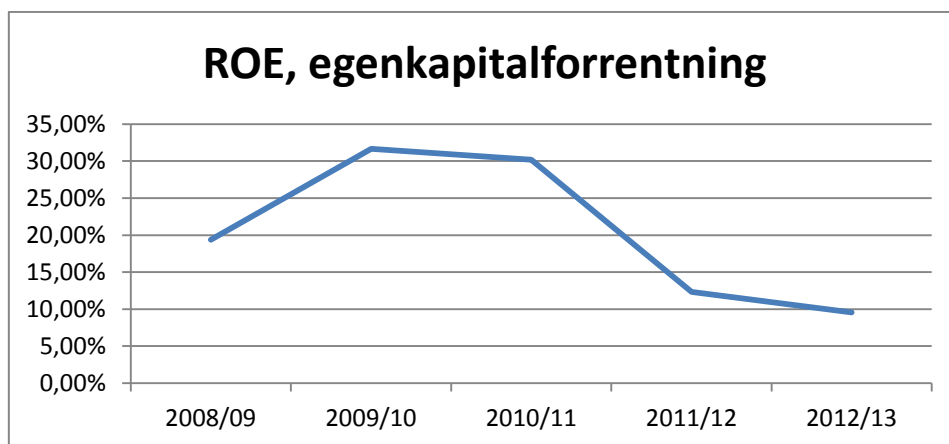
Egenkapitalforrentning⁶⁶

Traditionel beregning: $ROE = ROIC + [FGEAR \cdot (ROIC - r)]$

Da der er minoriteter på balancen, kræver dette en mindre omskrivning af beregningen af effekten af finansiell gearing, således at beregningen er som følgende:

$$ROE = \left[ROIC + \left(\frac{NFF}{EK+MIN} \right) \cdot (ROIC - r) \right] \cdot MIA, \text{ hvor } MIA = \frac{\text{Totalindkomst til moderselskabets aktionærer}}{\text{EK}/(\text{EK} + \text{MIN})}$$

Figur 18: Egenkapitalforrentning



Kilde: Egen tilvirkning

⁶⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 256

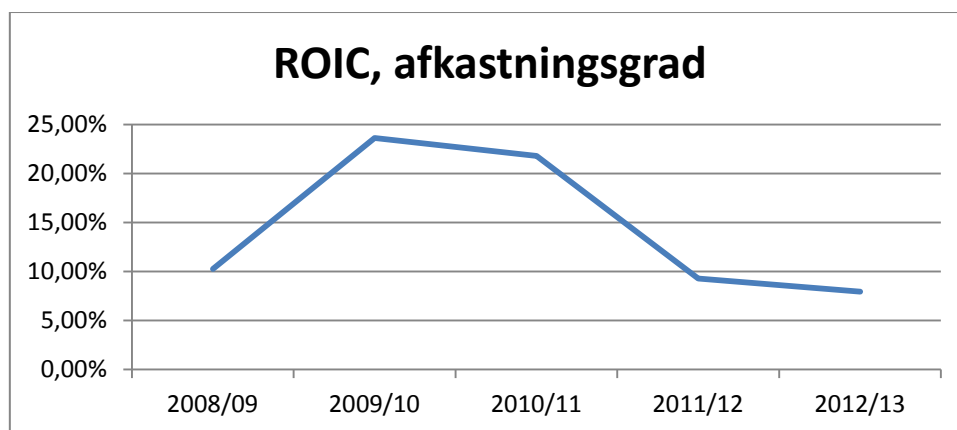
Egenkapitalforrentningen er udgangspunktet for rentabilitetsanalysen af IC Companys ved brug af den udvidede DuPont-model. Egenkapitalforrentningen påvirkes både af driftsaktiviteterne og finansieringsaktiviteterne. Disse analyseres nærmere i det følgende.

Tendensen i egenkapitalforrentningen er fluktuerende, men generelt faldende i analyseperioden. Opsvinget for år 2009/10 og 2010/11 skyldes øget driftsoverskud fra salg efter skat. Det er valgt at operere med netop denne regnskabspost og ikke *Samlet driftsoverskud efter skat*, da *dirty surplus* posterne vil tilføre for meget støj til analysen. I år 2009/10 og 2010/11 formåede IC Companys at holde omkostningsbasen på 92 % af nettoomsætningen, mens omkostningsbasen i resterende tre år ligger på 96-97 % af nettoomsætningen. Faldet i egenkapitalforrentningen skyldes det ændrede forhold mellem egenkapitalen og fremmedkapital, der er faldet fra 1,12 til 0,26 i analyse perioden med en kombination af stigende egenkapital og faldende netto finansielle forpligtelser, og dermed udtryk for den konsolidering der er foretaget i koncernen.

Driftsaktiviteter⁶⁷

Afkast på nettodriftsaktiver, $ROIC = \frac{DO}{NDA}$

Figur 19: Afkastningsgrad



Kilde: Egen tilvirkning

Afkast på nettodriftsaktiver (ROIC, Return On Invested Capital) er første niveau i analysen af IC Companys driftsaktiviteter. Dette nøgletal indikerer, hvordan IC Companys formår at levere driftsresultat på baggrund af de investerede midler i driftsaktiver. Nøgletallet påvirkes positivt ved

⁶⁷ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 256

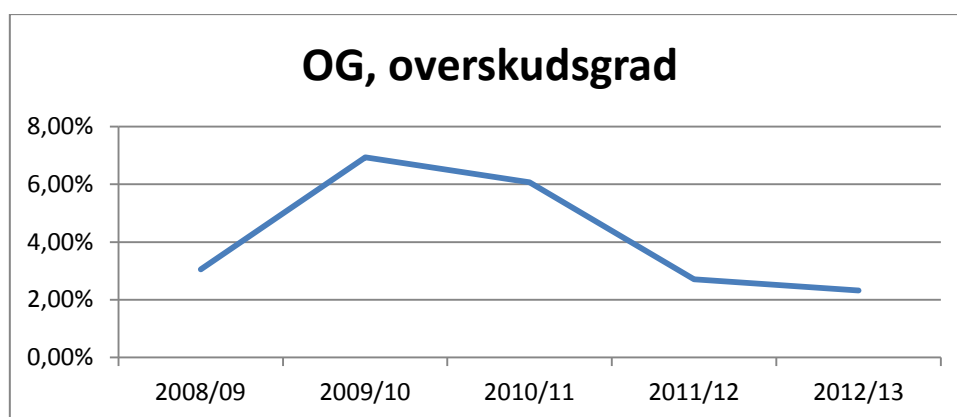
stigende driftsresultat og uændrede driftsaktiver eller ved mindre investeret kapital og uændret driftsresultat.

Tendensen i ROIC er stort set uændret over den 5-årige periode, dog med udsving i år 2009/10 og 2010/11, hvilket primært kan henføres til det øgede driftsoverskud som nævnt under analysen af egenkapitalforrentningen. Undersøges den anden faktor nettodriftsaktiver, forbliver disse stort set uændret i hele analyseperioden. Sættes år 2008/09 til indeks 100, fluktuerer år 2010/11, 2011/12 og 2012/13 mellem indeks 101 og 103, mens år 2009/10 er i indeks 95.

Som tidligere nævnt påvirkes ROIC af to underliggende værdidrivere, nemlig overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, som er andet niveau i analysen af driftsaktiviteterne.

$$\text{Overskudsgrad, OG} = \frac{\text{DO}}{\text{Salg}}$$

Figur 20: Overskudsgrad



Kilde: Egen tilvirkning

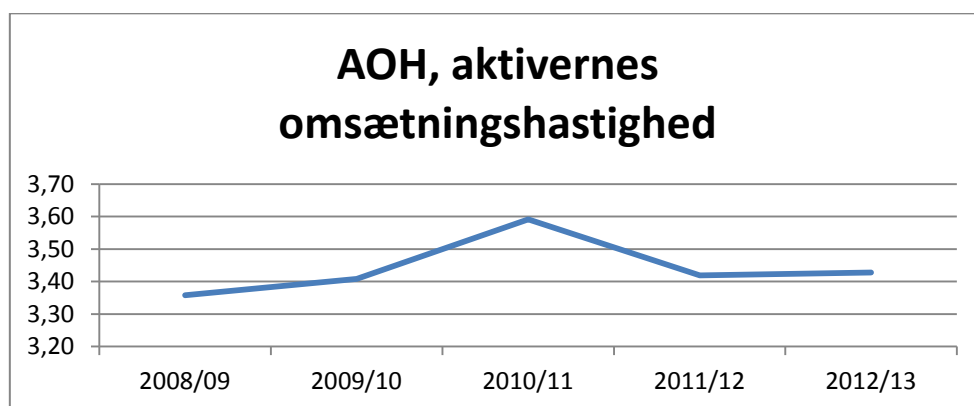
ROIC's første værdidriver er overskudsgraden, der viser IC Companys evne til at skabe driftsresultat på baggrund af omsætningen.

Tendensen i overskudsgraden er ligesom i ROIC stort set uændret, dog med opsving i år 2009/10 og 2010/11. Opsvinget skyldes øget driftsoverskud. I år 2009/10 og 2010/11 formåede IC Companys at holde omkostningsbasen på 92 % af nettoomsætningen, mens omkostningsbasen i resterende 3 år ligger på 96-97 % af nettoomsætningen. Omkostningerne er cirka på niveau i hele analyseperioden (3.600 mio.kr.) dog med et udsving i år 2009/10, hvor omkostningerne lå ca. 400

t.kr. under resterende periode primært grundet fald i andre eksterne omkostninger og vareforbrug.

Aktivernes omsætningshastighed, $AOH = \frac{\text{Salg}}{\text{NDA}}$

Figur 21: Aktivernes omsætningshastighed



Kilde: Egen tilvirkning

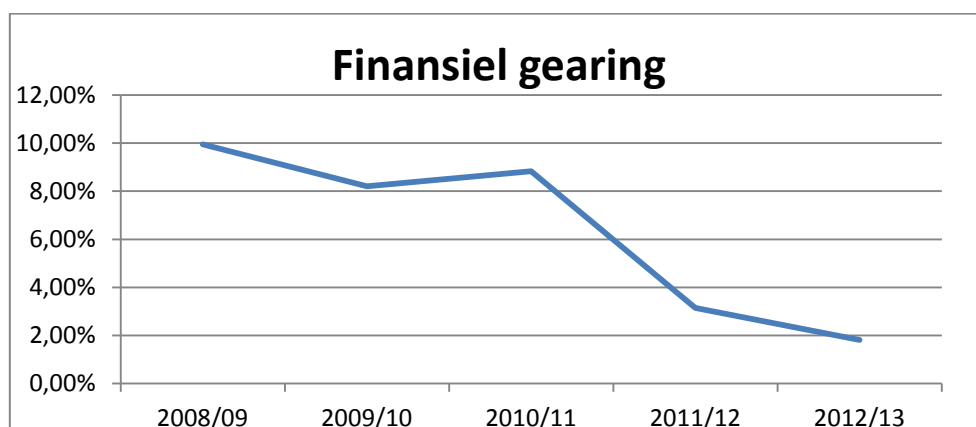
ROIC's anden værdidriver er aktivernes omsætningshastighed. Dette nøgletal indikerer, hvor stor en del af IC Companys' omsætning der udgøres af dets nettodriftsaktiver, og dermed hvor mange gange driftsaktiverne omsættes pr. år.

Tendensen i nøgletallet er, at det er svagt stigende i analyseperioden, dog med udsving i år 2010/11 grundet den historisk store omsætning. Sættes år 2008/09 til indeks 100, fluktuerer nettoomsætningen mellem indeks 104 og 108 i år 2010/11, 2011/12 og 2012/13, mens år 2009/10 var nede i indeks 97. Tilsvarende fluktuerer nettodriftsaktiver mellem indeks 101 og 103 i år 2010/11, 2011/12 og 2012/13, mens år 2009/10 var nede i indeks 95.

Finansieringsaktiviteter⁶⁸

Finansiell gearing = FGEAR · SPREAD

Figur 22: Finansiell gearing



Kilde: Egen tilvirkning

Finansieringsaktiviteten er den anden faktor, der påvirker egenkapitalforrentningen.

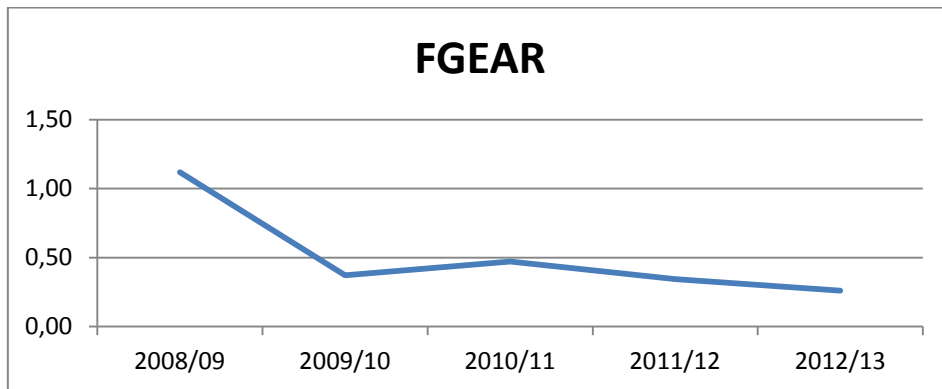
Finansieringsaktiviteten påvirkes af den finansielle gearing, der udtrykker, hvordan IC Companys har valgt at finansiere driftsaktiverne med henholdsvis egenkapital og fremmedkapital.

Tendensen i den finansielle gearing er stødt faldende i analyseperioden, dog med udsving i år 2010/11. Udviklingen skyldes ændringen af forholdet mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen, der falder fra 1,12 til 0,26 i analyseperioden, hvilket er en kombination af stigende egenkapital og faldende netto finansielle forpligtelser.

$$\text{Gearing (FGEAR)} = \frac{\text{NFF}}{\text{EK}}$$

⁶⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 256

Figur 23: FGEAR



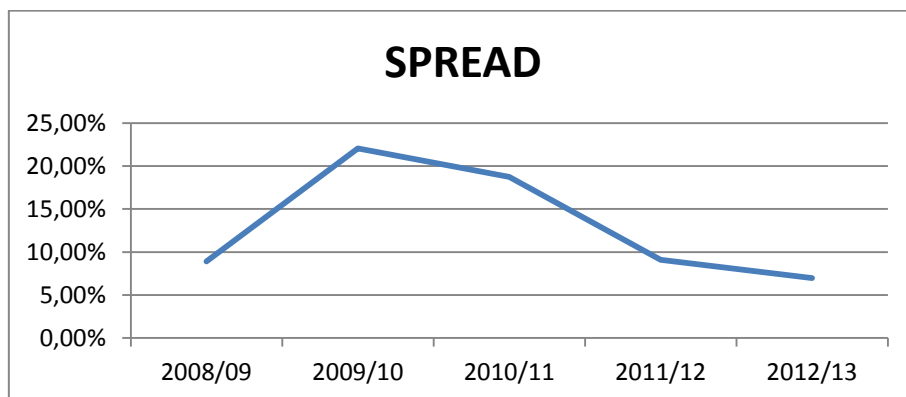
Kilde: Egen tilvirkning

Gearingen udtrykker, i hvor høj grad IC Companys er gældsat og måler forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapitalen.

Forholdet i analyseperioden er faldet signifikant, hvilket primært kan henføres til egenkapitalen, der er steget med hele 70 % fra år 2008/09 til 2012/13. Endvidere er den kortfristede gæld regressiv i analyseperioden. Grafen viser, at for hver krone IC Companys investerer af egenkapital, lånes der 26 øre i fremmedkapital.

$$\text{SPREAD} = \text{ROIC} - r$$

FIGUR 24: SPREAD



Kilde: Egen tilvirkning

SPREAD måler IC Companys afkast på nettodriftsaktiver (ROIC), fratrullet forholdet mellem virksomhedens netto finansielle omkostninger og netto finansielle forpligtelser. SPREAD viser altså omkostningen ved at låne penge kontra IC Companys evne til at skabe afkast af den investerede

kapital. Såfremt SPREAD er positiv vil investorerne tjene penge ved at geare investeringen, da IC Companys kan investere penge i driftsaktiver og få et afkast højere end låneomkostningen.

SPREAD er i analyseperioden stort set uændret, dog med udsving i årene 2009/10 og 2010/11. Udsvinget skyldes det øgede driftsoverskud, som nævnt i analysen af egenkapitalforrentningen. r fluktuerer i analyseperioden mellem 0,17 % og 3,06 %.

Risikoanalyse

En værdiansættelse indebærer både risiko og forventet afkast. Risikoen ved en given investering er bestemmende for investorernes afkastkrav. Investorernes afkastkrav vil være stigende, jo højere risiko der er ved investeringen. Formålet med risikoanalysen er således at danne en forventning om, hvilke finansielle risici der kan have en indvirkning på IC Companys værdi.

Risici er baseret dels på driftsmæssige- og dels på finansielle risici. Den driftsmæssige risiko er den samlede risiko for drifts- og investeringsaktiviteterne, mens den finansielle risiko vedrører finansieringsaktiviteten, der bestemmer den finansielle gearing. De to former for risici vil blive analyseret i det følgende afsnit.

Driftsmæssig risiko⁶⁹

En analyse af den driftsmæssige risiko skal klarlægge IC Companys omkostningsstruktur for at estimere, hvorledes en ændring i omsætningen vil påvirke indtjeningen. Det vurderes altså, hvor god IC Companys evne er til at tilpasse sig omkostningerne. De nuværende markedsforhold gør det derfor meget aktuelt at klarlægge, hvor hårdt IC Companys vil blive ramt af eksempelvis faldende efterspørgsel eller faldende dækningsgrader.

Denne form for risiko knytter sig til den venstre side af den udvidede DuPont-model,⁷⁰ da det vedrører virksomhedens drift.

Varebeholdninger udgør lidt over en fjerdedel af koncernens samlede driftsaktiver pr. 30. juni 2012. Samtlige af koncernens brands har et højt modeindhold, og da kollektionerne skifter minimum 4 gange årligt og har en lang gennemløbstid fra design til faktisk salg, er der risiko for, at tøjet ikke falder i forbrugerens smag. Denne risiko kan således henføres til den lagerrisiko, der

⁶⁹ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 45-47

⁷⁰ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 255

opstår, idet der sker salg via egne butikker, samt den nødvendighed der er i lager- og suppleringsprodukter til forhandlere. Der er således risiko for, at tøj forbliver usolgt ved sæsonens udgang. Følgende risici er nærmere gennemgået i den strategiske analyses risikoanalyse, hvoraf det ses, at moderisikoen er af både stor væsentlighed og stor sandsynlighed, ligesom lagerrisikoen har stor væsentlighed, men er knap så sandsynlig. Den driftsmæssige risiko på dette område vurderes derfor for værende høj.

Materielle anlæg udgør en sjettedel af koncernens driftsaktiver pr. 30. juni 2012 og består primært af grunde og bygninger, som kan være svære at regulere i takt med efterspørgslen. Den driftsmæssige risiko på dette område vurderes derfor for værende høj.

Den driftsmæssige risiko er som tidligere nævnt også påvirket af efterspørgslen. IC Companys multibrandstrategi fungerer som en naturlig risikospredning, idet hvert brand følger hver sin strategi, og et fald i efterspørgslen på et brand ikke nødvendigvis vil betyde et fald i efterspørgslen på et andet. På den måde vil et fald i efterspørgslen ikke ramme lige så hårdt, som hvis der blev satset på færre eller kun ét brand.

Yderligere driftsmæssige risici er analyseret i den strategiske analyses risikoanalyse.

Af ovenstående gennemgang vurderes det, at IC Companys driftsmæssige risiko er højere end middel, da en stor del af omkostningerne udgøres af faste omkostninger. Det betyder, at IC Companys på kort sigt vil have stort udbytte ud af en stigende efterspørgsel, mens et fald i efterspørgslen vil ramme hårdt, da virksomheden ikke i samme grad kan nedbringe omkostningerne og på den måde forøge overskudsgraden.

Finansiell risiko⁷¹

En analyse af den finansielle risiko belyser IC Companys finansielle poster og den finansielle gearing. Denne analyse henvender sig derfor til den højre side af den udvidede DuPont-model.⁷²

Valutarisiko

IC Companys er som nævnt i den strategiske analyses risikomodel udsat for valutarisiko, idet en væsentlig del af deres transaktioner sker i fremmed valuta. Koncernen reducerer denne risiko ved

⁷¹ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 45-47 og 79

⁷² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 255

hjælp af finansielle instrumenter i form af valutaterminskontrakter. Som udgangspunkt kurssikres alle væsentlige transaktionsmæssige risici løbende for en 15 måneders periode. Valutarisikoen vurderes for værende lav, da kurssikringen afdækker en løbende periode på 15 måneder, og derved er en kendt faktor.

Renterisiko

Renterisici er ligeledes nævnt i den strategiske analyses risikomodel og er knyttet til koncernens rentebærende aktiver og forpligtelser. Koncernens renterisici overvåges løbende af koncernens treasury afdeling i overensstemmelse med koncernens politikker.

Det lave renteniveau, samt udsigterne til at dette ikke vil stige foreløbigt, gør, at renterisikoen vurderes for værende lav.

Likviditetsrisiko

Figur 25: Pengestrømsanalyse

Pengestrømsanalyse (mio.kr)	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13*
Pengestrøm af primær drift	416,6	492,0	235,2	295,8	327,8
Pengestrøm fra driftsaktivitet	335,1	424,4	179,7	258,4	273,0
Pengestrøm fra investeringsaktivitet	(135,8)	(122,5)	(103,2)	(108,2)	(99,3)
Frie pengestrømme	199,3	301,9	76,5	150,2	173,7
Pengestrøm fra finansieringsaktivitet	(83,0)	(44,3)	(142,8)	(86,7)	(33,7)
Årets nettopengestrøm	116,3	257,6	(66,3)	63,5	140,0
Likvide beholdninger primo	(471,0)	(365,1)	(103,4)	(170,9)	(108,1)
Urealiseret valutakursgevinst/tab på likvide beholdninger	-10,4	4,1	(1,2)	(0,7)	-
Årets nettopengestrøm	116,3	257,6	(66,3)	63,5	140,0
Likvide beholdninger ultimo	(365,1)	(103,4)	(170,9)	(108,1)	31,9
*Rullende 12 mdr					

Kilde: IC Companys' årsrapporter 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13

IC Companys har i hele analyseperioden haft positive frie pengestrømme. Pengestrømme fra driftsaktivitet og finansieringsaktivitet er fluktuerende, mens der ses en stabil trend for investeringsaktiviteten. De frie pengestrømme i hele perioden sikrer, at IC Companys i løbet af år 2012/13 vil begynde at akkumulere overskudslikviditet.

For at opretholde størst mulig fleksibilitet fremover er det ledelsens målsætning at nedbringe nettobankgælden til DKK 0. Nettobankgælden er pr. 30. juni 2012 248 mio.kr. Ledelsen har endvidere besluttet, at den nettorentebærende gæld inklusive koncernens leasingforpligtelser fremover maksimalt må udgøre 3 gange EBITDA, såfremt det er nødvendigt.⁷³

IC Companys' kapitalstruktur er kendetegnet ved en høj egenkapitalandel, som taler godt for IC Companys likviditet. IC Companys har endvidere en udbyttepolitik, hvor ledelsen hvert år indstiller til den ordinære generalforsamling, at 30 % af årets resultat udloddes til aktionærerne i form af udbytte.⁷⁴ Der er i gennemsnit i den sidste 5-årige periode udbetalt 26,5 % af årets resultat i udbytte.

Samlet set vurderes IC Companys finansielle risiko for værende lav, da det finansielle beredskab forventes forbedret, hvilket understøttes af trenden. Renten er ligeledes lav, og de vanskelige økonomiske markedsforskeligheder lader til at fortsætte, hvilke presser renten i bund. Slutteligt anvender IC Companys finansielle instrumenter til at reducere de finansielle risici.

Vækstanalyse

En analyse af den historiske og nuværende vækst er udgangspunktet for at budgettere den fremtidige vækst.

Der skelnes mellem to former af overskud:

1. Permanente overskud
2. Transitoriske overskud

Permanente overskud danner grundlaget for vækst og er derfor en god indikator for virksomhedens langsigtede indtjeningsevne. Transitoriske overskud er derimod overskud, som ikke forventes i fremtiden eller overskud, der kan være vanskelige at estimere.⁷⁵ For at foretage en så realistisk budgettering som muligt, er det derfor en nødvendighed at udskille de transitoriske overskud fra de permanente overskud.

⁷³ IC Companys' årsrapport 2011/12, side 4

⁷⁴ www.iccompanys.dk

⁷⁵ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 283

I reformuleringen af resultatopgørelsen er de permanente overskud adskilt fra de transitoriske overskud. De permanente poster er poster, som omsætning, produktionsomkostninger og personaleomkostninger og udgør samlet *Driftsoverskud fra salg*. De transitoriske poster udgør samlet *Andet driftsoverskud* og udgøres af poster, som fortjeneste og tab ved salg af butikker samt *dirty surplus* poster i form af finansielle instrumenter. Alle disse poster er vanskelige at estimere.

For at kunne vurdere en virksomheds performance behøver en analytiker relevante benchmarks.

Benchmarks skabes med reference til andre virksomheder eller til virksomhedens egen fortid.

Reference til andre virksomheder er foretaget i værdiansættelsen jf. den multiple analyse.

Sammenligning af virksomheden over tid benævnes *tidsserieanalyser* og sker ved *trendanalyser*.⁷⁶

Trendanalyse

En trendanalyse giver et billede af, hvordan udvalgte regnskabsposter har udviklet sig over tid i forhold til et basisår⁷⁷. Analyseperioden er fastsat til 5 år (halvårsrapporten 2012/13 inkl. rullende 12 mdr.), da det vurderes tilstrækkeligt til opgavens formål. Trendanalysen er foretaget på baggrund af nettoomsætningen fordelt pr. segment, da de enkelte segmenters udvikling er relevant til den senere budgettering.

⁷⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 207

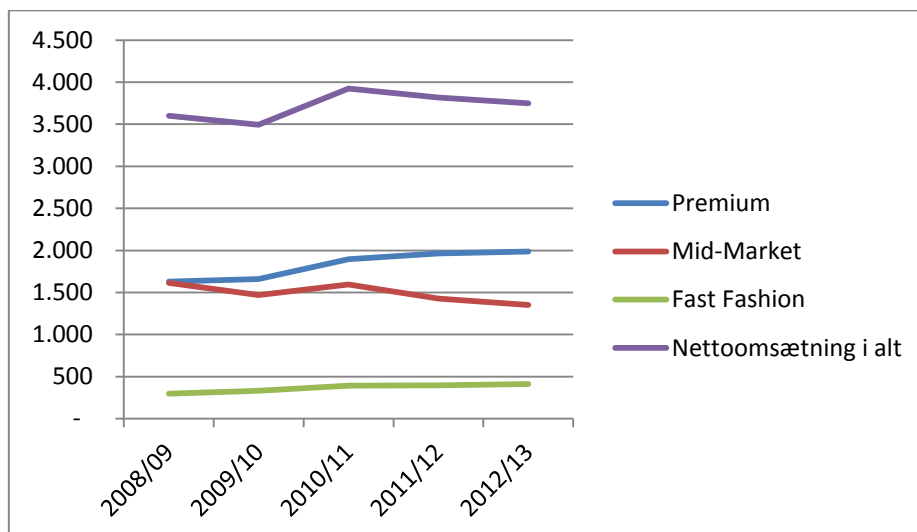
⁷⁷ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 281

Figur 26: Trendanalyse

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
(mio.kr.)					
Premium	1.631	1.661	1.895	1.963	1.988
Tiger of Sweden	435	476	563	633	-
By Malene Birger	179	196	264	272	-
Peak Performance	941	915	977	971	-
Designers Remix	76	74	91	87	-
Mid-Market	1.613	1.468	1.594	1.426	1.350
InWear	413	359	404	370	-
Matinique	277	260	289	280	-
Part Two	243	254	272	249	-
Jackpot	413	398	426	362	-
Cottonfield	267	197	203	165	-
Fast Fashion	296	331	394	395	413
Saint Tropez	179	244	320	305	-
Soaked in Luxury	117	87	74	90	-
<i>Fremmede brands</i>	<i>61</i>	<i>35</i>	<i>42</i>	<i>35</i>	<i>-</i>
Nettoomsætning i alt	3.601	3.495	3.925	3.819	3.750
<i>Note: Omsætning pr. segment for 2012/13 er udregnet pba. nettoomsætning rullende 12 mdr. delt med oplyste fordelingstal jf. halvårsrapport 2012/13.</i>					

Kilde: Egen tilvirkning, IC Companys' årsrapporter 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13

Figur 27: Nettoomsætning fordelt pr. segment



Kilde: Egen tilvirkning

Premium segmentet

Nettoomsætningen for Premium segmentet er generelt steget med 22 % i analyseperioden. Stigningen fremkommer af Tiger of Sweden og By Malene Birger, der begge har vækstet hele perioden igennem. Peak Performance og Designers Remix er begge ligeledes steget i analyseperioden, dog med mindre tilbagegang i både 2009/10 og 2011/12. Trenden i segmentet understøttes af ledelsens ambition om at udvikle IC Companys til en koncern, hvor størstedelen af omsætningen kommer fra brands i Premium segmentet.

Mid Market segmentet

Nettoomsætningen for Mid Market segmentet er stødt faldende hele analyseperioden, dog på nær en lille stigning i 2010/11. Faldet kan ikke henføres til et bestemt brand, da alle brands fluktuerer meget i perioden. IC Companys vedtog i 2011 en ny porteføljestrategi på baggrund af analyser, der blandt andet viste, at Mid Market ikke genererede vækst. IC Companys forsøger derfor at søge væk fra Mid Market og lægge fokus i Premium segmentet. Dette understøttes af beslutningen om at frasælge Jackpot og Cottonfield, der blev offentliggjort i forbindelse med offentliggørelsen af halvårsrapporten for 2012/13.

Nettoomsætningen for Fast Fashion segmentet er stødt stigende i hele analyseperioden. Dette skyldes dog primært Saint Tropez, der vækster i alle år på nær 2011/12. Omsætningen i Fast Fashion segmentet udgør dog kun 11 % af den samlede forventede omsætning for 2012/13, hvorfor fokus fremadrettet lægges på Premium segmentet, som tidligere nævnt.

Delkonklusion regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen viser, at IC Companys i analyseperioden har forværret en række nøgletal, der er forbundet med vurderingen af rentabiliteten. En dekomponering af egenkapitalens forrentning viser, at forværringen primært skyldes udviklingen i kapitalstrukturen, der viser en egenkapital, der pr. 31. december 2012 er næsten 4 gange større end fremmedkapitalen (netto finansielle forpligtelser).

Risikoanalysen viser en høj driftsmæssig risiko grundet den moderisiko, hvortil lagerrisikoen også tilknytted. Den finansielle risiko er lav, grundet IC Companys brug af sikringsinstrumenter, kapitalstrukturen samt de frie pengestrømme, der er generet i hele analyseperioden.

Vækstanalysen herunder trendanalysen viser vækst i omsætningen i premium- og fast fashion segmentet, mens omsætningen i mid market segmentet er faldende.

Budgettering

Budgetteringen er tredje fase af værdiansættelsen.

For at kunne foretage en værdiansættelse af IC Companys skal den fremtidige værdiskabelse skønnes ud fra drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteterne, således at der kan udarbejdes et proforma-regnskab.⁷⁸ Estimatet foretages på baggrund af en kombination af regnskabsanalysen af de historiske nøgletal og de forventninger til fremtiden, som den strategiske analyse har belyst. Herudover vil ledelsens forventninger til fremtiden blive inkluderet. Budgetteringen vil blive foretaget ud fra en sandsynlighedsbetragtning på baggrund af de udarbejdede analyser.

Fastlæggelse af budgetperiode

Budgethorisontens længde er en væsentlig faktor. Teoretisk set baseres DCF modellen på tilbagediskontering af uendelige pengestrømme, dog er dette ikke realistisk i praksis. I stedet bør budgetperioden dække indeværende regnskabsår samt en periode frem til det tidspunkt, hvor det ikke længere er muligt at udarbejde et bedre forecast end den forudsætning, at alle poster i budgettet følger samme vækstrate som væksten i salget. Længden af budgetperioden afhænger derfor af, hvor lang tid ud i fremtiden man med rimelighed kan forudsige variationer i de underliggende variabler, før de når *steady state*. Perioden skal dog være tilstrækkelig lang for at sikre, at enhver overnormal salgsvækst og overnormale overskud forsvinder.⁷⁹

Budgetperioden fastlægges i en eksplicit budgetperiode og en terminal periode.

Eksplicit budgetperiode

Den samlede budgetperiode er fastsat til 5 år, hvorfor den eksplicitte budgetperiode er fastsat til år 2012/13 til 2016/17. IC Companys befinder sig i en moden branche, der har eksisteret i mange år og kun har relativt lave vækstrater. Herudover kan den overvejende hovedpart af de brands, som IC Companys sælger ligeledes betegnes som forholdsvis modne, da størstedelen af brandene for længst er veletablerede. Den strategiske analyse lagde ej heller op til ekspansionsplaner, der evt. ville kræve en længere budgetperiode grundet overnormal salgsvækst eller –profit. En

⁷⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 313

⁷⁹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 315-316

budgetperiode på 5 år vil gøre det muligt at inddrage alle identificerede forhold fra analyserne, mens en budgetperiode, der strækker sig over en længere årrække, ikke længere med rimelighed kan forecastes bedre frem for en forudsætning om en konstant vækstrate.

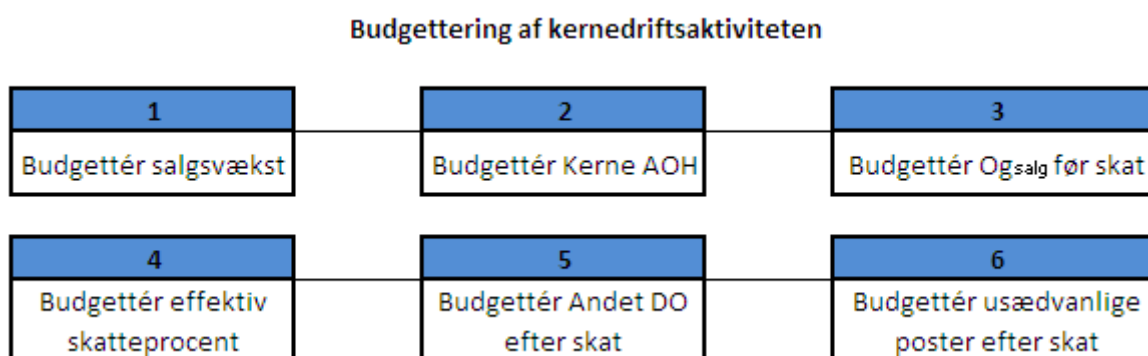
Terminalperioden

Terminalperioden starter, når den eksplicitte periode slutter. Terminalperioden dækker således år 2017/18 og fremefter. Det er en forudsætning, at den eksplicitte budgetperiode har opnået *steady state* vækstrater, ellers vil terminalværdien have for stor effekt på den samlede værdi. Væksten i terminalperioden er fastsat til 2 %, da det anses for værende bedste bud på en langsigtet inflationsforventning, idet Europæiske Central Bank såvel som Den Amerikanske Centralbank har et langsigtet inflationsmål på 2 % trods de økonomiske markedsforhold.⁸⁰

Budgettering af kernerdriftsaktiviteten

Til brug for budgetteringen anvendes følgende referenceramme:

Figur 28: Budgettering af kernerdriftsaktiviteten



Kilde: Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 321

Fastlæggelse af kapitalomkostninger for kernerdriftsaktiviteten sker i værdiansættelsen.

Budgettering salgsvækst

Ved budgettering af salgsvæksten inddrages både observationer fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt ledelsens forventninger.

⁸⁰ https://investeringsportal.sparnord.dk/publikationer/makro/ugesscenario/uge_03 samt <http://www.al-bank.dk/media/documents/uge%2050.pdf>

I PEST modellen jf. den strategiske analyse kunne det konstateres, at der er lavkonjunkturer med vækstrater på 0-0,5%. Tages der udgangspunkt i den årlige realvækst i BNP, er der forventninger til vækst på op mod 2,5 % (Sverige) i år 2014 for IC Companys hovedmarkeder. I Europa er der en forventning om en stigning på 1,4%.⁸¹ 94 % af IC Companys nettoomsætning i år 2011/12 kunne henføres til et EU-land.

Ledelsen har endvidere en ambition om at udvikle IC Companys til en koncern, hvor størstedelen af omsætningen kommer fra brands i Premium segmentet. Dette gennemføres ved, at Premium brands over tid skal vækste gennem øget markedspenetrering og internationalisering, mens de skal være blandt de mest succesfulde på deres hjemmemarkeder. Hovedfokus for Mid Market og Fast Fashion segmentet er at være relevante inden for deres segment i deres kernemarkeder samt at generere en tilfredsstillende indtjening. Jackpot og Cottonfield har ikke kunne levere tilfredsstillende resultater, hvorfor disse brands er sat til salg.

I regnskabsanalysen er trenden i omsætningen for Premium og Fast Fashion segmentet svagt stigende, mens den for Mid Market er svagt faldende.

Likviditetsanalysen viste et stærkt kapitalberedskab, der vil gøre det muligt at kunne investere til fremtiden.

⁸¹ http://www.euo.dk/fakta/tal/BNP_vækst/

Figur 29: Budgetteret salgsvækst

Budgetteret salgsvækst i %, omsætning mio.kr.						
	2012/13A/E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18T
Premium						
Salgsvækst		1,50%	2,00%	2,50%	2,00%	2,00%
Omsætning	1.988	2.017	2.058	2.109	2.151	2.194
Mid Market						
Salgsvækst		0,60%	1,20%	1,50%	2,00%	2,00%
Omsætning	1.350	810	820	832	849	866
Fast Fashion						
Salgsvækst		1,40%	1,60%	1,80%	2,00%	2,00%
Omsætning	413	418	425	433	441	450
Total omsætning	3.750	3.246	3.302	3.374	3.441	3.510

Kilde: Egen tilvirkning

Salgsvæksten er budgetteret på baggrund af omsætningen for regnskabsåret 2012/13.

Omsætningen for dette regnskabsår afviger ikke signifikant fra resterende analyseperiode (2008/09-2012/13), hvorfor budgetteringsgrundlaget vurderes plausibelt. Budgetteringen er endvidere udført i henhold til PEST-modellens observationer og ledelsens forventninger, dog med *steady state* in mente. Faldet i Mid Market i år 2013/14 skyldes et forventet salg af Jackpot og Cottonfield.

Budgettering aktivernes omsætningshastighed og beregning af nettodriftsaktiver

Budgetteringen af aktivernes omsætningshastighed foretages, da denne anvendes til beregning af størrelsen på nettodriftsaktiver, som er en central del i DCF modellen.

$$NDA_t = \text{salg}_t \cdot \frac{1}{AOH_t}$$

Af regnskabsanalysen fremgår det, at omsætningen generelt har været uændret, dog med udsving i år 2009/10 og 2010/11. Aktiernes omsætningshastighed er svagt stigende i analyseperioden, hvilket skyldes, at omsætningen er steget proportionelt mere end nettodriftsaktiverne.

Når omsætningen er budgetteret til at stige, vil det ligeledes påvirke aktivernes omsætningshastighed positivt. Dog må det antages, at en stigning i nettoomsætningen også vil lede til en mindre stigning af nettodriftsaktiver, da en stigende nettoomsætning i et vist omfang vil

føre til større varebeholdning og flere debitorer. Dette vil derfor påvirke aktivernes omsætningshastighed negativt.

Det vurderes ikke, at AOH stiger som følge af Jackpot og Cottonfield salget, da al likviditet overstigende 1 % af nettoomsætningen klassificeres som et finansielt aktiv.

Niveauet for AOH og NDA i år 2012/13 afviger ikke signifikant fra niveauet i analyseperioden, hvorfor det vurderes, at tallene kan anvendes til budgetteringsgrundlag.

Figur 30: AOH og NDA

Budgettering af AOH og beregning af NDA							
	2011/12A	2012/13A/E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18T
AOH	3,42	3,43	3,44	3,44	3,45	3,45	3,45
NDA mio.kr.	1.117	1.094	1.132	1.171	1.211	1.253	1.296

Kilde: Egen tilvirkning

Budgettering OGsalg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat

Budgetteringen af overskudsgraden fra salg før skat anvendes til at beregne størrelsen af driftsoverskuddet fra salg før skat, jf. beregning:

$$\text{Driftsoverskud fra salg (før skat)}_t = \text{salg}_t \cdot \text{OG}_{\text{salg}}(\text{før skat})_t$$

Ved budgettering af overskudsgraden inddrages observationer fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen samt ledelsens forventninger.

Regnskabsanalysen viser en historisk bruttoavance, der fluktuerer mellem 56 % og 60 %. I regnskabsåret 2012/13 er bruttoavancen 57 %. Grundet de økonomiske markedsforhold vurderes det, at regnskabsåret kan anvendes til beregningsgrundlag. Da produktionen er outsourcet primært til Asien, må det forventes, at der sker en stigning i produktionsomkostninger, hvilket ikke kan belastes salgsprisen til forbrugerne. Med budgetteringen af salget af Jackpot og Cottonfield må der dog tilsvarende ske et afledt fald i produktionsomkostninger, grundet en faldende volumen.

Personaleomkostninger og andre eksterne omkostninger må forventeligt falde i budgetperioden, grundet salget af Jackpot og Cottonfield. Dog vil der alligevel ske en inflation, cirka svarende til den årlige realvækst i BNP anvendt ved budgetteringen af salgsvæksten. Tendensen i personaleomkostninger og andre eksterne omkostninger har været meget stabil i analyseperioden, hvorfor år 2012/13 kan anvendes til beregningsgrundlag.

Det forventes ikke, at der vil ske et fald i af- og nedskrivninger, som følge af salget af Jackpot og Cottonfield. Det vurderes, at der er foretaget nødvendige effektiviseringer heraf.

Figur 31: OG-salg og driftsoverskud fra salg før skat

Budgetteret OG-salg og beregning af driftsoverskud fra salg før skat						
	2012/13A/E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18T
Nettoomsætning	3.750	3.246	3.302	3.374	3.441	3.510
Produktionsomkostninger	-1.608	-1.383	-1.403	-1.424	-1.453	-1.482
Bruttoresultat	2.142	1.863	1.899	1.950	1.988	2.028
Andre eksterne omkostninger	-888	-764	-774	-785	-800	-809
Personaleomkostninger	-995	-856	-867	-881	-897	-907
Af- og nedskrivninger	-114	-114	-116	-117	-118	-121
OGsalg før skat, %	4%	4%	4%	5%	5%	5%
Driftsoverskud fra salg før skat	145	130	142	166	174	191

Kilde: Egen tilvirkning

Budgettering effektiv skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat

Den effektive skatteprocent beregnes som årets skat (såvel betalbar skat som ændring af udskudt skat) sat i forhold til resultat før skat.

Udgangspunktet for den effektive skatteprocent er den gældende danske selskabsskatteprocent på 25 %. Forskelle i beskatning af udenlandske selskaber vil betyde, at den effektive skatteprocent afviger selskabsskatteprocenten, samt at der er en række permanente forskelle (dvs. ikke skattemæssigt fradragsberettigede omkostninger). Der har i regnskabsårene 2008/09 til 2011/12 været en uændret effektiv skatteprocent på 31 %. Denne vil blive benyttet for hele budgetperioden.

Figur 32: Effektiv skatteprocent og driftsoverskud fra salg efter skat

Budgettering effektiv skatteprocent og beregning af driftsoverskud fra salg efter skat						
	2012/13A/ 2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18T	
Effektiv skatteprocent	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Driftsoverskud salg efter skat (mio.kr.)	100	89	98	115	120	132

Kilde: Egen tilvirkning

Budgettering andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud betegnes også som transitoriske overskud, og vedrører IC Companys sekundære værdiskabende aktiviteter, som ikke kan forventes i fremtiden eller overskud, der kan være vanskelige at estimere. Andet driftsoverskud vil blandt andet være regulering af *dirty surplus* poster. Grundet usikkerheden i estimatet af dette, vil eneste budgettering være salget af Jackpot og Cottonfield. Da værdiansættelse af dette salg ligger indenfor opgavens afgrænsning, og ledelsen ikke har udmeldt, hvad der forventes af økonomiske konsekvenser ved salget, vil der blot blive budgetteret en forholdsmæssig andel af årets resultat før skat for regnskabsåret 2012/13 multipliceret med en multipl på 4 (Oplyst af Deloitte's afdeling for værdiansættelse). Andelen beregnes på baggrund af Jackpot og Cottonfields omsætning i forhold til den samlede omsætning for regnskabsåret 2011/12 som følge af manglende informationsgrundlag.

Figur 33: Budgetteret salg af Jackpot og Cottonfield

Budgettering salg Jackpot og Cottonfield	
Årets resultat før skat, 2012/13 (mio.kr.)	141,8
Jackpot/Cottonfield andel, 14 %	19,9
Multipl, 4	79,4
Efter skat, 31 %	54,8

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 34: Budgetteret andet driftsoverskud efter skat

Budgetteret andet driftsoverskud efter skat I mio.kr.						
	2012/13A/ 2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18T	
Premium						
Andet driftsoverskud efter skat	-	-	-	-	-	-
Mid Market						
Andet driftsoverskud efter skat	-	54,8	-	-	-	-
Fast Fashion						
Andet driftsoverskud efter skat	-	-	-	-	-	-
Andet driftsoverskud efter skat	-	54,8	-	-	-	-

Kilde: Egen tilvirkning

Budgettering usædvanlige poster efter skat

Der er ikke budgetteret med usædvanlige poster i budgetperioden.

Delkonklusion budgettering

Budgetteringen er foretaget på baggrund af det kendskab, der er opbygget til IC Companys, indeholdende de identificerede forhold i den strategiske analyse samt de identificerede tendenser i regnskabsanalysen.

Den eksplicitte budgetperiode er fastsat til 5 år. Det vurderes, at denne budgetperiode er tilstrækkelig til at afspejle de identificerede forhold og tendenser. Efter de 5 år forventes IC Companys at have normal vækst. Terminalvæksten er fastsat til 2 %, da dette afspejler både den Europæiske Central Bank såvel som Den Amerikanske Centralbanks langsigtede inflationsmål.

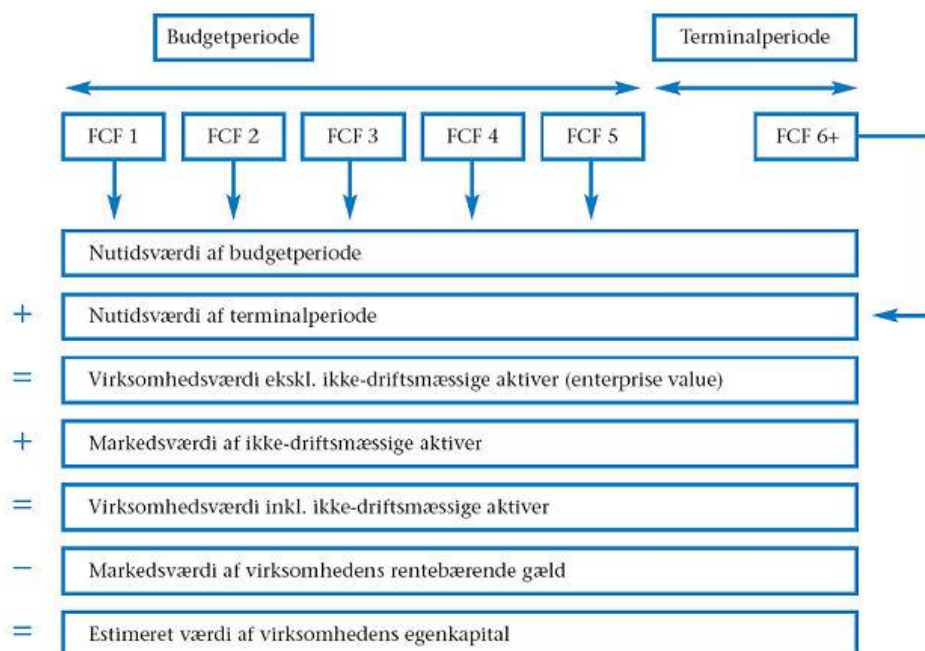
Værdiansættelse

På baggrund af det udarbejdede budget og de tilhørende forudsætninger, vil IC Companys' værdiansættelse blive udarbejdet ved DCF-modellen, hvortil der vil blive suppleret med en multipel analyse.

Primo værdierne i DCF-modellen vil være regnskabstallene fra halvårsrapporten for 2012/13, og primo terminalperioden vil være halvårsrapporten for 2018/19. Terminalværdien beregnes som nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme fra halvårsrapporten 2018/19 og frem.

Nedenstående model illustrerer værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen.

Figur 35: DCF-modellen



Kilde: <http://www.skat.dk/getFile.aspx?Id=57020>

For at værdiansættelsen kan foretages, skal der først estimeres en WACC. WACC'en udtrykker de gennemsnitlige kapitalomkostninger. Denne diskonteringsfaktor er af afgørende betydning for beregning af kapitalværdien af pengestrømmene, som estimeres i budgettet.⁸² Estimering af WACC'en foretages i det efterfølgende afsnit.

⁸² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 42

Estimering af WACC

WACC udtrykker de gennemsnitlige kapitalomkostninger jf. ovenfor. Det vil med andre ord sige, det afkast som långivere og aktionærer som minimum forventer til deres respektive investering.⁸³

WACC'en kan dekomponeres i en række delkomponenter, som hver især analyseres i de følgende delafsnit. WACC'en kan således dekomponeres i: investorernes afkastkrav, långivernes afkastkrav samt forholdet mellem markedsværdien af gæld og egenkapital.

Estimering af kapitalstrukturen⁸⁴

WACC fastlægges ved en vægtning mellem markedsværdien af egenkapitalandelen og gældsandelen (netto finansielle forpligtelser – rentebærende nettogæld). Det skal bemærkes, at der anvendes markedsværdier og ikke bogførte regnskabsmæssige værdier til denne fastlæggelse. Indledningsvis er dette forhold naturligvis i konflikt, idet markedsværdien af egenkapitalen ikke er kendt, idet det jo netop er formålet med nærværende værdiansættelse.

IC Companys' bestyrelse giver i årsrapporten for 2011/12 udtryk for, at bestyrelsen finder den nuværende kapitalstruktur hensigtsmæssig, og at der ikke forventes afgørende ændringer i kapitalstrukturen i umiddelbar fremtid.

Markedsværdien af egenkapitalen er beregnet på baggrund af markedsværdien af egenkapitalen pr. 31. december 2012. Aktiekapitalen i IC Companys består af 16.942.807 aktier. Børskursen på NASDAQ OMX var den 31. december 2012 134 kr. pr. aktie. Således kan markedsværdien af egenkapitalen beregnes til 2.270 mio. kr.

I henhold til den reformulerede balance pr. 31. december 2012 kan den rentebærende nettogæld opgøres til 435,6 mio. kr.

Kapitalstrukturen kan således estimeres til:

Egenkapitalandel: 84%

Gældsandel: 16%

⁸³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 42

⁸⁴ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 55

Estimering af ejerafkastkravet

Til fastlæggelse af afkastkravet på egenkapitalen anvendes den anerkendte CAPM-model.⁸⁵ CAPM-modellen udtrykker investorernes afkastkrav sat i forhold til risikoen ved den pågældende aktieinvestering.

Ejernes afkastkrav kan dekomponeres i afkastet på en risikofri investering, den systematiske risiko ved den pågældende aktieinvestering målt i forhold til den gennemsnitlige aktieinvestering (beta) samt den risikopræmie, som aktiemarkedet tilbyder for at påtage sig risiko. Disse tre variable fastlægges i de efterfølgende afsnit.

Risikofrit afkast⁸⁶

Den risikofrie rente er den rente, som investor som udgangspunkt er sikret ved en investering i et risikofrit aktiv. Til vurdering heraf er der for analyseformål valgt den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation. Det vurderes, at en statsobligation udstedt af den Danske stat er et velvalgt udtryk for et risikofrit aktiv. Løbetiden på den valgte statsobligation overstiger den valgte budgetperiode, men idet der også tilbagediskonteres pengestrømme fra terminalperioden, vurderes dette at være en hensigtsmæssig horisont som kompromis mellem budgetperioden og terminalperioden.

Den effektive rente på den 10-årige toneangivende statsobligation pr. 31. december 2012 var 1,0%⁸⁷. Det vurderes som følge af den generelle økonomiske udvikling, at den risikofrie rente for nuværende ikke ændres markant, hvorfor niveauet pr. 31. december 2012 lægges til grund for den videre analyse.

Estimering af beta⁸⁸

Grundlæggende gælder det, at risikoen ved en aktieinvestering måles i form af beta, og at en højere risiko skal kompenseres ved en tilsvarende større risikopræmie. Det indbefatter derfor, at en aktie med en højere risiko har et større forventet afkast end en aktieinvestering med en mindre risiko. Betaværdien udtrykker således en akties påvirkelighed relativt over for ændringer i den

⁸⁵ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 50

⁸⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 51

⁸⁷ www.nationalbanken.dk

⁸⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 52

systematiske risiko. Dette udtrykkes ved graden af samvariation mellem den pågældende aktie og en relevant markedsportefølje.

En betaværdi højere end 1 udtrykker, at aktien har en større risiko end markedsporteføljen, mens en betaværdi mellem 0 og 1 udtrykker en investering med en risiko mindre end markedsporteføljen.

Betaværdien beregnes sædvanligvis på baggrund af historiske analyser af samvariationen mellem den pågældende akties afkast og markedsporteføljens afkast. Da betaværdien fastlægges på grundlag af historiske analyser, opstår imidlertid det forhold, at den historiske betaværdi ikke nødvendigvis er retvisende for det fremtidige risikobillede med den pågældende aktie.

Betaværdien i nærværende analyse fastlægges således på baggrund af dels en historisk beregning af beta for IC Companys og dels ved at anvende den viden omkring risikobilledet, der er tegnet i regnskabsanalysen.

Den historiske betaværdi er beregnet til 1,34⁸⁹. Denne betaværdi er beregnet som IC Companys' samvariation i forhold til det toneangivende aktieindeks i Danmark, OMXC20.

I regnskabsanalysen konkluderes det, at den driftsmæssige risiko var over middel. I henhold til FSR's⁹⁰ retningslinjer for værdiansættelse af virksomheder kan betaværdien som retningslinje derfor estimeres til mellem 1 og 1,4. Det vurderes således, at betaværdien for IC Companys skal fastlægges til 1,3 for analyseformål som en afvejning mellem den historisk beregnede betaværdi og den fundamentalt opgjorte betaværdi.

Estimering af markedsrisikopræmien⁹¹

Risikopræmien er udtrykt ved det tillæg, som aktieinvestorer kræver for at investere i aktier relativt i forhold til en risikofri investering (jf. tidligere defineret ved den 10-årige danske statsobligation). Risikopræmien kan fastlægges på baggrund af forskellige metoder. I praksis kan markedsrisikopræmien fastlægges ved at spørge en lang række professionelle aktieinvestorer herom og anvende gennemsnittet heraf. PwC udgiver jævnligt en analyse heraf. Den seneste

⁸⁹ www.reuters.com – opslag på IC Companys

⁹⁰ FSR – Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, 2002, side 56

⁹¹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 51

tilgængelige analyse er fra år 2010,⁹² og i denne analyse oplyses det, at den gennemsnitligt anvendte risikopræmie er 4,9%. Da denne analyse er fra år 2010, er det vores vurdering, at risikopræmien er forøget lidt siden da som følge af den generelle udvikling på markederne, og investorerne kræver fortsat en betydelig præmie for at påtage sig en risiko. I den videre analyse fastlægges markedsrisikopræmien derfor til 5,5%.

Estimering af likviditetstillæg⁹³

Det sidste element i fastlæggelsen af ejerafkastkravet er, at den pågældende aktieinvestering kan tillægges et såkaldt likviditetstillæg, såfremt det vurderes, at den pågældende aktie er illikvid. Det vurderes i praksis, at såfremt en aktie er illikvid, kan det være vanskeligt at opbygge eller afvikle en aktiebeholdning uden meromkostninger. Deraf følger, at afkastkravet skal være højere.

En oversigt over sammensætningen af aktionærene i IC Companys fremgår af selskabets årsrapport 2011/12. Friheden Invest, som kontrolleres af selskabets bestyrelsesformand Niels Martinsen, besidder cirka 42% af aktiekapitalen i selskabet. Andre større institutionelle investorer kontrollerer ligeledes en større andel af selskabets aktier, hvorfor alene 7,6% besiddes af private investorer. Det vurderes på baggrund heraf rimeligt at tillægge et mindre illikviditetstillæg til aktien. Dette tillæg er estimeret til 1,25% i henhold til FSR's⁹⁴ retningslinjer for værdiansættelse.

Estimering af ejerafkastkravet⁹⁵

Med udgangspunkt i ovenstående analyser kan ejerafkastkravet på egenkapitalen fastlægges på baggrund af følgende faktorer: den risikofrie rente 1,0%, betaværdi 1,3, markedsrisikopræmien 5,5% samt likviditetstillæg 1,25%.

Afkastkravet beregnes på baggrund heraf til 8,48%.

Estimering af finansielle forpligtelser afkastkrav⁹⁶

Afkastkravet for de finansielle forpligtelser bør svare til den aktuelle løbende markedsrente, svarende til hvad IC Companys kan optage lån til. Da pengestrømmene i budgetteringen opgøres

⁹² PwC "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" 2010

⁹³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 54

⁹⁴ FSR – Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, 2002, side 60

⁹⁵ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 54

⁹⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 55

efter skat, skal også afkastkravet for de finansielle forpligtelser måles efter skat. Afkastkravet for de finansielle forpligtelser er givet ved variablerne: det risikofrie afkast, selskabsskatteprocenten samt markedsrisikopræmien.

Koncernens effektive skattesats er 31 procent. Den risikofrie rente blev jf. ovenstående afsnit defineret ved den 10-årige statsobligation, der er fastlagt til 1,0%. Markedsrisikopræmie blev jf. ovenfor opgjort til 5,5%.

Med udgangspunkt heri kan de finansielle forpligtelsers afkastkrav opgøres til:

$$\text{Afkastkrav} = (1\% + 5,5\%) \cdot (1 - 0,31) = 4,49\%$$

Det oplyses i årsrapporten for 2011/12, at den gennemsnitlige variable rentesats på finansielle forpligtelser er 3,22%. Denne er således lavere i praksis, hvilket i al væsentlighed kan henføres til, at risikopræmien for en aktieinvestering er højere end markedsrisikopræmien for finansielle forpligtelser. I den fremadrettede analyse anvendes det estimerede afkastkrav på 4,49%.

Estimering af WACC – de gennemsnitlige kapitalomkostninger

I de foregående afsnit er hvert underliggende element i beregningen af WACC gennemgået. Ejernes afkastkrav blev opgjort til 8,48% og de finansielle forpligtelsers afkastkrav til 4,49%. Indledningsvis blev forholdet mellem markedsværdien af gæld og egenkapital opgjort til 84% egenkapital samt gældsandel 16%.

$$\text{WACC kan derfor opgøres til: } (8,48\% \cdot 0,84) + (4,49 \cdot 0,16) = 7,84\%$$

Til sammenligning kan det oplyses, at Danske Bank anvender en WACC på 9,8%⁹⁷ i den seneste offentliggjorte aktieanalyse af IC Companys. Det skal dog bemærkes, at denne analyse er fra år 2010. WACC må antages at være lavere i dag som følge af den markante reduktion af den risikofrie rente, som vi vurderer ikke opvejes af en tilsvarende stigning i risikopræmien i markedet.

Til værdiansættelsen anvendes således en **WACC på 7,84%.**

⁹⁷ Danske Markets – IC Companys investeringsanalyse 2010, side 3

Værdiansættelse af IC Companys

Med udgangspunkt i budgetteringen og den netop fastlagte WACC kan værdiansættelsen foretages af aktien pr. 31. december 2012.

Figur 36: Værdiansættelse af IC Companys – DCF model

Værdiansættelse af IC Companys

Centrale forudsætninger:

WACC	7,84%
Vækst i T	2%

Mio kr.	2012/13A/E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18T
Driftsoverskud fra salg før skat	145	130	142	166	174	191
Skat	-45	-40	-44	-52	-54	-59
Driftsoverskud fra salg efter skat	100	89	98	115	120	132
Andet driftsoverskud efter skat	-	55	-	-	-	-
I alt	100	144	98	115	120	132
Tidskoefficient	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	
Diskonteringsfaktor	0,96	0,89	0,83	0,77	0,71	
NPV af DCF	97	129	81	88	85	

NPV af budgetperiode	480
NPV af terminalperiode	1.606
Enterprise værdi	2.086
Dagsværdi af netto finansielle forpligtelser	575,7
Værdi af egenkapital	1.511
Minoriteter	3,7
Værdi af egenkapital (moder)	1.507
Værdi pr. aktie (16,9 mio. kr.)	89

Som det fremgår af tabellen er den teoretiske aktiekurs pr. 31. december 2012 beregnet til 89 kr. pr. aktie, svarende til en estimeret markedsværdi af koncernen på 1.507 mio. kr.

I værdiansættelsen er to antagelser indarbejdet: et salg i år 2013/14 af de to brands Jackpot og Cottonfield som ledelsen netop har annonceret til salg samt en antagelse om udvikling i investeringer og arbejdskapital.

Ledelsen har i halvårsrapporten for 31. december 2012 meddelt, at ledelsen ønsker at afhænde de to brands Jackpot og Cottonfield. Ledelsen har ikke udmeldt, hvad der forventes af økonomiske konsekvenser ved salg af de to brands. Vi har således været nødsaget til at indarbejde et skønnet

provenu herfor (andet driftsoverskud efter skat) i budgetteringen af cash flow. Det er antaget, at salget gennemføres i regnskabsåret 2013/14, og at salget indbringer NPV, netto cirka 49 mio. kr. Dette svarer imidlertid kun til ca. 2% af den samlede teoretiske markedsværdi for IC Companys. Beregningen er i al væsentlighed baseret på, at omsætningen for de to brands udgør ca. 14% af koncernens nettoomsætning,⁹⁸ og at indtjeningen også svarer til 14% af driftsoverskuddet. Ved forespørgsel til Deloitte's afdeling for værdiansættelse er det oplyst, at salg af sådanne brands typisk sker til en multipl på cirka 4 gange driftsindtjeningen. Denne forudsætning er indarbejdet i analysen. Der er forbundet et skøn med indregningen af salget af disse brands, men da det kun udgør ca. 2% af den samlede værdi, er det vurderet som uvæsentligt, og der er derfor ikke foretaget yderligere.

Der er ligeledes indarbejdet en forudsætning i værdiansættelsen om, at investeringer er lig afskrivninger. Det antages således, at der ikke forventes større nye investeringer i budgetperioden. Det understøttes af en gennemgang af de seneste årsrapporter, hvor afskrivninger i al væsentlighed er lig pengestrømme til investeringer. Det understøttes også af vores generelle vurdering af IC Companys forretningsmodel i forhold til PLC-modellen,⁹⁹ nemlig at koncernen vurderes som moden, og at der ikke forventes større nyinvesteringer. Ledelsen har heller ikke tilgivet et behov for større investeringer i seneste årsrapport eller halvårsrapport. Endelig er det antaget, at der i budgetperioden ikke sker ændringer i arbejdskapitalen, netto.

Følsomhedsanalyse af input i DCF-modellen

De variable som anvendes, dels som input i regnskabsanalysen og dels som input til fastlæggelse af WACC'en, er behæftet med skøn. Derfor giver det mening at vurdere følsomheden af det mest centrale input til værdiansættelsen som supplement for forståelse af værdiansættelsen. I det efterfølgende afsnit vil der være en følsomhedsanalyse af de mest centrale forudsætninger til modellen.

De variable, som vurderes at være forbundet med det største skøn og dermed usikkerhed, er:

- WACC

⁹⁸ Beregning foretaget ud fra tabel i IC Companys' årsrapport 2011/12, side 13

⁹⁹ Geoff Lancaster, Lester Massingham: "Marketing Management" 2. udgave, McGrawHill, side 63

- Væksten i terminalperioden

Følsomhedsanalyse af WACC

WACC'en er jf. ovenfor fastlagt til 7,84%. En række af de input, som jf. ovenfor indgår i fastlæggelsen af WACC, er ikke behæftet med væsentlig usikkerhed/skøn som f.eks. den risikofrie rente mv., mens betaværdien og afkastkravet er forbundet med et større skøn.

I grafen nedenfor er vist følsomheden på aktiekursens værdi set i forhold til variationer i WACC'en.

Figur 37: Følsomhedsanalyse af WACC

WACC	Aktiekurs (kr/aktie)
6%	145
7%	109
<u>7,84%</u>	<u>89</u>
9%	69
10%	56

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående figur vil selv små ændringer i WACC'en have en helt afgørende betydning på den teoretisk beregnede værdi af aktiekursen for IC Companys.

Følsomhedsanalyse af væksten i terminalperioden

Væksten i terminalperioden er jf. regnskabsanalysen fastlagt til 2% pr. år. Væksten i terminalperioden blev bl.a. fastlagt ud fra forventninger til konjunkturerne. Det er i sagens natur forbundet med usikkerhed at udtale sig om den fremtidige vækst, som ligger 6 år ude i fremtiden, givet de markedskonditioner som koncernen er underlagt.

Det fremgår af værdiansættelsen, at 77% af virksomhedens værdi er knyttet til værdien i terminalperioden. Det er således den overvejende grad af værdien som ligger i terminalperioden.

I grafen nedenfor er vist følsomheden på aktiekursens værdi set i forhold til variationer i væksten i terminalperioden.

Figur 38: Følsomhedsanalyse af vækst i T

Vækst i T	Aktiekurs (kr/aktie)
0%	65
1%	75
<u>2%</u>	<u>89</u>
3%	109
4%	138

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående figur, vil selv små ændringer i den forudsatte vækst i terminalperioden have en helt afgørende betydning på den teoretisk beregnede værdi af aktiekursen for IC Companys.

Værdiansættelse af IC Companys ved brug af en multipel analyse

Som et relevant alternativ til værdiansættelsen foretaget efter DCF modellen er det valgt at inddrage en multipel analysemodel til "trykprøvning" af værdiansættelsen efter DCF-modellen. Multipel analysen tager udgangspunkt i en P/E analyse.¹⁰⁰ Nøgletallet P/E (price/earnings) udtrykker prisen pr. aktie (aktiekursen) sat i forhold til indtjeningen efter skat pr. aktie. Multiplen udtrykker således, hvad det koster at få adgang til 1 kr. indtjening i selskabet.

Såvel H&M som Inditex er børsnoterede modekoncerner, som anvendes til sammenligning. I nedenstående tabel er gengivet P/E multiplen for begge selskaber – dels baseret på den historiske indtjening i henhold til det senest offentliggjorte årsregnskab og dels baseret på den forventede indtjening jf. den seneste resultatudmelding fra ledelsen i de 2 respektive selskaber. Tabellen viser i gennemsnit, at aktionærerne betaler cirka 22 - 24 kr. for 1 kr. indtjening i selskaberne. Vi har således taget udgangspunkt i, at multiplen for disse 2 respektive selskaber er udtryk for, hvad investorer i gennemsnit forventer, det koster for 1 kr. indtjening dvs. branchegennemsnit. Det svarer i al væsentlighed til en forrentning på cirka (1/23) 4,3% af aktionærernes indskud. Dette vurderes imidlertid som værende meget meget lavt i forhold til den risikofrie rente.

¹⁰⁰ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup, side 26

Figur 39: Mutipel analyse

	Historisk P/E	Forward P/E
Inditex	26,57	23,7
Hennes & Mauritz	22,67	21,22
Gns.	24,62	22,46

Kilde: www.bloomberg.com

Den historiske indtjening i IC Companys (jf. årsrapport 2011/12) udviser et overskud på 88,1 mio. kr. (ekskl. minoriteter) svarende til 5,2 kr. pr. aktie. Ud fra denne forudsætning kan aktiekursen således estimeres til $P = E \cdot \text{multipel} = 5,2 \cdot 24,6 = 128$ kr. pr. aktie. I henhold til den seneste fondsbørsmeddelelse forventer koncernen et resultat af primær drift på 140-170 mio. kr. Dette svarer til en stigning på 8-30% i forhold til årsregnskabet for 2011/12. Værdiansættelsen på baggrund af det forventede indtjeningsniveau kan således estimeres til $5,2 \cdot 1,08 \cdot 22,5 = 126$ kr. pr. aktie.

Til sammenligning er aktiekursen pr. 31. december 2012 134 kr. pr. aktie.¹⁰¹ Afvigelsen mellem multipel analysen og den faktiske aktiekurs er således meget tæt og tyder i al væsentlighed på, at aktien er fair prissat givet den gennemsnitlige multipel for H&M samt Inditex er udtryk for, hvad branchegennemsnittet er for P/E.

En kort analyse af aktiekursen på IC Companys for de seneste 5 år

Aktiekursen for IC Companys var pr. 31. december 2012 134 kr. pr. aktie. Der er i alt udstedt 16.942.807 aktier. Den samlede markedsværdi pr. 31. december 2012 er således 2,27 mia. kr. I nedenstående figur er vist aktiekursen de seneste 5 år for IC Companys samt markedsindekset OMX Nordic 40. Det vurderes, at OMX Nordic 40 er et relevant aktieindeks at sammenligne med, idet indekset viser kursudviklingen i de 40 mest handlede aktier på de nordiske børser.

¹⁰¹ www.bloomberg.com

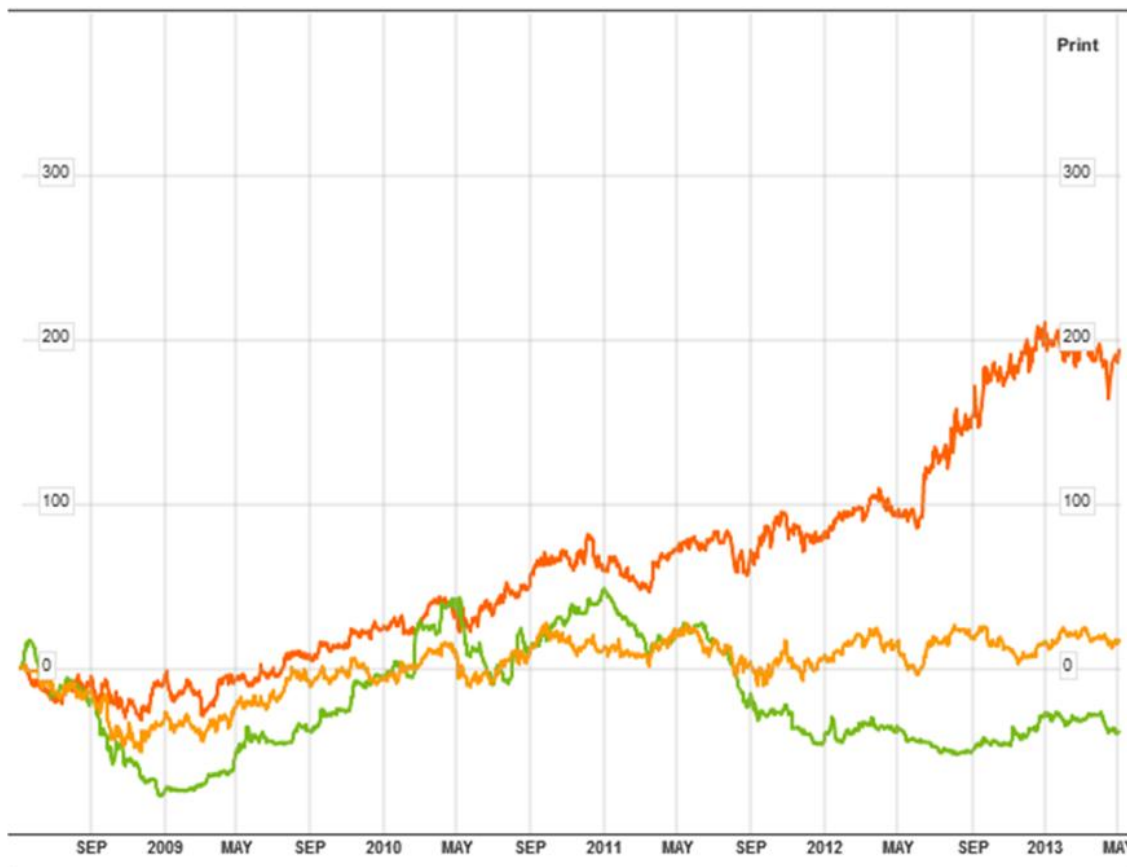
Figur 40: Kursudvikling af IC Companys og OMX Nordic



Kilde: Egen tilvirkning med data fra www.nasdaqomxnordic.com

En kort analyse af den historiske aktiekurs viser, at IC Companys har haft en nedadgående kursudvikling i perioden. Aktiekursen viser, at der ikke er skabt værdi til aktionærerne i perioden fra år 2009 til 2012, mens kursen fra år 2008 til 2009 i kølvandet af den finansielle krise blev meget kraftigt påvirket. Det relevante aktieindeks, OMX Nordic 40, er i al væsentlighed uændret i den relevante 5 års sammenligningshorisont, mens IC Companys har mistet mere end halvdelen af sin værdi.

Figur 41: Kursudvikling af IC Companys, Inditex og H&M



Kilde: <http://www.bloomberg.com/quote/ITX:SM/chart>

Ovenstående figur viser kursudviklingen (indekseret – index 100 er lig primo maj 2008) over de seneste 5 år for Inditex (Zara m.fl. – orange linje), H&M (gul linje) samt IC Companys (grøn linje). Grafen viser, at Inditex i perioden har fordoblet sin værdi, mens IC Companys har mistet cirka 30% af værdien. Til sammenligning har aktiekursen for H&M i de seneste 2½ år været meget stabil, og der er i perioden forud også destrueret værdi for aktionærerne.

IC Companys har således i de seneste 5 år klaret sig betydeligt dårligere end såvel de nærmeste konkurrenter som et relevant aktieindeks.

Delkonklusion og sammenfatning af værdiansættelsen af IC Companys

Den teoretiske markedsværdi af IC Companys aktien estimeret på baggrund af DCF analysen er beregnet til 89 kr. pr. aktie. pr. 31. december 2012. En alternativ værdiansættelse på baggrund af

en multipel analyse af sammenlignelige konkurrenter udviser en værdi på 125 kr. pr. aktie pr. 31. december 2012.

Den faktiske aktiekurs pr. 31. december 2012 var 134 kr. pr. aktie. Den foretagne værdiansættelse indikerer således, at aktien er overvurderet pt. Den historiske kursudvikling viser, at aktiekursen har været særdeles volatil i de seneste 5 år. Aktien blev primo år 2008 handlet til cirka 300 kr. pr. aktie, mens aktien cirka 1 år senere blev handlet til en kurs lige under 50 kr. pr. aktie. Den gennemsnitlige aktiekurs det seneste år (2012) afgiver ikke væsentligt fra ultimokursen, som dermed indikerer en mindre volatilitet og dermed mindre kursudsving.

Den teoretiske aktiekurs er fastlagt på baggrund af en række estimerede og dermed skønsmæssigt fastlagte variabler. Det blev i følsomhedsanalysen afdækket, at værdiansættelsen var særdeles kritisk over for ændringer i såvel væksten i terminalperioden som ændringer i WACC'en. Analysen viste, at selv mindre ændringer i forudsætningerne for væksten i terminalperioden og WACC'en havde en markant betydning for den estimerede værdi af IC Companys aktien.

Konklusion

Formålet med denne opgave har været at udarbejde en strategisk regnskabsanalyse samt værdiansættelse af IC Companys og på baggrund heraf vurdere IC Companys som investeringsobjekt samt konkludere om børskursen pr. 31. december 2012 er overvurderet, undervurderet eller korrekt prisfastsat. For at kunne konkludere på dette er der foretaget en strategisk analyse og en regnskabsanalyse af IC Companys, som ligger til grund for budgetteringen, der herefter er anvendt som input i værdiansættelsen.

I den strategiske analyse blev det konkluderet, at IC Company i høj grad er påvirket af konjunkturerne i samfundet og dermed den finansielle krise i verden. En lavkonjunktur som koncernen befinder sig i på nuværende tidspunkt gør det svært at drive vækst i koncernens brands. Koncernen er derfor udsat for en lavere forbrugertillid, hvilket på overordnet plan kan reducere markedet for modeprodukter væsentligt, idet forbrugerne er tilbageholdende og nedsætter forbruget af modeprodukter eller udskyder køb. Der er ligeledes en risiko for, at de nuværende kunder, som foretrækker koncernens brands, kan skifte til andre brands og måske endda billigere brands. Konkurrenceintensiteten i modeindustrien forventes skærpet i de kommende år.

Koncernen opererer på forskellige markeder og er ikke afhængig af enkelte markeder eller forhandlere. Koncernens salgsmæssigt største markeder er fortsat det skandinaviske marked samt andre lande inden for EU, dog oplever koncernen vækst i de fjerne markeder.

Koncernen er som andre aktører i modebranchen udsat for hastige forandringer i modebranchen, og den fremtidige succes er således i høj grad afhængig af at forudsige forbrugernes adfærd og reaktionsmønstre på de respektive kollektioner. Der er heraf afledt en betydelig varelagerisiko som følge af produktion af kollektioner, som ikke falder i forbrugernes smag. I den forbindelse skal iagttages de ændringer som løbende sker i forhold til den demografiske ændring, som er undervejs i de markeder, som koncernen er aktiv i. En befolkningssammensætning, som ændrer sig og bliver ældre og ældre, stiller store krav til, at koncernen tilpasser kollektioner og brandstrategi i takt med disse demografiske ændringer.

En af IC Companys betydelige styrker er, at koncernen har opnået en god og bred profilering af koncernens brands i de respektive målgrupper, og derved er koncernen mindre følsom, end hvis der blev ført en single brand strategi. Den driftsmæssige risiko er endvidere reduceret ved en blanding af brands inden for basisprodukter som modeprodukter. Omvendt er det ressourcekrævende at markedsføre og vedligeholde en bred brand portefølje. Dette argument har formentlig været afgørende for ledelsen, da denne har valgt at sætte to af koncernens brands til salg.

Koncernen har ingen egenproduktion, hvorved al produktion er outsourcet til underleverandører. Dette reducerer kapitalbinding i produktionsapparat og sikrer samtidig en hurtig omstillingsevne. Koncernen er ikke afhængig af enkelte leverandører og har derfor heller ikke en begrænset produktionskapacitet.

Samlet set vurderer vi, at koncernen står stærkt rustet mod fremtiden, som følge af koncernens multibrand strategi, og at koncernens backbone er effektiv med en ensartet IT-plattform og en total outsourcet produktion. Den fremtidige succes er afhængig af, hvornår konjunkturerne vender, og der atter kommer vækst i samfundet og koncernens evne til at ramme plet med de kollektioner, som udgives under alle brands.

I regnskabsanalysen blev det konkluderet, at der har været kontinuitet i IC Companys årsrapporter for hele analyseperioden, da rapporteringen er sket efter International Financial Reporting Standards (IFRS) samt i overensstemmelse med yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Det er endvidere vurderet, at IC Companys har implementeret alle nye og reviderede regnskabsstandards og fortolkningsbidrag med relevans og væsentlig betydning for koncernen. Dette bakkes endvidere op af revisionspåtegninger uden anmærkninger for hele analyseperioden.

IC Companys har i analyseperioden forværret en række nøgletal, der er forbundet med vurderingen af rentabiliteten. En dekomponering af egenkapitalens forrentning viste, at

forværringen primært skyldtes udviklingen i kapitalstrukturen, der viste en egenkapital, der pr. 31. december 2012 var næsten 4 gange større end fremmedkapitalen (netto finansielle forpligtelser).

I værdiansættelsen, hvor budgetteringens output er blevet anvendt, er det konkluderet, at den bedst egnede værdiansættelsesmodel er DCF-modellen, idet modellen antager, at såfremt den generede likviditet ikke udbetales til ejerne, vil det tilfalde ejerne i form af afkast ved geninvestering i virksomheden. Ligeledes baseres modellen på de frie pengestrømme, og er således helt uafhængig af den af virksomheden anvendte regnskabspraksis, hvilken potentielt kunne påvirke værdiansættelsen i form af en særlig regnskabspraksis eller manipulation. Endvidere er DCF-modellen mest udbredt i praksis og betegnes også som den mest retvisende model. DCF-modellen blev støttet op af en P/E-multipel som en overordnet kvalitetssikring af den grundige DCF-model.

Den teoretiske markedsværdi af IC Companys aktien estimeret på baggrund af DCF-analysen er beregnet til 89 kr. pr. aktie. pr. 31. december 2012. En alternativ værdiansættelse på baggrund af en multipel analyse af sammenlignelige konkurrenter udviser en værdi på 125 kr. pr. aktie pr. 31. december 2012.

Den faktiske aktiekurs pr. 31. december 2012 var 134 kr. pr. aktie. Den foretagne værdiansættelse indikerer således, at aktien er overvurderet pt. Den historiske kursudvikling viser, at aktiekursen har været særdeles volatil i de seneste 5 år. Aktien blev primo år 2008 handlet til ca. 300 kr. pr. aktie, mens aktien cirka 1 år senere blev handlet til en kurs lige under 50 kr. pr. aktie. Den gennemsnitlige aktiekurs det seneste år (2012) afviger ikke væsentligt fra ultimokursen, som dermed indikerer en mindre volatilitet og dermed mindre kursudsving.

Den teoretiske aktiekurs er fastlagt på baggrund af en række estimerede og dermed skønsmæssigt fastlagte variabler. Det blev i følsomhedsanalysen afdækket, at værdiansættelsen var særdeles kritisk over for ændringer i såvel væksten i terminalperioden som ændringer i WACC'en. Analysen viste, at selv mindre ændringer i forudsætningerne for væksten i terminalperioden og WACC'en havde en markant betydning for den estimerede værdi af IC Companys aktie.

Ud fra de foretagne analyser og underliggende beregninger kan vi dermed besvare den stillede problemformulering med, at IC Companys aktien pr. 31. december 2012 teoretisk burde have

været prissat i niveauet cirka 89 kr. pr. aktie. Da IC Companys' børskurs pr. 31. december 2012 var 134 kr. pr. aktie, mener vi, at børskursen er let overvurderet, hvorfor vi ikke kan anbefale et køb af aktien i det nuværende prisniveau på NASDAQ OMX København.

Perspektivering

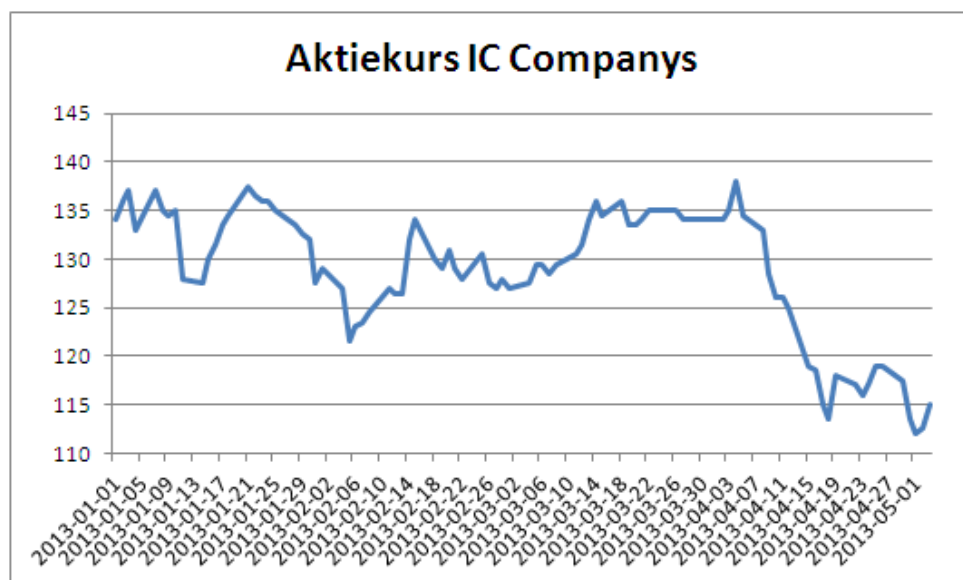
I perspektiveringen vil blive gennemgået oplysninger offentliggjort efter den 5. februar 2013. Disse oplysninger har ikke haft indflydelse på nærværende værdiansættelse af IC Companys, men vil blive kommenteret, som en del af perspektiveringen i forhold til den seneste udvikling i IC Companys.

Siden offentliggørelsen af IC Companys halvårsrapport d. 5. februar 2013 er der offentliggjort tre selskabsmeddelelser, heraf en med relevans for udviklingen i IC Companys.

CFO, Chris Bigler, har opsagt sin stilling og fratræder senest 31. oktober 2013. Chris Bigler har været ansat i koncernen siden år 2002 og været medlem af bestyrelsen siden år 2008.¹⁰² Jf.

udviklingen i aktiekursen nedenfor, ses et kursudslag lige omkring den 15. april 2013, hvor opsigelsen blev offentliggjort. Vi stiller os undrende overfor dette, da vi via den strategiske analyse ikke vurderer ham som værende en nøgleperson, da ingen væsentlige risici vedrører eller kan påvirkes væsentligt af økonomidirektøren.

Figur 42: Kursudvikling af IC Companys 01.01.2013-03.05.2013



Kilde: Egen tilvirkning, <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/ic-companys/274047/historik>

¹⁰² <http://www.iccompanys.dk/announcement/2013-04-16-chief-financial-officer-chris-bigler-har-opsagt-sin-stilling-i-ic-companys-as-og-fratraeder-senest-pr-31-oktober-2013/>

perioden efter værdiansættelsen. Kursen er fluktuerende i perioden, men har alligevel ligget stabilt indtil 5. februar 2013, hvor halvårsrapporten 2012/13 blev offentliggjort. Halvårsrapporten var i det store hele i overensstemmelse med ledelsens forventninger, men stadig en tilbagegang i forhold til regnskabsåret 2011/12. Kursen steg igen i den efterfølgende periode, og indfandt et stabilt leje indtil medio april, hvor aktien faldt ca. 10 kurspoint, som følge den førmentalte opsigelse i ledelsen.

Den strategiske analyse belyste den store driftsmæssige risiko der i modebranchen. Dette understøttes af den nylige konkurs af modehuset Friis Label Factory (Bl.a. ejer af mærket Friis & Company). Modehuset blev begæret konkurs d. 21. marts 2013 ved sø- og handelsretten. I april 2011 blev The Friis Group erklæret konkurs, og det er derfor anden gang på blot to år. Tidligere bestyrelsesformand Mikkel Vendelin begrundede konkursen med den hårde tid branchen har haft de seneste år samt det faktum, at selskabet ikke har været i stand til at justere virksomheden i forhold til den økonomiske situation.

For blot få år siden omsatte virksomheden for mere end 300 mio.kr. årligt, hvilket siden er faldet drastisk. Dette vidner til, at den driftsmæssige risiko for modebranchen er meget høj. IC Companys er som nævnt i risikoanalysen også højt eksponeret for den driftsmæssige risiko, men prøver at reducere denne ved at sikre en så høj variabel omkostningsstruktur som muligt.

Selvom Friis Label Factory fortsætter i et nyt selskab, vurderes det ikke at have betydning for IC Companys, idet Friis Label Factory ikke anses som værende en reel konkurrent for IC Companys.¹⁰³

I forbindelse med offentliggørelsen af halvårsrapporten 2012/13 meddelte ledelsen, at de to brands Jackpot og Cottonfield blev sat til salg. Der er i perioden efter 5. februar 2013 ikke offentliggjort yderligere fondsårsmeddelelser om dette, hvorfor det må konkluderes, at IC Companys ikke er kommet nærmere et salg af Jackpot og Cottonfield.

¹⁰³ <http://fashionforum.dk/2013/04/25/friis-label-factory-under-konkurs/> og <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/47353/artikel.html>

Litteraturliste

Bøger:

- Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 2. udgave 2006, Gjellerup
- Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" 3. udgave 2011, Gjellerup
- Geoff Lancaster, Lester Massingham: "Marketing Management" 2. udgave 1998, McGraw-Hill

Rapporter og notater:

- IC Companys A/S årsrapport 2008/09
- IC Companys A/S årsrapport 2009/10
- IC Companys A/S årsrapport 2010/11
- IC Companys A/S årsrapport 2011/12
- IC Companys A/S halvårsrapport 2012/13
- IC Companys - Fusionsprospekt af 20. april 2001
- IC Companys - Fondsbørsmeddelelse nr. 4/2001
- IC Companys - Fondsbørsmeddelelse nr. 31/2005
- Bestseller A/S årsrapport 2011/12
- Inditex Group S.A. årsrapport 2011
- Hennes & Mauritz AB årsrapport 2011/12
- FSR: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" 2002
- Deloitte: "Modeanalyse" 2013
- PwC: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" 2010
- Danske Markets – IC Companys investeringsanalyse 2010

Generelle internetsider:

- www.iccompanys.dk
- www.reuters.com
- www.bloomberg.com
- www.nationalbanken.dk
- www.betabox.dk/vaerdikaede.html
- www.euroinvestor.dk
-

-
-

Artikler fra internettet:

- Spar Nord: "Ugescenario uge 3" [11. januar 2013]
https://investeringsportal.sparnord.dk/publikationer/makro/ugescenario/uge_03
- Arbejdernes Landsbank: "Finansugen uge 50" [14. december 2012]
<http://www.al-bank.dk/media/documents/uge%2050.pdf>
- IC Companys: Meddelelse – "Chief Financial Officer Chris Bigler har opsagt sin stilling i IC Companys A/S og fratræder senest pr. 31. oktober 2013"
<http://www.iccompanys.dk/announcement/2013-04-16-chief-financial-officer-chris-bigler-har-opsagt-sin-stilling-i-ic-companys-as-og-fratraeder-senest-pr-31-oktober-2013/>
- Hans Gottlieb, Fashion Forum – "Friis Label Factory er gået konkurs" [25.04.2013]
<http://fashionforum.dk/2013/04/25/friis-label-factory-under-konkurs/>
- Johan Christensen, Børsen – "Milliardær går konkurs med ny modesatsning"
<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/47353/artikel.html>
- EU-Oplysningen: "Vækst i BNP"
http://www.euo.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/

Bilag

1. Reformuleret egenkapital

(mio.kr.)	30.06.2009	30.06.2010	30.06.2011	30.06.2012	30.06.2013
Egenkapital primo	465,0	495,6	733,3	738,6	828,6
Transaktioner med ejere					
Aktietilbagekøb	(13,1)	(10,6)	(13,0)	-	-
Udbetalt udbytte	(66,0)	-	(69,7)	(73,8)	(24,3)
Udnyttelse af aktieoptioner/warrants	-	-	3,0	-	-
Andre transaktioner med aktionærer	-	-	(105,0)	-	-
Aktiebaseret vederlæggelse	(3,5)	(5,3)	(7,7)	(7,7)	(3,7)
Transaktioner med ejere i alt	(79,1)	(10,6)	(184,7)	(73,8)	(24,3)
Totalindkomst					
Årets resultat rapporteret	109,2	235,8	246,3	89,4	114,6
Minoriteternes andel	(7,7)	(6,1)	(3,7)	(1,3)	(1,0)
Hensatte forpligtelser	-	-	-	-	-
Valutakursreguleringer	(58,4)	54,3	(3,5)	10,8	3,4
Værdireguleringer	25,5	0,4	(66,2)	18,5	(65,4)
Overført til resultatopgørelsen	32,3	(25,5)	(0,4)	66,2	(9,3)
Skat af totalindkomst	5,3	(15,9)	9,8	(27,5)	14,9
Totalindkomst i alt	106,2	243,0	182,3	156,1	57,2
Aktiebaseret vederlæggelse	3,5	5,3	7,7	7,7	3,7
Egenkapital ultimo	495,6	733,3	738,6	828,6	865,2

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i IC Companys' årsrapporter 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13

2. Reformuleret balance

(mio.kr.)	30.06.2009	30.06.2010	30.06.2011	30.06.2012	31.12.2012
Driftsaktiver					
Goodwill	178,8	194,3	199,4	205,1	209,1
Software og IT systemer	21,5	21,4	28,6	48,5	53,1
Varemærkerettigheder	0,1	0,1	0,1	-	-
Lejerettigheder	19,8	19,6	20,5	17,5	17,8
IT systemer under udvikling	-	13,6	13,8	9,5	1,7
Immatrielle aktiver i alt	220,2	249,0	262,4	280,6	281,7
Grunde og bygninger	167,3	161,5	155,0	151,7	151,4
Indretning af lejede lokaler	124,5	132,5	118,0	97,7	90,1
Driftsmateriel og inventar	119,6	106,9	96,6	86,0	79,6
Materielle aktiver under opførsel	7,7	7,5	5,9	2,5	5,3
Materielle aktiver i alt	419,1	408,4	375,5	337,9	326,4
Finansielle aktiver	35,4	36,0	33,8	40,3	40,4
Udskudte skatteaktiver	129,0	99,9	99,0	64,1	79,4
Finansielle aktiver i alt	164,4	135,9	132,8	104,4	119,8
Varebeholdninger	439,6	428,7	556,5	528,5	538,5
Tilgodehavender fra salg af varer og tjenesteydelser	257,6	262,1	358,0	391,9	427,8
Tilgodehavende selskabsskat	48,3	30,2	35,2	34,8	43,7
Andre tilgodehavender	61,2	55,8	45,4	137,4	57,5
Periodeafgrænsningsposter	92,1	104,7	106,8	109,4	103,7
Driftslikviditet	36,2	35,0	39,3	38,2	37,5
Omsætningsaktiver i alt	935,0	916,5	1.141,2	1.240,2	1.208,7
Driftsaktiver i alt	1.738,7	1.709,8	1.911,9	1.963,1	1.936,6
Driftsforpligtelser					
Pensionsforpligtelser	4,6	6,9	5,8	12,9	11,9
Udskudt skat	39,3	47,5	56,3	52,2	48,9
Hensatte forpligtelser	10,9	2,2	-	7,1	5,7
Leverandører af varer og tjenesteydelser	291,7	354,8	348,9	396,5	345,2
Selskabsskat	63,7	12,3	10,2	19,0	47,5
Anden gæld	250,1	260,5	397,8	358,5	383,4
Driftsforpligtelser i alt	660,3	684,2	819,0	846,2	842,6
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	1.078,4	1.025,6	1.092,9	1.116,9	1.094,0
Aktiekapital	169,4	169,4	169,4	169,4	169,4
Reserve for sikringstransaktioner	21,2	2,4	(47,7)	15,9	(43,9)
Reserve for valutakursregulering	(62,5)	(30,4)	(40,6)	(36,1)	(32,7)
Overført resultat	367,5	591,9	657,5	679,5	771,5
Egenkapital tilhørende moderselskabets aktionærer	495,6	733,3	738,6	828,7	864,3
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser	13,5	13,9	4,1	1,9	3,7
Egenkapital i alt	509,1	747,2	742,7	830,6	868,0
Gæld til kreditinstitutter, langfristet gæld	168,0	140,0	140,0	140,0	140,0
Gæld til kreditinstitutter, kortfristet gæld	447,3	175,3	224,7	190,7	90,0
Finansielle forpligtelser i alt	615,3	315,3	364,7	330,7	230,0
Likvide beholdninger	46,0	36,9	14,5	44,4	4,0
Finansielle aktiver i alt	46,0	36,9	14,5	44,4	4,0
Forpligtelser i alt	569,3	278,4	350,2	286,3	226,0
Investeret kapital	1.078,4	1.025,6	1.092,9	1.116,9	1.094,0
Kontrol	-	-	-	-	-

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i IC Companys årsrapporter for 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13

3. Reformulering resultatopgørelse

(mio.kr.)	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13*
Resultatopgørelse					
Nettoomsætning	3.621,1	3.495,3	3.925,4	3.819,1	3.750,1
Produktionsomkostninger	(1.464,7)	(1.370,9)	(1.603,8)	(1.664,8)	(1.607,6)
Bruttoresultat	2.156,4	2.124,4	2.321,6	2.154,3	2.142,5
Andre eksterne omkostninger	(909,5)	(785,2)	(867,4)	(906,3)	(888,2)
Personaleomkostninger	(948,6)	(927,0)	(1.016,4)	(999,7)	(995,2)
Af- og nedskrivninger	(146,7)	(129,6)	(125,0)	(128,7)	(113,6)
Driftsoverskud fra salg (før skat)	151,6	282,6	312,8	119,6	145,5
Skat af driftsmæssigt overskud fra salg	(40,9)	(40,4)	(74,6)	(16,1)	(58,6)
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	110,7	242,2	238,2	103,5	86,9
Andre driftsindtægter og -omkostninger	10,5	-	8,5	10,8	(0,6)
Særlige poster	4,7	13,3	(60,3)	68,0	(56,4)
Andet driftsoverskud (før skat)	15,2	13,3	(51,8)	78,8	(57,0)
Skat af andet driftsoverskud	(4,2)	(2,0)	10,4	(24,4)	16,5
Andet driftsoverskud (efter skat)	11,0	11,3	(41,4)	54,4	(40,5)
Samlet driftsoverskud (efter skat)	121,7	253,5	196,7	157,9	46,4
Finansielle indtægter	31,5	18,3	7,4	35,7	26,3
Finansielle omkostninger	(42,3)	(23,5)	(20,8)	(36,4)	(29,4)
Netto finansielle omkostninger (før skat)	(10,8)	(5,2)	(13,4)	(0,7)	(3,1)
Skatteeffekt	3,0	0,8	2,7	0,2	0,9
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	(7,8)	(4,4)	(10,7)	(0,5)	(2,2)
Totalindkomst for koncernen	113,9	249,1	186,0	157,4	44,2
Minoritetsinteresser	7,7	6,1	3,7	1,3	1,0
Totalindkomst	106,2	243,0	182,3	156,1	43,2

* Halvårsrapport 2012/13, rullende 12 mdr.

Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i IC Companys' årsrapporter for 2008/09 til 2011/12 samt halvårsrapport 2012/13