

Handelshøjskolen i København, Copenhagen Business School, 2010

Hovedopgave nr. 120, 8. semester, forår 2010

Strategisk analyse og værdiansættelse af B&O



Afleveringsdato: 17. maj 2010

Vejleder: Professor, Jens. O. Elling

Udarbejdet af: Morten Egon Jørgensen

Dato og underskrift: _____

CPR-nr. 160881-XXXX

INDHOLDSFORTEGNELSE

INDHOLDSFORTEGNELSE	2
FIGURFORTEGNELSE.....	4
INDLEDNING.....	5
PROBLEMFOMULERING.....	6
MODEL OG METODE.....	7
Virksomhedsbeskrivelse	7
Strategisk analyse.....	7
Regnskabs- og nøgletalsanalyse.....	9
Budgettering.....	10
Værdiansættelse og følsomhedsanalyse.....	10
AFGRÆNSNING.....	11
KILDER.....	12
VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE.....	13
Lidt historie	13
Nutiden.....	14
Strategi	15
Markeder	16
Segmenter/forretningsområder.....	17
Ejerforhold	18
Organisation og ledelse.....	19
Bestyrelse	19
Ledelse	21
Figur 7 - Organisationsdiagram	21
STRATEGISK ANALYSE	21
Opbygning af den strategiske analyse.....	22
Markedet	22
Makroanalyse	24
PEST-analyse	24
Opsummering på PEST-analyse	35
Brancheanalyse, Porter's Five Forces.....	35
Nuværende konkurrenceintensitet.....	36
Truslen fra nye indtrængere	37
Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	37
Kundernes forhandlingsstyrke	38
Konkurrence fra substituerende produkter.....	38
Opsummering på Porter's Five Forces	39
Intern analyse, værdikædeanalyse.....	39
Indkøb (inbound logistics)	40
Forskning, udvikling og produktion (operations)	41
Distribution (outbound logistics)	42
Salg, marketing og service	43
Delkonklusion på strategisk analyse via SWOT.....	44
REGNSKABS- OG NØGLETALSANALYSE	44
Regnskabskvalitet	45
Regnskabspraksis.....	45

Analyse.....	46
Reformulering af regnskab.....	46
Reformulering af resultatopgørelsen.....	47
Reformulering af balancen.....	48
Nøgletalsanalyse	49
Overskudsgrad	49
Nettoaktivernes omsætningshastighed.....	50
Afkastningsgraden (ROIC/Return on Invested Capital)	51
Finansiell Gearing (FGEAR)	52
SPREAD	53
Return on Equity (ROE)	54
Delkonklusion	55
BUDGETTERING	57
Vækst og nettoomsætning.....	57
Overskudsgrad (EBITDA-margin)	59
Nettoaktivernes omsætningshastighed.....	60
Afkastningsgrad (ROIC / Return on Invested Capital).....	62
Dividende	62
Skattesats.....	63
Renten, r.....	63
Sammenfatning af budgettering.....	64
VÆRDANSÆTTELSE OG FØLSOMHEDSANALYSE	64
DCF-modellen.....	64
WACC, teori og beregning	66
Lånerente efter skat (Kg):	67
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser VoNFF og værdien af egenkapitalen VoE	67
Ejernes afkastkrav (Ke) og CAPM:	67
Sammenfatning WACC-beregning.....	71
B&O's aktuelle værdi	72
Terminalværdiens størrelse	73
Følsomhedsanalyse	73
Alternativ værdiansættelse	77
Delkonklusion	78
KONKLUSION	79
BILAG.....	81
Bilag 1 – B&O's bestyrelse pr. 31.05.2009	81
Bilag 2 – Officiel resultatopgørelse	83
Bilag 3 – Officiel balance	84
Bilag 4 – Reformuleret resultatopgørelse og balance	85
Bilag 5 – Nøgletalsanalyse.....	86
Bilag 6 – Budgettering	87
Bilag 7 – WACC & værdiansættelse	88
Bilag 8 – Følsomhedsanalyse.....	90
LITTERATURLISTE	91
Teoretisk litteratur.....	91
Andre kilder	92

FIGURFORTEGNELSE

Figur 1 – Opgavens opbygning	7
Figur 2 – Strategisk analyse	8
Figur 3 – omsætningsfordeling på butikker og butiksfordeling.....	14
Figur 4 – Geografisk omsætningsfordeling	16
Figur 5 – Ejerforhold.....	18
Figur 6 - Koncerndiagram.....	19
Figur 7 - Organisationsdiagram	21
Figur 8 – Opbygning af den strategiske analyse	22
Figur 9 – Porter's Generiske Strategier.....	23
Figur 10 – PEST-analyse	24
Figur 11 – Rentespænd mellem DKK og EUR.....	25
Figur 12 – BNP-udvikling	27
Figur 13 – Forventet renteudvikling	29
Figur 14 – Udvikling i ejendomspriser i Danmark	30
Figur 15 – B&O-aktiens udvikling i forhold til C20-indekseksets udvikling.....	31
Figur 16 – Ændring i forbrugerpsykologi	33
Figur 17 – Opsummering på PEST-analyse.....	35
Figur 18 – Porter's Five Forces	36
Figur 19 – Opsummering på Porter's Five Forces.....	39
Figur 20 – Porter's Value Chain	40
Figur 21 - Delkonklusion på strategisk analyse via SWOT.....	44
Figur 22 – Den udvidede DuPont-model	46
Figur 23 – Definition af det frie cash flow.....	65
Figur 24 – Fortolkning af Beta-værdi	69
Figur 25 – Ejernes afkastkrav (Ke) fundet ved CAPM.....	70
Figur 26 – WACC.....	71
Figur 27 – Komprimeret værdiansættelse af B&O	72

INDLEDNING

Bang & Olufsen A/S (B&O) har som mange andre virksomheder lidt – og lider fortsat – under finanskrisens hærgen og dens afledte effekter.

I kølvandet på flere gode år efter årtusindskiftet, hvor der blev præsenteret flotte regnskabstal, har bestyrelsen i B&O måtte sande, at finanskrisen rammer udprægede luksusbrands ekstra hårdt, og at dette mildest talt påvirker regnskabstallene negativt.

I 2008 ansatte man en ny CEO, Karl ”Kalle” Kristian Hvidt Nielsen, og kort tid herefter blev den nye strategiplan ”Pole Position Strategy 2008” iværksat. Efter flere mislykkede produktudviklinger – heriblandt på telefon- og mobiltelefonområdet, skulle B&O nu tilbage til kerneforretningen, audio- og videoprodukter, og med øget fokus på kvalitet, design, brugervenlighed og innovation. Samtidig blev fokus på omkostninger og kapitalbindingerne ligeledes øget, således afkastet på den investerede kapital igen kunne forbedres.

I løbet af regnskabsåret 2008/2009 indså ledelse og bestyrelse, at krisen ville ramme B&O så hårdt, at underskuddet ville blive på den forkerte side af 400 mio. kr. før skat, og derfor besluttede man sig for at iværksætte en aktieemission. Samtidig blev de to aktieklasser slået sammen, således alle aktionærer nu er ligeberettigede på generalforsamlingerne. Der har været spekuleret i, om aktiesammenlægningen blev foretaget for at gøre B&O salgsmoden, men den store aktieudvidelse, der blev foretaget ved emissionen, synes på kortere sigt at tale imod sådanne spekulationer.

På trods heraf synes det mere interessant end nogensinde at analysere, om B&O’s aktiekurs pt. er prisfastsat korrekt i markedet.

Efter de seneste kvartalsmeddelelser er det næppe en overdramatisering at påstå, at B&O står ved en skillevej: enten vendes skuden, således der igen opnås et fornuftigt afkast til aktionærerne. Eller også må B&O formentlig se sin aktiekurs falde og blive et let bytte for konkurrerende AV/TV-producenter.

Denne opgave skal give et bud på, hvorledes B&O's aktiekurs kan prisfastsættes på baggrund af fremtidige pengestrømme, og dermed tegne et billede af fremtidsudsigterne for B&O.

PROBLEMFORMULERING

I kølvandet på en række investeringer og satsninger, der som nævnt har været tvivlsomme, og som efter alt at dømme har været medvirkende til negative resultater, forsøger analytikere og medier ihærdigt at fastsætte prisen på B&O.

Hertil kommer finanskrisens afledte effekter, som generelt set ansporer forbrugere til at søge mod en mere prisbevidst adfærd. Sammenlagt gør disse faktorer, at der aktuelt er meget stor usikkerhed omkring værdien af B&O.

Motiveret af dette ønsker jeg ved hjælp af offentlig tilgængelig information at besvare følgende:

"Hvad er den aktuelle værdi af Bang & Olufsen-koncernen?"

Besvarelsen af ovenstående vil foregå gennem en strategisk analyse, der sammenholdt med en ex post regnskabsanalyse vil danne grundlag for en ex ante budgettering. Budgetteringen vil blive lagt til grund for værdiansættelsen af B&O.

Som delkonklusioner i hovedopgaven vil følgende underspørgsmål blive besvaret:

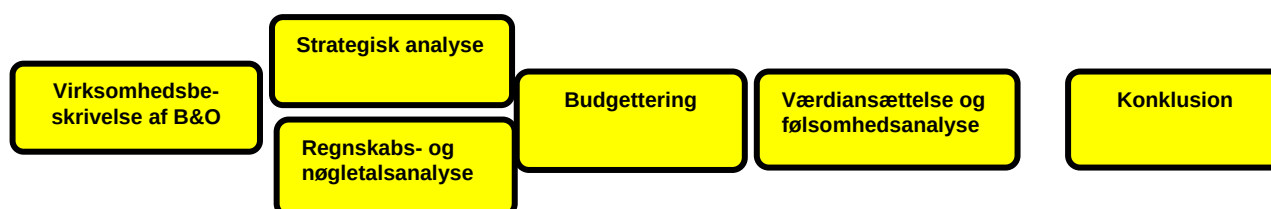
- Hvorledes kan B&O's aktuelle, strategiske position i markedet og branchen beskrives?
- Hvordan kan B&O's regnskabsmæssige performance beskrives indenfor ex post analyseperioden?
- Hvordan påvirker de to ovenstående punkter en ex ante budgettering?
- Hvad er den aktuelle værdi af B&O, såfremt den bestemmes ved DCF-modellen?

MODEL OG METODE

Følgende afsnit har til hensigt at klarlægge opbygningen af opgaven for læseren. Herudover skal afsnittet redegøre for metode- og modelvalgene i opgaven samt forklare, med hvilken hensigt de respektive modeller er anvendt.

I opbygning vil opgaven følge nedenstående figur:

Figur 1 – Opgavens opbygning



Kilde: egen tilvirkning

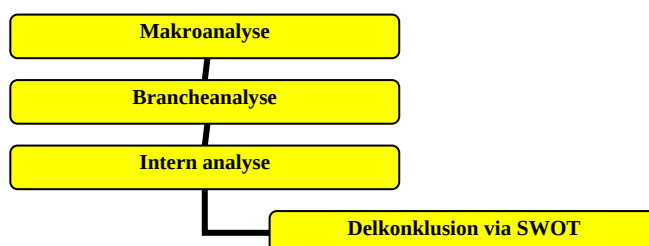
Virksomhedsbeskrivelse

Virksomhedsbeskrivelsen har til formål at give læseren et overordnet indblik i virksomheden, B&O. Dette gøres ved at gennemgå historien, forretningsgrundlaget, markederne, strategien og organisationen på et overordnet niveau. Hensigten med afsnittet er at redegøre for de overordnede fakta inden opgavens analyseafsnit, og dermed undgå at disse bliver for beskrivende..

Strategisk analyse

Det er valgt at dele den strategiske analyse for B&O op i tre niveauer. Der startes med at analysere makroforholdene, hvorefter brancheforholdene analyseres. Til sidst analyseres de interne, virksomhedsspecifikke forhold.

Figur 2 – Strategisk analyse



Kilde: egen tilvirkning

Formålet med den strategiske analyse er at belyse de ikke-finansielle værdidrivere, der er til stede eksternt i makromiljøet, i branchemiljøet, samt internt i virksomheden B&O.

Den strategiske analyse indledes med at placere B&O på det strategiske landkort blandt konkurrenterne vha. Porter's Generiske Strategier. Modellen giver et hurtigt og simpelt overblik over konkurrencesituationen i markedet, ligesom den dokumenterer hvilke konkurrenter B&O kan påregne som sine nærmeste.

Makroøkonomiske faktorer, der kan påvirke B&O's omsætnings- eller omkostningsniveau fremadrettet, belyses således i den første del af den strategiske analyse. Makroanalysen vil have altovervejende fokus på den danske og europæiske makroverden, idet langt størstedelen af B&O's omsætning er placeret på disse hjemme- og nærmarkeder.

Modellen, der anvendes i makroanalysen, er PEST-analysen, idet modellen redegør for de vigtigste af de faktorer, som B&O bør have med i sine strategiske overvejelser. Herudover tilskynder modellen til, at observatøren når hele vejen rundt i sin søgen efter ikke-finansielle værdidrivere i B&O's makroverden.

På brancheniveau anvendes modellen, Porter's Five Forces, idet den giver et godt indblik i branchen, som B&O opererer i, ligesom den har til hensigt at redegøre for konkurrenceintensiteten i markedet.

På internt niveau – også kaldet mikroniveau – anvendes Porter's Value Chain – som på dansk benævnes værdikædeanalysen. Modellen har til hensigt at belyse hele kæden af processer i virksomheden – fra input af råmaterialer til output og salg af færdigvarer, og det er målet at belyse de områder i værdikæden, hvor der enten skabes værdi eller destrueres værdi. Ligeledes er det hensigten at afdække, om B&O's værdikæde skaber konkurrencemæssige fordele for B&O, eller processerne potentielt stiller Struer-virksomheden ringere end sine konkurrenter.

Regnskabs- og nøgletalsanalyse

Regnskabsanalysen indledes med kort at belyse B&O's anvendte regnskabspraksis samt regnskabskvaliteten. Herefter følger den egentlige regnskabs- og nøgletalsanalyse, hvor den valgte analyseperiode strækker sig over de seneste fire offentliggjorte årsrapporter samt den seneste offentliggjorte kvartalsmeddelelse, som dækker tre kvartaler fra 01.06.2009-28.02.2010.

Kvartalsmeddelelsen er inddraget for at gøre rammerne for analysen så aktuelle som muligt, ligesom den giver en god indikation af, hvorledes det fulde regnskabsår 2009/2010 vil udarte sig. Sidstnævnte er således også første år i budgetperioden.

Inden den egentlige analyse kan foretages, vil der blive foretaget en reformulering af resultatopgørelse og balance til analysebrug. Da den senere værdiansættelse vil blive foretaget på baggrund af en kapitalværdibaseret metode (DCF), er det forskydninger i virksomhedens egenkapital, der er væsentlig. Reformuleringens primære mål er således at redegøre for den egentlige værdiskabelse i virksomheden (den såkaldte totalindkomst) frem for det bogførte resultat i den officielle resultatopgørelse¹.

Efter reformuleringen vil der blive analyseret på udvalgte nøgletal, som alle har til hensigt at tegne et billede af B&O's historiske regnskabsperformance, ligesom der ønskes at komme med årsagsforklaringer på denne.

Sammen med den strategiske analyse, hvor de ikke-finansielle drivere blev belyst, har regnskabsanalysen til hensigt at finde de finansielle værdidrivere, der senere vil udmønte sig i budgetteringen.

¹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 107-149.

Budgettering

Budgetteringen udarbejdes som nævnt ud fra den strategiske analyse, ligesom konklusionerne i regnskabsanalysen i høj grad inddrages. Da den kapitalværdibaserede værdiansættelse af B&O måler på fremtidige nettopengestrømme, er budgetteringen således også grundlaget for den senere værdiansættelse via DCF-modellen i denne opgave. Budgetperioden strækker sig over 5 år plus en terminalværdiperiode. Budgettet vil primært blive foretaget på nøgletalsbasis, og budgetteringen i sin helhed fremgår af bilag 6 og 7.

Værdiansættelse og følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen foretages med udgangspunkt i Discounted Cash Flow model (DCF-modellen). I praktisk anvendelse er DCF-modellen den mest udbredte og anvendte, og bruges aktivt af finansielle analytikere.² Der findes undermetoder til DCF: den direkte samt den indirekte metode. I denne opgave er den indirekte metode anvendt, hvor markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser fratrækkes efter der er foretaget værdiansættelse af virksomhedsværdien. Den indirekte metode anvendes typisk i praksis, da den er relativt simpel, ligesom den ikke fordrer budgettering af de netto finansielle forpligtelser³. Som en del af værdiansættelsen belyses og udregnes enkeltkomponenterne i de vægtede, gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).

Værdiansættelsen af B&O udmønter sig i en nominel egenkapitalværdi for B&O pr. 5. maj 2010 samt en nominel egenkapitalværdi fordelt ud på værdi i kr. pr. aktie pr. s.d.

Efter den egentlige værdiansættelse følger en kort diskussion om terminalværdiens størrelse som delmængde af den samlede, teoretiske virksomhedsværdi, hvorunder også budgetperiodens længde drøftes.

Herefter foretages en følsomhedsanalyse, der skal påvise aktiekursens følsomhed i forhold til WACC-komponenterne, vækstscenarier, kapitalstruktur/gearing samt den underliggende drift. Hvor den egentlige værdiansættelse havde en nominel værdi som output, har følsomhedsanalysen til hensigt at indkredse et interval, hvori det må vurderes, at aktiekursen bør placeres.

² FSR, Rådgivningsudvalget, side 48.

³ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 42.

Efter følsomhedsanalysen følger en kort diskussion om en alternativ værdiansættelse, hvorefter opgaven sluttet af med en konklusion.

AFGRÆNSNING

Hovedopgaven skal opfylde helt specifikke formkrav og begrænsninger⁴, ligesom det tidsmæssige perspektiv for opgaveskrivningen nødvendiggør afgrænsninger. Herudover står B&O – som nævnt i indledningen – i en situation, hvor der kan vælges adskillige indfaldsvinkler til en værdiansættelse af virksomheden. De opstillede begrænsninger er således som følger:

- Det er i hele opgaven valgt at blive på overordnet koncernniveau, og opgaven bliver derfor kun produktspecifik i minimalt omfang.
- I analyseafsnittet fokuseres der hovedsageligt på det danske og europæiske marked. Det er kort diskuteret, at der vurderes at være store potentialer i såkaldte emerging markets, men herudover behandles de ikke-europæiske markedet ikke.
- I relation til sidstnævnte punkt er der således ej heller analyseret på, om demografiske forskydninger på emerging markets såsom befolkningstilvækst eller i ændringer i husstandsindkomster kan udgøre en vækstdriver for B&O.
- Udover hvad der kort blev diskuteret i indledningen, er der ikke analyseret dybere i de opkøbsrygter, der har floreret i medierne.
- I regnskabsanalyseafsnittet er der ikke foretaget reformulering af egenkapitalopgørelse og pengestrømsopgørelse. B&O anvender nye IFRS-standarder⁵ som regnskabspraksis med tilhørende egenkapital-, totalindkomst- og pengestrømsopgørelse. Den reformulerede resultatopgørelse indeholder således de ikke-resultatførte poster fra den officielle egenkapital- og totalindkomstopgørelse.
- I den strategiske analyse er det fravalgt at kommentere på valutakursrisici, da B&O er afdækket via finansielle instrumenter.
- I budgetteringen er der ikke foretaget base up/down scenarier. Dette anses som en del af følsomhedsanalysen.

⁴ Vejledning 2010 for Hovedopgave og tværfaglig prøve, Institut for Regnskab og Revision, HD(R).

⁵ <http://www.iasplus.com/dttdpubs/0903introtoifrsdanish.pdf>

- Der er ikke foretaget alternativ, relativ værdiansættelsesmetode i praksis. Dette begrundes i særskilt afsnit om alternativ værdiansættelse.
- WACC estimeres primært på baggrund af B&O selv, og udover at indgå i common sense-betragtninger foretages der ikke kvantitative beregninger i forhold til markedet.

KILDER

Opgaveskrivningen er foretaget udelukkende med anvendelse af offentligt tilgængeligt materiale. Nogle af de anvendte kilder kan dog kun anvendes på abonnementsbasis – herunder bl.a Reuters Informationsservice samt Greens Analyseinstitut.

Herunder er Nordea Bank Danmarks investorsystem til erhvervs- og institutionelle kunder, Nordea e-Markets, anvendt til at indhente kursinformation⁶.

Information om B&O's profil, historie, forretningsgrundlag, regnskabsmæssige performance, mv. er altovervejende indhentet fra B&O's egen hjemmeside: www.bangogolufsen.dk.

De teoretiske kilder er altovervejende pensum fra HD 1. del (almen) samt HD 2. del (Regnskabsanalyse og finansiell planlægning). I den praktiske tilgang til opgaven er Elling og Sørensen anvendt som primærkilde⁷.

Artikler i den seriøse del af pressen er anvendt primært i den strategiske analyse, hvor presseomtalen har været med til at tegne et billede af B&O's situation.

Fælles for de ikke-teoretiske kilder er, at der i hele processen er taget højde for en potentielt skjult dagsorden – herunder specielt i fortegningsmissionen, der i praksis fungerer som et salgsprospekt. Udmeldingerne fra de ikke-teoretiske kilder generelt kan således bære præg af en vis subjektivitet, hvorfor der under hele opgaveskrivningsprocessen har været anvendt sund skepsis til disse kilder.

⁶ <http://www.nordea.com/Erhverv+institutioner/e-Markets/60422.html>

⁷ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave.

VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE⁸

Lidt historie

Bang & Olufsen (B&O) blev grundlagt i 1925 af de to dimitterende ingeniører, Peter Bang og Svend Olufsen. De to grundlæggere havde stiftet bekendtskab med hinanden på ingeniørstudiet, og de delte begejstringen for datidens seneste skrig: radioen.

Svends forældres gods var rammen om de to unge ingeniørers første aktiviteter. Selvom det var radioen, der havde sammenbragt Peter og Svend, kom det første udviklingsmæssige gennembrud med en lysnetmodtager, som blev døbt ”Eliminatoren”, da den i flere sammenhænge kunne erstatte batteriet som energikilde.

Introduktionen af ”Eliminatoren” var perfekt sammenfaldende med, at stadig flere danske husholdninger blev udstyret med fast strømforsyning, og Eliminatorens succes gav B&O startkapitalen og roen til at danne fundamentet til den virksomhed, vi kender i dag.

Anden Verdenskrig blev en knap så rolig tid for virksomheden, idet nazi-sympatisører sprængte den relativt nye fabrik i luften og ødelagde størstedelen af produktionsfaciliteterne. Sprængningen kom som et modsvar til, at B&O nægtede at samarbejde med besættelsesmagten, og aktionen var så godt som lammende for virksomheden helt frem til 1960.

I starten af 1960’erne var virksomheden atter på fode med fornyet kraft, og snart etablerede B&O sig i danskernes bevidsthed som ”Det danske kvalitetsmærke”.

Fra slutningen af 1960’erne trængte et stigende antal asiatiske konkurrenter ind på det danske marked, og det blev hurtigt klart for ledelsen, at der i produktudviklingen måtte fokuseres på viden, innovation, kvalitet og især design, hvis man skulle differentiere sig og frigøre sig fra asiaternes konkurrence. Samtidig begyndte B&O at sælge deres produkter til udlandet.

⁸ B&O-koncernens årsrapport 2008/2009, side 8-17.

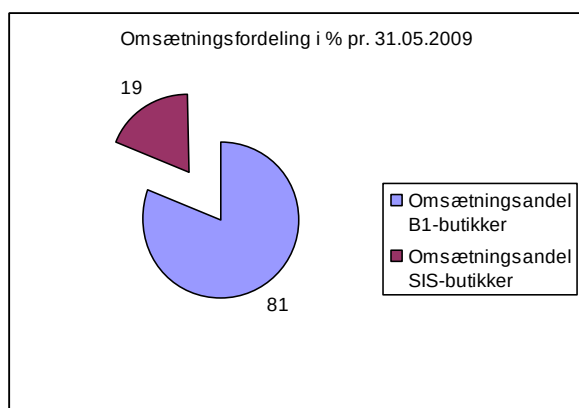
Som en reaktion på oliekriser og ”fattig-80’erne” måtte B&O fra slutningen af 1980’erne igen have kraftigt fokus på strategi, og der skete et frasalg af aktiviteter, som ikke hørte direkte under virksomhedens kernekompetencer. Samtidig blev en ny distributionsstrategi implementeret, som indebar, at B&O’s produkter hovedsagligt skulle sælges gennem eksklusive B&O-butikker, som alene forhandlede ét mærke. Disse butikker kendes i dag som B1-butikker og har siden implementeringen udgjort en stadig voksende andel af den samlede distribution. Den resterende andel sælges gennem såkaldte Shop-In-Shop-butikker, hvor en del af butiksarealet alene er dedikeret til salg af B&O-produkter. Formålet med distributionsstrategien er klar: at give forbrugeren en eksklusiv oplevelse allerede ved køb af produktet.

Nutiden

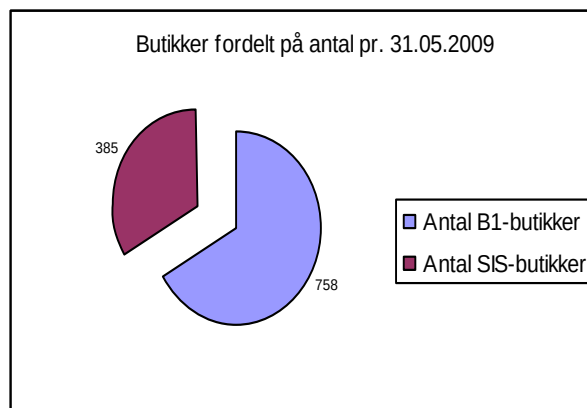
Blandt de nye tiltag siden årtusindskiftet kan ”Automotive” og ”Enterprise” nævnes som nogle af de mest fremtrædende. Automotive sælger bil-stereo til de mest eksklusive bilfabrikanter, mens Enterprise er betegnelsen for salg til hoteller og ejendomsudviklere.

B&O-produkter sælges i dag over det meste af verden, og 91 % af koncernens omsætning stammer fra eksport. Produktionen foretages dels på fabrikken i Struer og dels i Tjekkiet, hvor der beskæftiges ca. 200 medarbejdere.

Figur 3 – omsætningsfordeling på butikker og butiksfordeling



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. årsrapport 08/09



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. årsrapport 08/09

Pr. 31. maj 2009 var fordelingen på butikker og omsætning som vist i figurerne ovenfor. Kun en lille andel af B1-butikkerne (46 ud af 758) ejes af B&O, mens resten drives af butiksejere, som forpligter sig overfor B&O på en række detailområder fra indretning til farvevalg, mv.

Den faldende interesse for B&O og massive omsætningsnedgang (som vil blive behandlet senere i opgaven) har betydet, at flere af de selvstændige B1-butiksejere har fået det svært.⁹ Fortsætter den kedelige trend, efterlader dette B&O i et vanskeligt dilemma: skal man overtage ejerskabet af de nødlidende B1-butikker – og dermed påføre koncernen en øget finansiel risiko? Eller skal man opgive at fastholde størrelsen af det nuværende distributionsnet og lade butikkerne lukke?

Strategi

Den generelle økonomiske afmatning har betydet, at der i efteråret 2008 blev iværksat en ny samlet strategiplan med titlen ”Pole Position Strategy 2008” med hovedfokus på produkt- og designudvikling, styrket markedsførings- og salgsindsats samt tilpasning af omkostningsniveauet. Strategiplanen skal realisere B&O’s fortsatte målsætning om at være kendt for enestående eksklusivitet, kvalitet, brugervenlighed og design. B&O beskriver selv målsætningen som et ønske om fortsat at være kendt for sin brand-understøttede forretning¹⁰. Strategien kommunikerer således:

” – at udvikle eksklusive audio- og videoprodukter, der skal differentiere sig på design, kvalitet, brugervenlighed og innovation samt løbende sætte nye standarder – ”

En meget vigtig bestanddel i B&O’s nye strategiplan er videreudviklingen af den nuværende teknologiske platform, Beo-Link, som kan administrere betjeningen af hele B&O’s nyere produktportefølje. Udover B&O-produkterne kan der føjes lysregulering i boligen og andre ting til systemet, således betjeningen bliver komplet. Den fælles teknologiske platform vurderes at blive en særdeles vigtig brik i fastholdelsen af de bestående kunder, da den måske nok indebærer en stor investeringssum, men omvendt vejer som et tungt argument for, hvorfor produkter, der løbende skiftes ud, bør være B&O.

En anden del af den nye strategi, som i B&O-regi må betegnes som temmelig utraditionel, er tilnærmelsen til andre brands med samme målgruppe. Her kan nævnes, at B&O i samarbejde med

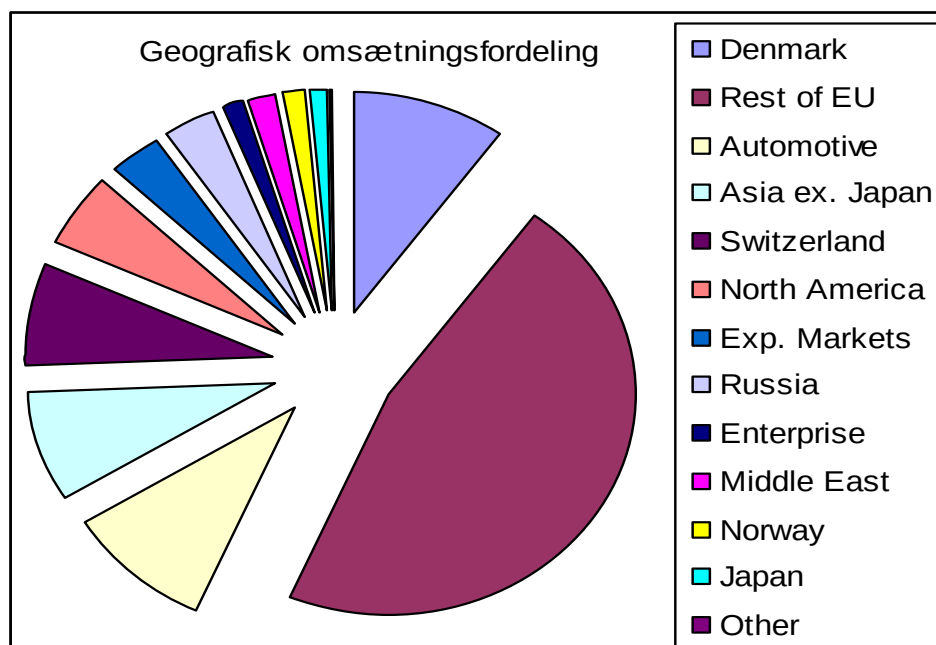
⁹ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/flere-bobutikker-m%C3%A5-lukke/?id=25620027>

¹⁰ B&O-koncernens årsrapport 2008/2009, side 11.

Apple har udviklet software, der tillader indehavere af iPhones eller Ipod Touchs at betjene Beo-Link systemet med de samme anvendelsesmuligheder som den legendariske B&O fjernbetjening.¹¹ Tidligere ville et sådant tiltag være fuldstændig utænkeligt, da hele eksistensgrundlaget for B&O bestod i at være differentierede. Tiltaget viser, at ledelsen anskuer sin omverden på en ny måde, og at man er nødsaget til at være utraditionel for at fastholde B&O-brandet helt fremme.

Markeder

Figur 4 – Geografisk omsætningsfordeling



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. announcement no. 09.12. (Halvårsregnskab pr. 30.11.2009)

Som figuren viser, udgøres de vigtigste markeder af Danmark og resten af EU. Blandt de resterende EU-lande er Tyskland og Storbritannien de klart største markeder. At de vigtigste markeder er placeret så tæt på udviklings- og produktionsfaciliteterne vurderes at være en fordel for B&O, da omkostninger til distribution således minimeres. Samtidig er der en signifikant politisk og demografisk lighed med B&O's oprindelige hjemmemarked. De nævnte forhold, som kan udgøre en åbenlys fordel for B&O, kan ligeledes udgøre en trussel, idet en stor del af virksomhedens samlede omsætning er eksponeret i forhold til de samme risikofaktorer. På denne måde er store dele

¹¹ <http://www.bang-olufsen.dk/beolink-home-controller-iphone-app>

af Europa eksponeret overfor mange af de samme af finanskrisens afledte effekter, og der ses et klart mønster i omsætningsnedgangen på de europæiske markeder. Ifølge seneste halvårsrapport aflagt pr. 30.11.2009 oplevede B&O således en omsætningsnedgang på mellem 18-27 % på alle centraleuropæiske markeder. De skandinaviske markeder (DK inkl.) var knap så hårdt ramt, hvor omsætningsnedgangen begrænsede sig til mellem 11-18 %.

Segmenter/forretningsområder¹²

B&O inddeler sine forretningsområder i to hovedsegmenter med hhv. 3 og 1 underpunkt:

Brandunderstøttet segment

- Audio/Video
- Enterprise
- Automotive (CarFi)

Branduafhængigt segment

- ICEpower

Det brandunderstøttede segment er segmentet, som B&O er kendt for, og koncernens ansigt udadtil. Herunder udgøres Audio/Video af det traditionelle salg af HiFi-produkter gennem B1- og SIS-butikkerne. Enterprise udgøres som nævnt primært af B2B-salg til hoteller, ejendomsudviklere og lignende, mens Automotive-delen er salg af CarFi-produkter til high-end bilmærker som Mercedes AMG, Aston Martin og Audi.

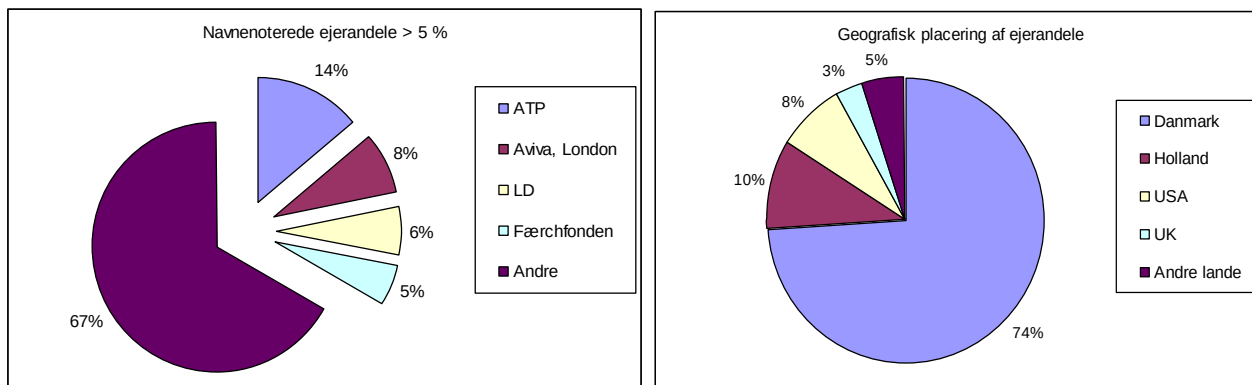
Det branduafhængige segment udgøres udelukkende af ICEpower og kan betegnes som B&O's "ukendte" forretningsområde. Aktiviteten består i udvikling, produktion og salg af digitale forstærkermoduler. Nøgleordet er kvalitet, og produkterne skal være kendetegnet ved en ekstremt høj ydeevne kombineret med minimal varmeudvikling. Af kunder i ICEpower kan nævnes Bowers & Wilkins, Alpine, Samsung og selvfølgelig B&O selv.¹³

¹² B&O-koncernens årsrapport 2008/2009, side 8-17

¹³ <http://www.icepower.bang-olufsen.com/en/company/who/>

Ejerforhold

Figur 5 – Ejerforhold



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. årsrapport aflagt pr. 31.05.2009

Aktiekapitalen i B&O bestod tidligere af A og B aktier, hvor A-aktierne gav 10 stemmer, mens B-aktierne gav 1 stemme. Med aktieemissionen i første halvår af 2009 blev aktiekapitalen dog slået sammen, således alle aktier fremadrettet giver stemmeret som B-aktier. Aktieudvidelsen forløb som planlagt - emissionen blev fuldttegnet og forøgede B&O's bogførte egenkapital med 459 mio. DKK¹⁴.

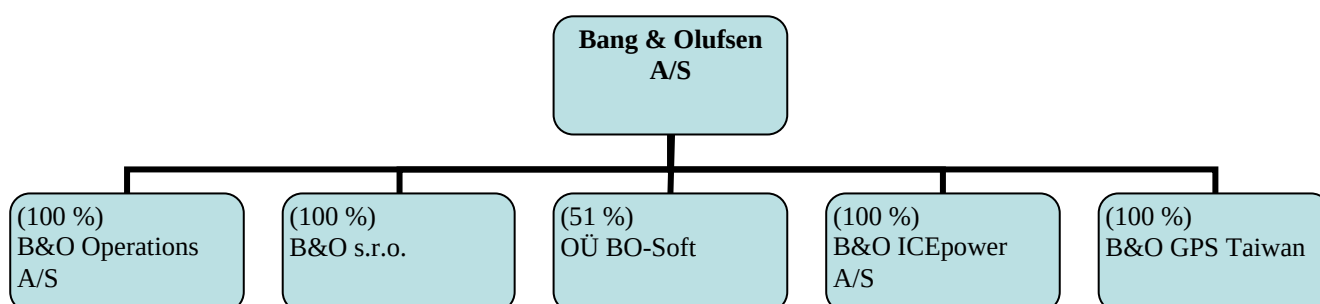
Den nuværende ejerstruktur viser, at der er få storaktionærer og en større masse af småaktionærer. ATP, den britiske forsikringsgigant Aviva samt LD sidder på de største, enkeltvis ejerandele. De nævnte interessenters tilstedeværelse i ejerkredsen er med til at vanskeliggøre pludselige overtagelsesforsøg fra konkurrenter. Når ATP, Aviva eller LD har ejerandele i B&O må det tolkes som et udtryk for, at de forventer et fremtidigt mérafkast på aktien. Deres forventede salgspris må således ligge over den nuværende børskurs. Samtidig indebærer tilstedeværelsen af de nævnte interessenter, at ledelsen ofte må ligge under for et større pres fra ejerkredsen, end hvis aktiekapitalen alene blev båret af småaktionærer. ATP og LD har meget klare holdninger til, hvad de forventer af ledelsen i de selskaber, hvor der foretages investeringer, hvilket senest er dokumenteret i Parken Sport & Entertainment¹⁵.

¹⁴ B&O-koncernens årsrapport 2008/2009, egenkapitalopgørelsen, side 60.

¹⁵ Artiklen "Don Ø sat på plads af LD" - <http://borsen.dk/investor/nyhed/175545/>

Organisation og ledelse

Figur 6 - Koncerndiagram



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. B&O-koncernens årsregnskab aflagt pr. 31.05.2009

Bang & Olufsen A/S er det danske moderselskab i koncernen, der herudover består af en række selskaber med bred geografisk spredning. Operations er selskabet, der håndterer langt størstedelen af de nationale og internationale salgs- og distributionskanaler. B&O s.r.o. er et Tjekkisk baseret produktionsselskab, mens B&O GPS Taiwan er produktionsselskab lokaliseret i Taiwan. ICEpower er som tidligere nævnt betegnelsen for koncernens brand-uafhængige forretning, og er således udskilt i et særskilt selskab.

Bestyrelse^{16,17}

Bestyrelsesmedlemmerne er listet op i bilag 1. Der findes et stærkt match mellem personer med et stærkt strategisk fokus og personer med et stærkt finansielt fokus.

¹⁶ www.greens.dk (Greens Analyseinstitut)

¹⁷ www.business.dk (diverse artikler)

Den siddende formand, Jørgen Worning, blev valgt ind i bestyrelsen første gang i 1991 og må således vurderes at have et indgående kendskab til – og overblik over – koncernens samlede aktiviteter. Ses der bort fra formandsposten, har der været adskillige udskiftninger i bestyrelsen de seneste år, og det er nærliggende at tolke de nye ansigter som nødvendige for en succesfuld implementering af den nye strategiplan ”Pole Position 2008”.

Rolf Eriksen, der har en baggrund i H&M, er trådt ind i bestyrelsen ved seneste ordinære generalforsamling i august 2009. Dette er interessant, da han givetvis kan bringe nye perspektiver ind i bestyrelseslokalet, skønt H&M deler hverken målgruppe eller positionering med B&O.

Niels Bjørn Christiansen er hentet fra direktionsgangen i Danfoss og har et stærkt fokus på resultatoptimering.

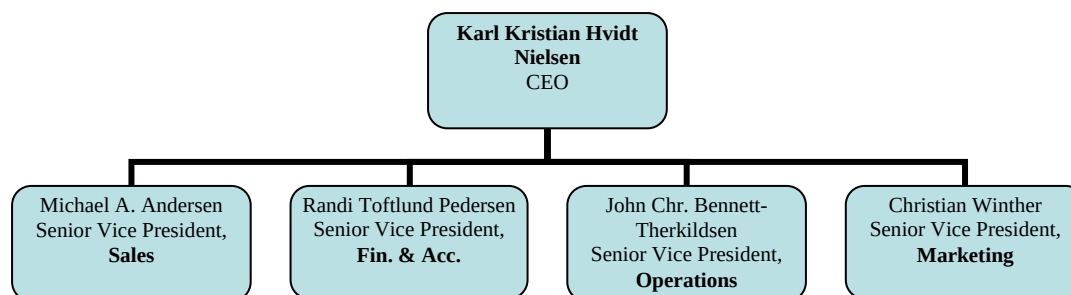
Ole Andersen er decideret finansmand med en fortid som cand.merc.aud. og statsautoriseret revisor og har tidligere været ansvarlig for Corporate Finance divisionen hos SEB og har senest fungeret som seniorpartner i kapitalfonden, EQT.

Peter Skak Olufsen er nevø til den afdøde medstifter, Svend Olufsen, og har med sit ophav og sine 38 år i bestyrelsen et helt enestående kendskab til koncernen, ligesom han utvivlsomt har nogle klare holdninger til den fremadrettede ledelse. Peter Skak Olufsen valgte dog i foråret 2009 at lade sin ejerandel udvande, idet han solgte sine tegningsretter ved fortegningsmissionen.

Tue Mantoni er givetvis hentet ind grundet sit stærke finansielle fokus sammenholdt med sit kendskab til luksusvarer gennem sit virke som adm. dir. for den britiske motorcykelfabrikant, Triumph.

Ledelse¹⁸

Figur 7 - Organisationsdiagram



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. www.greens.dk

Organisatorisk gør B&O A/S (moder) pr. marts 2010 brug af linjeprincippet og med en etbenet direktion. Karl Kristian Hvidt Nielsen er indsat som CEO i foråret 2008, og har tidligere været ansat som CEO i Brüel & Kjær, hvor han har vendt blodrøde bundlinje-tal til sorte. ”Kalle” Nielsen har efter eget udsagn hovedfokus på processer, daglig drift og optimering af likviditet, og denne profil vurderes at være særdeles velegnet i en tid med lavkonjunktur.

Grundet finanskrisen har B&O oplevet markant fald i omsætningen på alle deres markeder, og ansættelsen af Kalle Nielsen kan opfattes som efterlevelse af det gamle ordsprog der siger, at ”hvad udadtil tabes, må indadtil vindes.”

STRATEGISK ANALYSE

B&O’s aktionærer forventer at opnå en økonomisk gevinst ved deres ejerskab i virksomheden, og aktiekursen afhænger således direkte af de finansielle faktorer, der bestemmer den samlede værdiskabelse for aktionærerne – de såkaldte finansielle værdidrivere¹⁹.

Da virksomheden lever i en dynamisk virkelighed, bestemmes de finansielle værdidrivere af de såkaldte ikke-finansielle værdidrivere. Summen af de samfunds- og branchefaktorer, som B&O

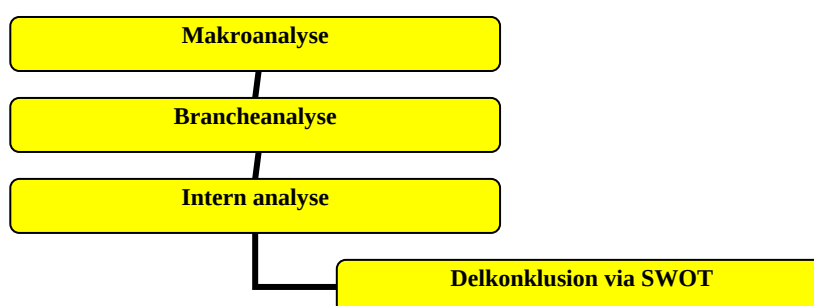
¹⁸ www.business.dk, www.borsen.dk (div. artikler)

¹⁹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 65-66.

ikke kan påvirke, og de faktorer, som B&O's ledelse kan påvirke direkte, danner den samlede mængde af ikke-finansielle værdidrivere²⁰ I den strategiske analyse nedenfor vil de væsentligste af de ikke-finansielle værdidrivere blive identificeret, ligesom det vil blive belyst, om de vil have stor eller lille påvirkning i budgetperioden.

Opbygning af den strategiske analyse

Figur 8 – Opbygning af den strategiske analyse



Opbygning af den strategiske analyse. Kilde: egen tilvirkning

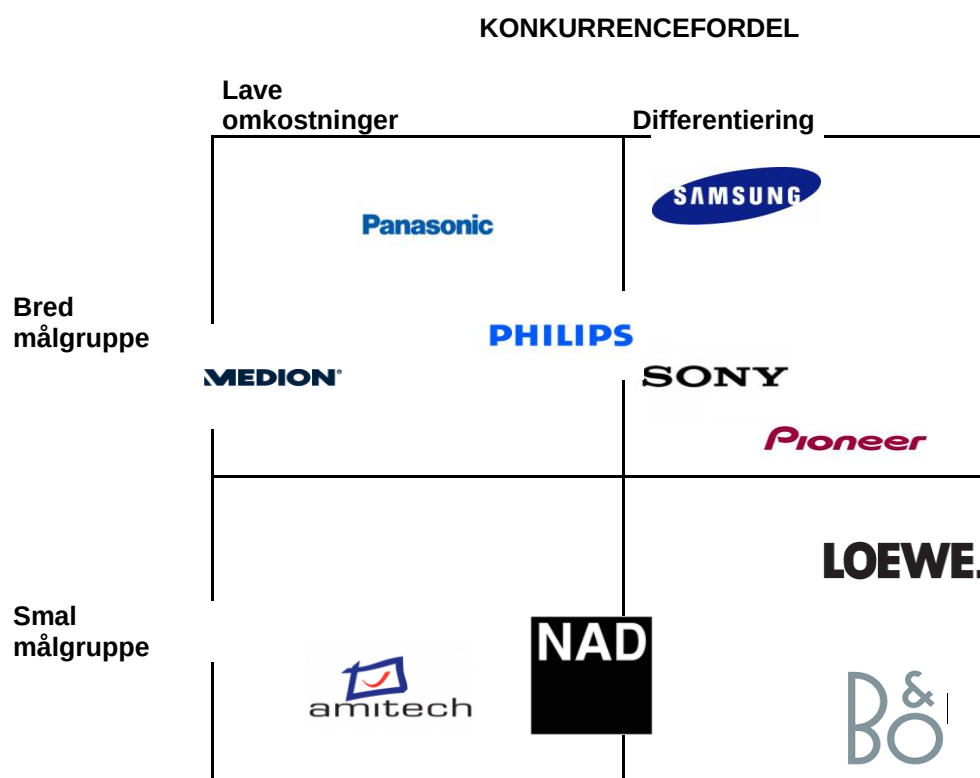
Markedet

B&O opererer i et marked med mange aktører. Da B&O lever efter en erklæret hensigt om en enestående position i markedet, indledes den strategiske analyse med at kortlægge B&O's strategiske position i forhold til sine konkurrenter i Michael Porters strategidiagram, "Porter's Generic Strategies". Diagrammets to akser måler competitive scope (målgruppens bredde) og competitive advantage (konkurrencefordelen). Alt afhængig af, i hvilken kvadrant virksomheden placeres, kortlægges virksomhedens overordnede strategi som én af fire: (cost leader, differentiation, cost focus og focused differentiation.) Modellen giver et hurtigt og simpelt overblik, og er meget anvendelig, da den belyser både B&O's og konkurrenternes placering i markedet.

²⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Elling og Sørensen, 2. udgave, side 63-105

Beskrivelse af markedet (Porter's Generic Strategies)

Figur 9 – Porter's Generiske Strategier



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. Porter's Generiske Strategier²¹

Viden om konkurrenternes contra egen placering på det strategiske landkort er livsnødvendigt for en virksomhed som B&O, som med sin relativt smalle målgruppe og stærke differentiering er arketyper på en fokuseret differentieret virksomhed. B&O ønsker at leve en tilværelse, hvor man grundet et unikt produkt er ugeneret af konkurrenter (en såkaldt blue ocean-strategi), og de besidder ej heller størrelsen eller ressourcerne til at placere sig i midten af landkortet, hvor man finder konkurrenter som Sony og Philips

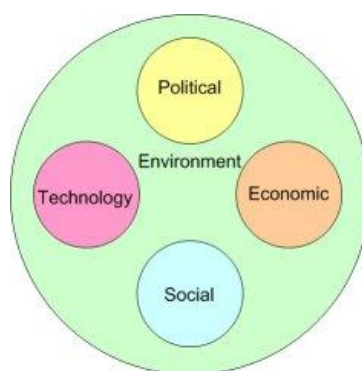
²¹ "Strategic Management", af John Thompson, 5. udgave, side 287

Makroanalyse

PEST-analyse

B&O er som de fleste andre virksomheder omgivet af en omverden, som de ikke eller kun i begrænset omfang kan påvirke. Hensigten med dette afsnit er således at belyse disse makrofaktorer, hvilket gennemføres i en PEST-analyse. PEST står for Political, Economic, Social and Technological factors, som hver især gennemgås i et eget afsnit.

Figur 10 – PEST-analyse



Kilde: <http://fadetheblog.blogspot.com/PEST.jpg>

Politiske faktorer (P):

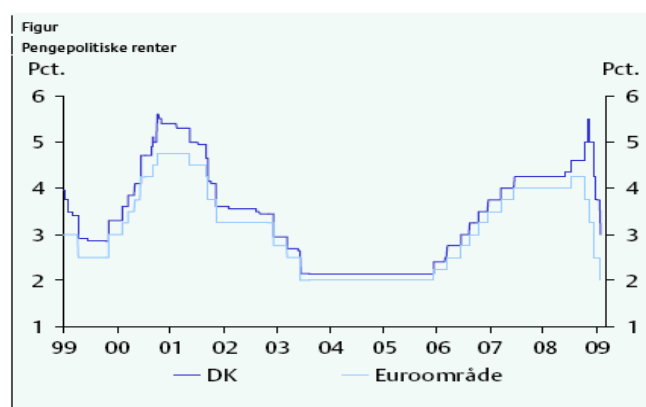
Af politiske faktorer i B&O's makroverden vurderes følgende at have størst relevans:

- Rente- og valutapolitikken i Danmark og Europa
- Øgede miljøkrav til produkter
- Mulighed for ny regering i Danmark

Rente- og valutapolitikken i Danmark og Europa:

Selvom Danmark står uden for det europæiske monetære samarbejde (EURO'en), er vi qua fastkurspolitikken alligevel under stærk påvirkning af de beslutninger, der træffes i den Europæiske Centralbank (ECB).

Figur 11 – Rentespænd mellem DKK og EUR



Kilde: Finansministeriets hjemmeside²²

Fastkurspolitikken indebærer, at valutakursen på DKK ikke må svinge mere end $\pm 2,25\%$ i forhold til EUR. Finanskrisen viste med al tydelighed, at dette kan udgøre en vanskelig opgave, og at det kan være svært at opretholde efterspørgslen efter en lille valuta, når der er uro på de internationale finansmarkeder. Nationalbanken måtte sent i 2008 - og af flere omgange - udvide rentespændet til EUR for at forsvare DKK. Nationalbankens indgreb betød, at fastkurspolitikken blev overholdt, men samtidig måtte danske virksomheder sande, at 2009 rent finansieringsmæssigt blev et dyrere år, end hvis Danmark havde været med i EUR. De korte danske renter lå generelt på et højere niveau end hos vores europæiske naboer, hvis finansielle sektor i langt højere grad er bygget op omkring EUR. Spændet mellem Nationalbank- og ECB- styringsrenten er nu igen indskrænket, men krisens hærgen dokumenterede, at der bestemt er risikoelementer forbundet med at drive virksomhed med en lille valuta i et uroligt finansielt marked.

I kølvandet på den finansielle ustabilitet i Grækenland følger hele verden nu udviklingen i ECB med spænding²³. Der synes at herske tvivl om, hvilken rolle ECB fremadrettet skal påtage sig som førsteprioritet. Skal man udelukkende koncentrere sig om at holde inflationen fra døren, eller skal man agere redningsmand for de stærkt forgældede sydeuropæiske lande? Valget vil utvivlsomt have indflydelse på renteniveauet på B&O's primære marked, Eurozonen. Set med B&O-briller er

²²

http://www.fm.dk/Temaer/Danmark%20og%20euroen/~//media/Files/Danmarks%20og%20Euroen/Temanote_rentespaend_under_krise.ashx

²³ <http://epn.dk/okonomi2/article2020657.ece>

de fremadrettede udmeldinger fra ECB derfor uhyre interessante, fordi de vil være afgørende for forrentningen af B&O's fremmedkapital, ligesom de vil være medbestemmende i forhold til europæernes rådighedsbeløb til forbrug. Rente forventningerne behandles mere specifikt under "økonomiske faktorer". Rente- og valutaniiveauet er en omsætnings- og omkostningsdriver for B&O.

Øgede miljøkrav til produkter:

B&O udvikler og sælger varer, der potentielt er miljøskadelige, og ledelsen må derfor affinde sig med, at myndigheder i stadigt stigende grad stiller krav til produktudviklingen.

Størstedelen af de krav og regulativer, som B&O skal leve op til, besluttet centralt i EU, og at de øgede miljøkrav absolut er en faktor i B&O's omverden, der ikke må overses, blev dokumenteret i starten af 2009. Her ytrede EU-kommissionen, at man sad i stærke overvejelser omkring et totalforbud af plasma-TV.²⁴ Et forbud ville have været et nådesløst slag for B&O, idet den forudgående forskning og udvikling på de seneste store plasma-skærme (i særdeleshed BeoVision 4) i givet fald havde været fuldstændig forgæves.

Forbuddet blev ikke en realitet i denne ombæring, men kommissionens raslen med sabelen viste ikke desto mindre, at omkostninger, der allokeres til overholdelse af miljøkrav, kun kan forventes at blive en stigende post fremadrettet. Øgede miljøkrav er dermed en potentiel omkostningsdriver for B&O, der kan påvirke overskudsgraden i virksomheden.

Mulighed for ny regering i Danmark:

Danmarks borgerlige regering er i de seneste meningsmålinger sat under pres, hvilket primært skyldes en faldende opbakning til statsminister, Lars Løkke Rasmussen.²⁵

Oppositionen deler ikke regerings nuværende ønske om at holde igen med de offentlige udgifter²⁶, og oppositionens kommende valgprogram synes således at forme sig som et løfte om at øge det offentlige forbrug. Såfremt dette føres ud i livet, vurderes det mindre sandsynligt at skattestoppet fra 2001 kan fastholdes, hvilket risikerer at påføre danskernes øgede skatter – både på indkomst- og ejendomsskatten. Samtidig vurderes det sandsynligt, at virksomhedsskatten vil blive forøget fra det nuværende niveau på 25 %, hvilket vil mindske værdiskabelsen til aktionærerne. Hvis et

²⁴ <http://epn.dk/teknologi2/billed/article1566464.ece>

²⁵ <http://www.dr.dk/Nyheder/Politik/2010/04/04/04134848.htm>

²⁶ http://avisen.dk/thorning-vil-af-med-skattestoppet_124531.aspx

regeringsskifte bliver en realitet, anses det sandsynligt, at den nye regering vil øge omfordelingen i samfundet, og at skattereformen fra 1. januar 2010 vil blive forsøgt ændret. Generelt set vil sådanne ændringer ikke falde ud til virksomhedernes fordel, ligesom de helt specifikt næppe vil tilskynde et øget forbrug i B&O's målgruppe i de højere indkomster. Muligheden for den nye regering i Danmark er således en potentiel skattedriver, ligesom den ikke mindst udgør en potentiel omsætningsdriver.

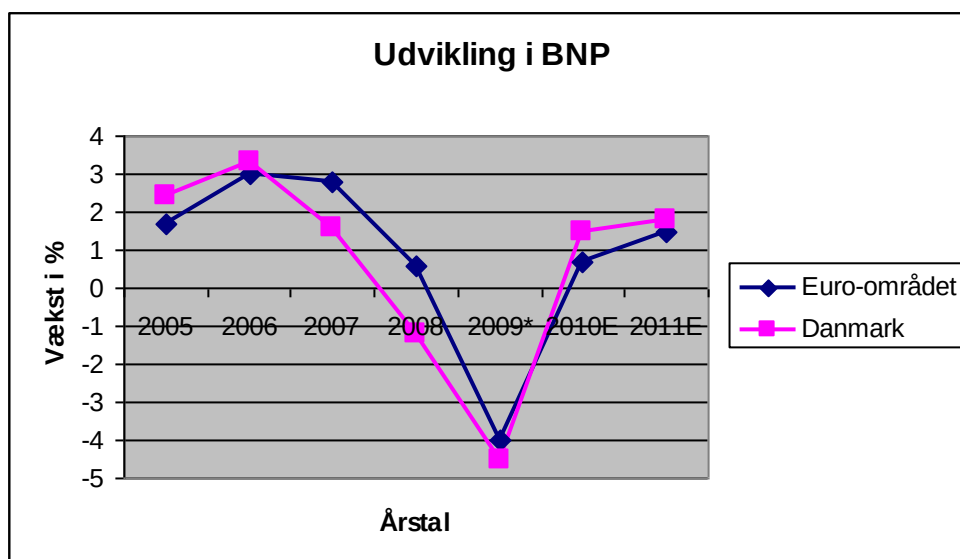
Økonomiske faktorer (E):

Af økonomiske faktorer i B&O's makroverden vurderes følgende at have størst relevans:

- Forventet udvikling i BNP i Europa
- Forventet renteudvikling
- Konjunkturfølsomhed

Forventet udvikling i BNP i Europa:

Figur 12 – BNP-udvikling



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. tal fra www.eu-oplysningen.dk²⁷

²⁷ <http://www.eu-oplysningen.dk/nyheder/euidag/2009/november/prognose/>

Som B&O's primære markeder er det mest interessant at vurdere den forventede økonomiske vækst på det danske og europæiske marked. Som det ses har 2009 været et økonomisk horribelt år med negative vækstrater i Danmark og Europa på mellem -4 % og -5 %. Der er dog bred enighed om, at de massive hjælpepakker vil medvirke til – om end svag – så positiv vækst allerede i 2010. I 2011 vurderes vækstraterne at tilbage til 2007-niveau og vil herefter være langsomt stigende. BNP-udviklingen er et udtryk for væksten i den samlede produktion og er dermed bl.a. en indikator for virksomhedernes værdiskabelse. Da virksomhedernes værdiskabelse og velbefindende i øvrigt hænger uløseligt sammen med husholdningernes økonomiske situation, udgør den sammen med renteutviklingen en vigtig indikator for, hvor stort et rådighedsbeløb husholdningerne vil være i besiddelse af til forbrug.

Som et luksusbrand hører B&O under betegnelsen cyklisk virksomhed og klarer sig derfor notorisk bedst under højkonjunkturer, hvor BNP-vækstraterne overstiger +2 %. Selv med optimistiske skøn er der lange udsigter til sådanne vækstrater i både Danmark og Europa, og med disse prognoser in mente er B&O-ledelsen bevidst om, at en omsætningsvækst på det vigtigste markeder ikke kommer af sig selv. De lave vækstrater kan ligeledes få banker og kreditinstitutter til at holde igen med driftsfinansiering til virksomhederne, hvilket på længere sigt kan komme til at udgøre et problem for B&O. BNP er således en potentiel omsætningsdriver, ligesom den i princippet kan udgøre en begrænsning i råderummet for kapitalstrukturdannelsen.

Forventet renteudvikling:

Figur 13 – Forventet renteudvikling



Kilde: Nordeas hjemmeside²⁸

Renteudviklingen kan påvirke B&O på to fronter. Dels kan renteudviklingen påvirke den regnskabsmæssige performance direkte gennem fremmedkapitalforrentningen, og dels kan omsætningen blive påvirket af, hvor stærkt et rentepres B&O's potentielle kunder er udsat for ude i husholdningerne og virksomhederne. Blandt økonomer hersker bred enighed om, at vi pt. befinder os på en rentebund, samt at en fremtidig stigning vil komme langsomt. Dog forventes det, at den korte rente vil stige til ca. det tredobbelte frem til 2012, mens den lange rente vil være præget af en langt mere sidelæns bevægelse.

Uanset om renteniveauet ansues som en omsætnings- eller en omkostningsdriver - og trods emissionen i 2009 - er der ingen tvivl om, at B&O - som de fleste andre virksomheder - foretrækker en lav rente.

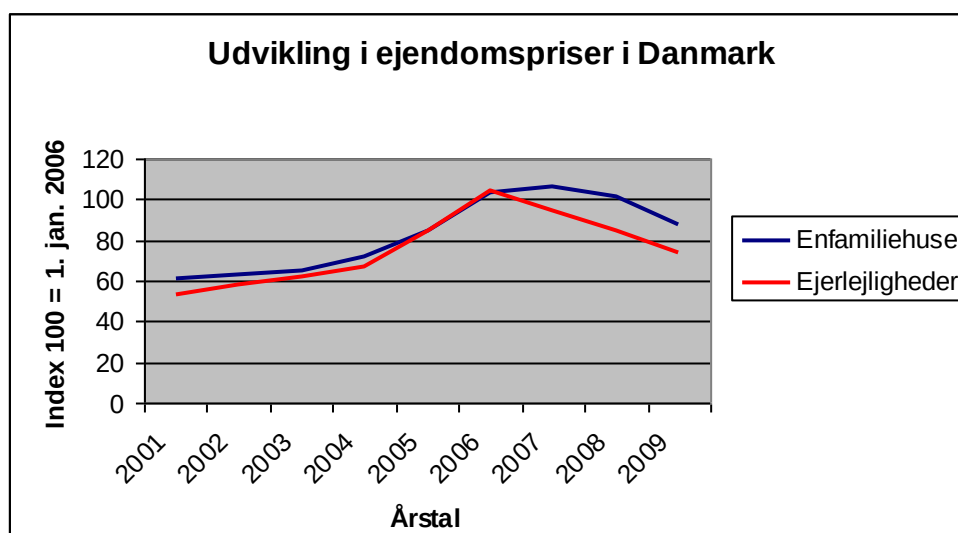
Det vil nedenfor blive belyst, at B&O's omsætningsrater vurderes at have en vis sammenhæng med prisudviklingen på boligmarkedet, og stiger den korte rente for voldsomt over de kommende år, vurderes dette at blive en negativ omsætningsdriver for Struer-virksomheden.

²⁸ <http://www.nordea.dk/Privat/Bolig/R%C3%A5dgivning+om+bolig/Nordeas+rente forventninger/1131402.html>

Konjunkturfølsomhed:

Som tidligere nævnt tilhører B&O de cykliske virksomheder, og deres produkter er cykliske (konjunkturelastiske) forbrugsgoder, hvis attraktivitet i markedet i høj grad afhænger af konjunkturerne i samfundet. For virksomheder som B&O afhænger deres succes derfor i høj grad af at kunne forudse disse cykler i konjunkturerne med henblik på at være på forkant og kunne agere i stedet for blot at reagere.

Figur 14 – Udvikling i ejendomspriser i Danmark



Kilde: egen tilvirkning p.b.a. tal fra Statistikbanken.dk (Danmarks Statistik)

Den danske servicesektor er blevet klart den største af de producerende sektorer²⁹, så når danskerne skal tage temperaturen på deres egen økonomi, er det meget ofte prisudviklingen på boligmarkedet, der granskes.

Siden subprime-krisen for alvor lod sine efterdønninger skylle ind over Europa, er priserne på boligmarkedet vedblevet med at falde, og tendensen er den samme i stort set hele Europa, hvor man kun ganske få steder igen er begyndt at opleve stigende boligpriser. Toppen af boligpriserne i Danmark og det meste af Europa blev oplevet omtrent i midten af 2006, hvilket er sammenfaldende med toppen af B&O's omsætningskurve. Der vurderes således at være stor sammenhæng mellem privatøkonomiens generelle forfatning og B&O's omsætningsudvikling.

²⁹ <http://service.di.dk/Analyse/Pages/Servicesektoren%20i%20tal.aspx>

Udover nedgangen i omsætningen – eller måske netop med baggrund heri – har de faldende konjunkturer været hårde ved B&O's aktiekurs. Og netop som teorien beskriver cykliske virksomheder, har konjunkturedgangen været hårdere ved B&O end ved markedet generelt. I figuren forneden ses udviklingen i B&O's aktiekurs (blå kurve) fra februar 2000 og ca. ti år frem sammenlignet med C20-indekset (rød kurve), og det ses tydeligt, at B&O-kursen reagerer kraftigere på generelle, makroøkonomiske tendenser end markedet i øvrigt.

Figur 15 – B&O-aktiens udvikling i forhold til C20-indeksets udvikling



Kilde: Nordea e-Markets

Som luksusbrand har B&O for længst lært at leve med konjunkturfølsomhed som en del af dagligdagen, men med de nuværende udsigter for verdensøkonomien og som en af de væsentligste omsætningsdrivere for B&O, bør faktoren fylde mere end nogensinde på direktionsgangen og i bestyrelseslokalet.

Sociale og kulturelle forhold (S):

Med sociale og kulturelle faktorer menes samfundsrelaterede faktorer eller kulturelle trends i øvrigt, der kan ændre forbrugernes adfærd, og de med størst relevans vurderes at være:

- Kulturforskelle på emerging markets
- Ændring i forbrugerpsykologi

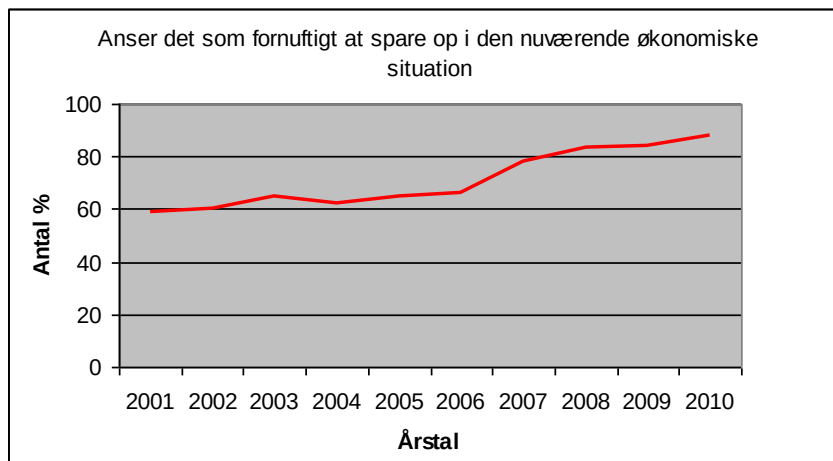
Kulturforskelle på emerging markets:

Jf. omsætningsfordelingen ligger alle B&O's primære markeder i øjeblikket indenfor Europa, og i kulturelle henseender ligner disse markeder derfor det oprindelige hjemmemarked til forveksling. Det er en del af "Pole Position", at en stor del af B&O's fremtidige omsætningsvækst skal hentes på såkaldte "emerging markets" – herunder Rusland, Kina og Indien, hvor man påregner en massiv udvidelse af B1-distributionsnettet.³⁰ Den samfundsmæssige og kulturelle forskel på Europa, Rusland og i særdeleshed Asien er dog massiv, og for en relativt lille virksomhed som B&O kan de anderledes tilgange til bureaukrati, statsregulering og korruption sagtens komme til at volde B&O problemer. Samtidig skal det nævnes, at flere af mastodonterne indenfor elektronik stammer fra netop Asien, og det vil være besynderligt, om de uhindret vil lade B&O trænge ind på markedet og løbe af sted med en nævneværdig markedsandel. Som en udpræget dansk virksomhed kan sådanne kulturforskelle derfor komme til at udgøre en negativ vækstdriver.

Ændring i forbrugerpsykologi:

For at der på et hvilket som helst marked skal være plads til en stærkt differentieret og fokuseret virksomhed som B&O, kræver det, at der er grupper i samfundet, som har evnen og ikke mindst viljen til at betale en signifikant merpris for produkterne.

³⁰ B&O's fortegningsretsemission, 2009

Figur 16 – Ændring i forbrugerpsykologi

Kilde: egen tilvirkning p.b.a. tal fra Statistikbanken.dk (Danmarks Statistik)

Jf. ovenstående figur er der over det seneste årti sket en bevægelse i danskernes måde at tænke på, når det handler om forholdet til opsparinger. Som nævnt er B&O i øjeblikket særdeles afhængige af gunstige konjunkturer, og det virker som en problematisk bevægelse, at stadig flere danskere anser det som fornuftigt at spare op frem for at forbruge. En del af bevægelsen kan sandsynligvis forklares ved, at mange har oplevet en brat opvågning med finanskrisen og faldende boligpriser, men ikke desto mindre bør tendensen alligevel tages alvorligt, når B&O fastsætter priserne på deres produkter.

Med i betragtningen om en ændret forbrugeradfærd bør ligeledes indgå tesen om, at en stor del af pengene til forbrug og velstand inden finanskrisen blev finansieret via oppumpede værdier.³¹ Hvis dette er tilfældet, betyder det, at mange forbrugere enten vil lade levetiden forlænge på de købte produkter betragteligt, eller at de måske helt undlader at købe B&O fremadrettet og skifter til et billigere mærke. Forbrugeradfærd kan således virke som en omsætningsdriver, ligesom den kan virke som en kapitalbindingsdriver.

³¹ <http://www.business.dk/vores-velstand-klattes-vaek-paa-overforbrug>

Teknologiske faktorer:

Af teknologiske faktorer i B&O's makroverden vurderes følgende at have størst relevans:

- Forbrugerens krav til teknologi
- Ændring i konkurrenters teknologiske formåen

Forbrugerens krav til teknologi

En af de faktorer, som B&O kan drage nytte af, er at forbrugernes krav til deres elektroniske forbrugsgoder er konstant stigende. De af komponenterne, som B&O selv producerer, er der udbredt begejstring for, og hvis de hele tiden formår at være forrest med teknologien, vil dette utvivlsomt give virksomheden et forspring blandt de kræsne forbrugere.

Ændring i konkurrenters teknologiske formåen

Der peges dog fra flere sider på, at B&O's teknologiske forspring til sine konkurrenter er indskrænket over de seneste ti år. Modsat de enkeltkomponenter, som B&O selv producerer, er denne tendens gældende for B&O's færdige produkter i det brandafhængige segment. Det påstås, at der er opstået et uhensigtsmæssigt forhold mellem prisen på B&O's brandafhængige produkter og det teknologiske forspring, som B&O er i stand til at tilbyde sine kunder.

" - Folk er jo ikke idioter. Kunderne fravælger B&O på grund af den høje investeringspris og forholdsvis korte levetid - uanset om produktet så kan opgraderes eller ej. Opgradering koster nemlig også en bondegård. - " – Christian M. Andersen, ekspert i forbrugerelektronik, til Ingeniøren d. 26. januar 2010³²

Udtalelsen ovenfor viser ét af fokusområderne, som B&O bør have fremadrettet – nemlig at forbrugerne bliver mere kræsne, hvorfor levetiden på elektroniske goder svinder ind, og derfor skal B&O kunne tilbyde løsninger, som udover designet retfærdiggør en merpris på ml. 2-7 gange konkurrenternes.

Begge ovenstående punkter har potentiale som omsætningsdrivere.

³² <http://ing.dk/artikel/105836-ekspert-bo-halser-efter-teknologien>

Opsummering på PEST-analyse

Figur 17 – Opsummering på PEST-analyse

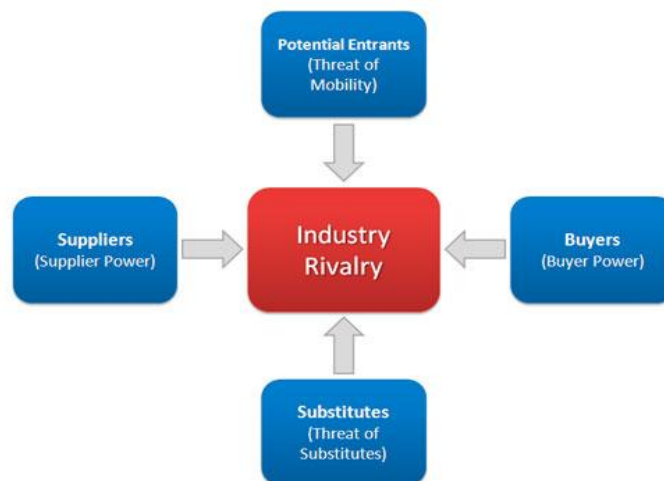
PEST	Potentiale	
	Kraftig driver	Svag driver
P		
Rente- og valutapolitik	X	
Øgede miljøkrav		X
Evt. ny regering i DK		X
E		
Forventet BNP-udvikl.	X	
Forventet renteudvikling	X	
Konjunkturfølsomhed	X	
S		
Kulturforskelle		X
Ændring i psykologi		X
T		
Forbrugeres tekn. krav	X	
Konkurrenters tekn. formåen	X	

Kilde: egen tilvirkning

Brancheanalyse, Porter's Five Forces

Hensigten med dette afsnit er at belyse B&O's branche, som i teoretiske termer er virksomhedens mikromiljø. Dette gennemføres ved hjælp af modellen, Porter's Five Forces, som er udviklet af Michael Porter, og hvis formål er at kortlægge konkurrencesituationen og dennes indflydelse på B&O's fremadrettede indtjeningsmuligheder. De 5 kræfter, som modellen behandler, er den nuværende konkurrenceintensitet, truslen fra nye indtrængere, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke samt truslen fra substituerende produkter

Figur 18 – Porter's Five Forces

Kilde: www.google.dk/billeder³³

Nuværende konkurrenceintensitet

I afsnittet om B&O's strategiske position i Porter's Generic Strategies blev B&O-brandet præsenteret som et stærkt differentieret brand, der afsættes til en smal målgruppe. Dette er at betegne som et upper market brand. Netop som det er B&O's hensigt, befinder der sig ikke mange konkurrenter på denne del af det strategiske landkort. Det er her, at omkostninger til differentiering er højst, og de potentielle aftagere er færrest. Af de ganske få nævneværdige, er Loewe og Bose de mest interessante, men hvor Bose alene synes at satse på sublim kvalitet og teknologi, er det alene Loewe, der ligeledes konkurrerer på design. Fælles for de nævnte brands er, at de som B&O må betegnes som noget nær så differentierede, at de er unikke. Loewe's omsætning i regnskabsåret 2009 landede på niveau med den forventede B&O-omsætning³⁴ pr. 31. maj 2010, og på verdensplan er de omsætningstal forsvindende små. For nuværende hersker der således en lav konkurrenceintensitet i B&O's del af branchen.

³³ <http://kelas.files.wordpress.com/2009/10/porters-five-forces-model.jpg>

³⁴ Loewe Danmarks hjemmeside: <http://www.loewe.dk/index.php?id=2&L=11>

Truslen fra nye indtrængere

At opbygge et brand som B&O er ikke noget, der opnås over en kort tidshorisont. Det tager årtier med fokuseret produktudvikling, ekstremt målrettet markedsføring hjulpet af en stor mængde word by mouth. I denne forbindelse behøves det blot at henvise til B&O's egen begivenhedsrige – og til tider dramatiske – historie. Truslen fra nye indtrængere er afhængig af, hvor store de såkaldte adgangsbarrierer vurderes at være, og indenfor denne del af branchen er disse massive. Selv for de kæmpemæssige, veletablerede mærker, som i øjeblikket henvender sig til en langt bredere målgruppe, vil det være forbundet med ekstremt høje omkostninger at udvikle et brand og et produkt, der kan vinde gehør indenfor B&O's målgruppe. Det skal bemærkes, at de store mærker måske nok er begyndt at udvikle absolutte top-produkter i de respektive produktporteføljer, men disse er ofte målrettet kunden, som ønsker helt specielle, tekniske specifikationer snarere end design og eksklusivitet.

Differentiering er én af de mest effektive måder at opbygge adgangsbarrierer på, og denne manøvre har specielt B&O og Loewe gennemført til topkarakter. For B&O's tilfælde er dette ikke kun gjort gennem design, men ligeledes gennem netværket af B1-butikker, hvor potentielle kunder får en eksklusiv oplevelse, og hvor de udelukkende er omgivet af B&O-produkter. Loewe tilbyder et lignende forhandlernetværk med de såkaldte ”Loewe Gallerier”³⁵, og fælles for begge brands er, at forhandlernetværket er med til at bygge adgangsbarriererne endnu større. Et mesterværk i adgangsbarrierer er skabt af Apple på deres audio-produkter, hvor det unikke design sammenholdt med den internetbaserede platform, iTunes, synes uigennemtrængelig for konkurrenter.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

B&O køber en del af sine teknologiske komponenter hos eksterne producenter. Mange af standardkomponenterne købes hos Philips, mens de standardiserede fladskærmsmoduler primært leveres af Panasonic og Samsung. I princippet er ingen af leverandørerne uundværlige for B&O, da Struer-virksomheden selv videreudvikler og bygger tilføjelser og forbedringer til hovedparten af de indkøbte standardkomponenter³⁶. Denne styrke gør, at B&O til enhver tid er uafhængige af enkeltleverandører og dermed er i stand til at søge bredt i markedet efter den bedste kvalitet til den

³⁵ <http://www.loewe.de/de/loewe-galleries/gallery/4539639001.html>

³⁶ B&O-koncernens årsrapport 2008/2009, side 8-17

laveste pris. Herudover kan B&O udnytte, at de gennem ICEpower er modleverandører af højt specialiserede komponenter, hvilket bør give en forhandlingsfordel.

På baggrund af ovenstående vurderes ingen af B&O's leverandører således at have en ekstraordinært gunstig forhandlingssituation.

Kundernes forhandlingsstyrke

B&O sælger deres produkter gennem sine B1-detailbutikker, som er Business-to-consumers-handel samt gennem Automotive og Enterprise som er Business-to-Business-handel. I detailledet er B&O medbestemmende på alt fra indretning af butikker til uddannelse af personale, hvorfor de her har en unik forhandlingsposition overfor kunderne. Som det vil fremgå af næste afsnit, vurderes der ikke at være en overhængende trussel fra substituerende produkter, ligesom der ej heller er en høj konkurrenceintensitet, hvilket understreger B&O's stærke udgangspunkt overfor kunden. Som ligeledes nævnt i PEST-analysens teknologiske faktorer bør det dog igen understreges, at der de seneste år – også blandt B&O's kernekunder³⁷ – er opstået en stigende skepsis overfor prissætningen på B&O's produkter. Kritikken lyder som nævnt, at det teknologiske forspring til konkurrenterne er blevet for snævert samtidig med, at prisforskellen er blevet for stor. Dette bør B&O tage alvorligt og have med i sine fremadrettede, strategiske overvejelser.

I forhold til bilfabrikanterne i Automotive-segmentet har B&O en stærk position, da aftagerne af biler som Aston Martin og Audi vurderes at være i samme målgruppe som B&O's ditto. Begge fabrikanten har et alternativ i Bose, men som tidligere nævnt vurderes eksklusiviteten hos dette brand at være knap så udpræget som hos B&O. Samme tendens vurderes at være gældende indenfor Enterprise segmentet, hvor det næppe er 1 og 2-stjernede hoteller eller byggerier, B&O samarbejder med.

På baggrund af ovennævnte vurderes B&O således at mellemgunstig position i forhold til sine kunder.

Konkurrence fra substituerende produkter

B&O's produktportefølje er som tidligere nævnt ekstremt differentieret, hvilket er hele eksistensgrundlaget for virksomheden. Såfremt en ny teknologi pludselig skulle vinde indpas

³⁷ <http://www.business.dk/boersnyt/bo-kunder-presset-til-utroskab>

(projektorer eller lign.) er der dog ingen grund til at tro, at B&O med sin historik og ekspertise skulle være ringere stillet end sine konkurrenter. Dette var ej heller tilfældet, da markedet i løbet af ganske få år skiftede præference fra almindelige billedrørs-TV til fladskærms-TV, selvom det kan diskuteres, om satsningen på plasma frem for LCD trods alt har været for massiv.

Udover sidstnævnte disposition, som grundet markedets nuværende præferencer måske har været forfejlet, vurderes B&O ikke at være truet af substituerende produkter

Opsummering på Porter's Five Forces

Figur 19 – Opsummering på Porter's Five Forces

FORCES	Påvirkningskraft		
	HØJ	MELLEM	LAV
Nuværende konkurrenceintensitet			X
Truslen fra nye indtrængere			X
Leverandørernes forhandlingsstyrke			X
Kundernes forhandlingsstyrke		X	
Truslen fra substituerende produkter			X

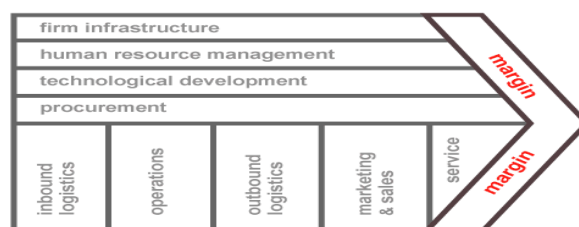
Kilde: egen tilvirkning baseret på delkonklusioner i P5F-analyse

Som ovenstående opsummering viser, vurderes B&O at være i en relativt gunstig situation i sit mikromiljø. På den korte bane vurderes det ikke sandsynligt, at virksomheden kan påvirkes af nuværende konkurrenter, nye indtrængere, leverandører eller substituerende produkter. Der, hvor B&O bør være opmærksomme, er i forholdet til deres nuværende kunder. Der høres en stigende skepsis overfor prissætningen sat i forhold til produkternes tekniske præstationsevne, hvorfor der på længere sigt må vurderes at være en latent risiko for omsætningsnedgang.

Intern analyse, værdikædeanalyse

Den interne analyse har til hensigt at afdække B&O's interne konkurrencemæssige fordele, hvilket vil blive gennemført ved hjælp af Michael Porter's værdikædeanalyse. Værdikæde-tilgangen anvendes, da det ønskes at afdække leddene i kæden fra input til output, hvor der skabes værdi, og som er nødvendige for, at en virksomhed kan overleve.

Figur 20 – Porter's Value Chain



Kilde: Michael Porter's Value Chain³⁸

Indkøb (inbound logistics)

De indkøb, som B&O foretager, udgøres af:

- 1) Råvarer eller enkeltdele til de af komponenterne, som B&O selv konstruerer (eksempelvis gennem ICEpower), og
- 2) Færdige standardkomponenter og -moduler, som indgår i B&O's færdige produkter, og som typisk indkøbes hos andre audio/video-producenter.

Det har ikke været muligt at indsamle information, der afdækker leverandørsituationen i gruppe 1, men da der er tale om fuldstændig standardiserede råvarer og enkeltdele, forudsættes det, at udbuddet er massivt, og at B&O derfor ikke har problemer med at skabe værdi i denne del af værdikæden.

For så vidt angår gruppe 2, synes B&O som tidligere nævnt ikke at have problemer med at finde leverandører ude i markedet. Mange forbinder B&O med den ultimative branding-effekt, hvorfor mærker som Samsung og Panasonic hellere end gerne forbindes med B&O, og derfor vurderes Struer-virksomheden heller ikke i denne gruppe at have problemer med at skabe værdi. Hertil kommer som nævnt, at det typisk er lettilgængelige standardkomponenter, der indkøbes, og at udbuddet derfor er derefter.

³⁸ http://www.provenmodels.com/files/2825c320f5910a4647fd289cdcf5a780/value_chain_analysis.gif

Med det leverandørsamarbejde B&O allerede i dag nyder godt af, vurderes virksomheden således ikke i nævneværdig grad at kunne optimere og skabe signifikant merværdi.

Forskning, udvikling og produktion (operations)

I en værdikædeanalyse analyseres forskning og udvikling (R&D) oftest som en sideløbende, forretningsunderstøttende aktivitet, der supplerer de primære aktiviteter i virksomheden. I denne opgave samles R&D og produktion under operations, idet produktudviklingen og de høje designkrav fordrer en særlig omkostningstung R&D-aktivitet, og da de to aktiviteter netop i B&O er meget tæt beslægtede.

Størstedelen af den videnstunge R&D-aktivitet er fortsat placeret sammen med det administrative hovedsæde i Struer, mens størstedelen af den rendyrkede produktion, samling og andre mindre videnstunge aktiviteter gradvis outsources til det tjekkisk lokaliserede datterselskab, B&O s.r.o.

I opgavens regnskabsanalyse vil det blive diskuteret, at B&O's produktionsomkostninger er konstante eller endda stigende, skønt omsætningen har været faldende, og den kloge iagttager ville derfor hurtigt anbefale at flytte alle ikke-videnstunge aktiviteter til Kina eller Indien. Som en primært ordreproducerende virksomhed er forslaget er dog ikke uproblematisk, idet B&O med de – alt andet lige – stærkt forøgede leveringstider ville øge deres kapitalbinding i omsætningsaktiver betragteligt. Med B&O's nuværende finansielle situation taget i betragtning, virker øgede kapitalbindinger som et kedeligt bytte for nedbringelse af produktionsomkostninger.

I stedet for at kigge mod Fjernøsten kunne B&O-ledelsen med fordel i stedet se mod alternativer i Østbloklandene. Af Østbloklandene er netop Tjekkiet ét af de lande, der har haft den største forbedring i gennemsnitsløn, ledighed og generel velstand siden Murens fald³⁹, så for at optimere omkostningerne kunne det være en ide at undersøge, om en flytning af produktionsfaciliteterne til ét af de knap så velstillede østlande kunne være en mulighed.

³⁹ <http://www.reedglobal.com.pl/assets/asset421.pdf>

I forbindelse med Pole Position er der skåret betydeligt i R&D-omkostningerne. I de seneste regnskabsår har der været allokeret store poster til videreudviklingen af Beo-Link systemet, men ledelsen vurderer, at man nu er så langt henne i forløbet, at udviklingsteamet kan formindskes. Efter alt at dømme vil forskning og udvikling netop være en af de primære drivkræfter i B&O's fremtid, så derfor virker det en kende farligt at fjerne ét af de største tandhjul fra maskinrummet på et tidspunkt, hvor der for alvor skal damp under kedlerne. For en leder som Kalle Nielsen er det let at skære, der hvor han umiddelbart gør mindst skade på kort sigt, men spørgsmålet er, hvad effekten af at skære i R&D vil være på længere sigt.

I stedet for at gennemføre deciderede nedskæringer kunne det for så vidt angår R&D-delen være en oplagt mulighed at se mod Indien, der er kendt for sin stærke position på ingeniørområdet. Her har bl.a. Rambøll har åbnet en større afdeling af ingeniører, der arbejder på opgaver for danske og europæiske kunder⁴⁰, og en flytning af B&O's R&D-funktion hertil ville givetvis kunne nedbringe omkostningerne hertil betragteligt uden at gå på kompromis med mængden af aktivitet. At dette ikke allerede er sket, kan sandsynligvis begrundes med virksomhedens tilknytning til Struer og brandets stærke bånd til Danmark i øvrigt. Såfremt de makroøkonomiske faktorer ikke forbedres indenfor en meget kort årrække, må en allokering af aktiviteterne som den ovennævnte anses som sandsynlig.

Distribution (outbound logistics)

Som tidligere nævnt er B&O en primært ordreproducerende virksomhed, der forsøger at holde færdigvarelagrene – og således kapitalbindingerne – på et minimum. Detaileddet og B2B-kunderne må derfor påregne en vis leveringstid. Det vurderes ikke at give anledning til problemer fremadrettet, at man vælger at fastholde denne distributionsstrategi – tværtimod er det sandsynligvis med til at fuldende billedet af et absolut high class produkt på linje med Louis Vuitton, Aston Martin eller Porsche, hvor køber ligeledes skal forvente en længere leveringsperiode.

⁴⁰ <http://www.eksporttilindien.um.dk/en/menu/Export-Counselling/Press-Clips-Danish/ByggeriAnl%C3%A6g/Ramb%C3%B8ll+opruster+kraftigt+i+Indien/>

Salg, marketing og service

Til B2C-kunderne sker salget som tidligere nævnt primært gennem de såkaldte B1-butikker, og der er ingen tvivl om, at ledelsen over tid ønsker en langsom udfasning af de resterende distributionskanaler. Disse – heriblandt SIS-butikkerne – står simpelthen ikke mål med den position, som B&O ønsker at have i forbrugernes bevidsthed.

Plottes placeringen ind på et kort i de respektive byer, hvor B1-butikkerne er repræsenteret, er der heller ikke overladt meget til tilfældighederne, og placeringerne tæller Rodeo Drive i Beverly Hills og den dyreste gade i Europa, hovedgaden i Moskva. Netop associeringen med andre top brands, som opnås på disse adresser, er uhyre vigtig for B&O's positionering.

På grund af svigtende salg er flere af de ikke-B&O-ejede B1-butikker som tidligere nævnt dog begyndt at blive nødlidende⁴¹, og dette udgør et reelt dilemma for B&O. Skal man påtage sig ejerskabet – og dermed den finansielle risiko - af de lukningstruede franchise-butikker med henblik på at forsvare sit distributionsnet, eller skal man lade falde, hvad ikke kan stå – og således lade de pågældende butikker dreje nøglen om. Der er ingen tvivl om, at det for B&O er forbundet med store omkostninger at overtage ejerskabet af de pågældende butikker, og med den pt. manglende omsætning må anbefalingen i denne opgave derfor blive at lade de pågældende butikker lukke. Omvendt skal B&O være klar til igen at flytte ind, når de makroøkonomiske faktorer igen er til Struer-virksomhedens fordel.

På B2B-siden er det af højeste prioritet, at man fortsætter og udbygger samarbejdet med kendte luksus brands for at forsvare sin position i kundernes bevidsthed, og da både Automotive- og Enterprise-delen i øjeblikket er lønsomme forretninger, bør dette ikke give anledning til bekymringer.

⁴¹ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/flere-bobutikker-m%C3%A5-lukke/?id=25620027>

Delkonklusion på strategisk analyse via SWOT.

Figur 21 - Delkonklusion på strategisk analyse via SWOT

STYRKER (S)	SVAGHEDER (W)
- Ny strategi (Pole Position) - Ny ledelse ("Kalle" Nielsen) - Få konkurrenter i B&O's del af branchen - Legendarisk brand og design - Stærke samarbejdspartnere - Datterselskab med stærk teknologi (ICEp.) - Stærk position på brancheniveau - Stærk platform (Beo-Link)	- Svag finansiell performance - Faste omkostninger ligger på højt niveau - Dyre fejlpositioneringer - specielt indenfor TV - Svag position på makroniveau
MULIGHEDER (O)	TRUSLER (T)
- Renteprognoser tyder på fortsat lave renter - Udbygning af samarbejde med stærke partnere - Yderligere fokus på teknologi og design - Evt. flytning af R&D-aktiviteter til Indien - Evt. flytning af produktion til alternativt Østland	- Udsigt til længevarende lavkonjunktur - Faldende kundeloyalitet - Begyndende skepsis mht. prissætning - Distributionsnettet under økonomisk pres - Faldende afkast til aktionærer, hvilket øger sandsynligheden for overtagelse - Psykologisk bevægelse hos forbrugere

Kilde: egen tilvirkning⁴²

I ovenstående SWOT-diagram ses en sammenfatning af B&O's nuværende, strategiske position fordelt ud på styrker, svagheder, muligheder og trusler. Ex post regnskabsanalysen, der belyser B&O's bagudrettede regnskabsmæssige performance, vil sammen med den strategiske analyse danne grundlaget for budgetteringen, der følger senere i opgaven.

REGNSKABS- OG NØGLETALSANALYSE

Formålet med dette afsnit er at kommentere udviklingen i B&O's finansielle performance i perioden fra og med regnskabsaflæggelsen 2005/2006 til og med trekvartårsrapporten pr. ultimo februar 2010. Sidstnævnte analyseres kun i overordnet omfang, da oplysningerne heri er mindre tilgængelige, end i de foregående reviderede årsrapporter.

⁴² "Strategic Management", af John Thompson, 5. udgave, side 194

Sammenholdt med den strategiske analyse i ovenstående afsnit vil regnskabsanalysen danne et billede af B&O's nuværende situation, ligesom begge de nævnte elementer vil danne grundlag for den senere budgettering.

Regnskabsanalysen er primært baseret på de offentligt tilgængelige, eksterne regnskaber, ligesom supplerende oplysninger er offentligheden bekendt.

Regnskabskvalitet

Petersen og Plenborgs definition af god regnskabskvalitet lyder således:

” – God regnskabskvalitet er karakteriseret ved, at regnskabet giver regnskabsbrugeren mulighed for at gennemføre den ønskede analyse. Ved en analyse af indtjenings- og soliditetskvaliteten, vil et regnskab af god kvalitet skelne imellem tilbagevendende og transitoriske regnskabsposter samt sikre, at alle aktiver og forpligtelser er indregnet i balancen og målt hensigtsmæssigt. – ”⁴³

De opstillede nøgletal i analysen skal således afspejle virksomhedens reelle drift, og væsentlige ændringer må ikke opstå grundet ændringer i regnskabspraksis eller lignende. Ekstraordinære, ikke-tilbagevendende poster skal være skilt tydeligt fra den primære drift. Da drifts- og indtjeningsdelen er det helt grundlæggende element i en fremtidig budgettering og værdiansættelse, vil fokus også være rettet herpå, mens långivere utvivlsomt ville fokusere mere på soliditetskvaliteten.

Regnskabspraksis

For så vidt angår alle årene i analyseperioden har B&O aflagt deres regnskaber efter den internationale regnskabspraksis (IFRS).⁴⁴ Således vurderes grundlaget for kontinuitet i analyseperioden at være intakt. Herudover er det værd at bemærke, at alle de årlige revisioner ikke har givet anledning til bemærkninger i hele analyseperioden.⁴⁵

⁴³ ”Regnskabsanalyse for beslutningstagere”, Petersen og Plenborg, 1. udgave, 3. oplag, side 281.

⁴⁴ Revisionspåtegningerne i B&O's årsrapporter for hele analyseperioden bekræfter dette.

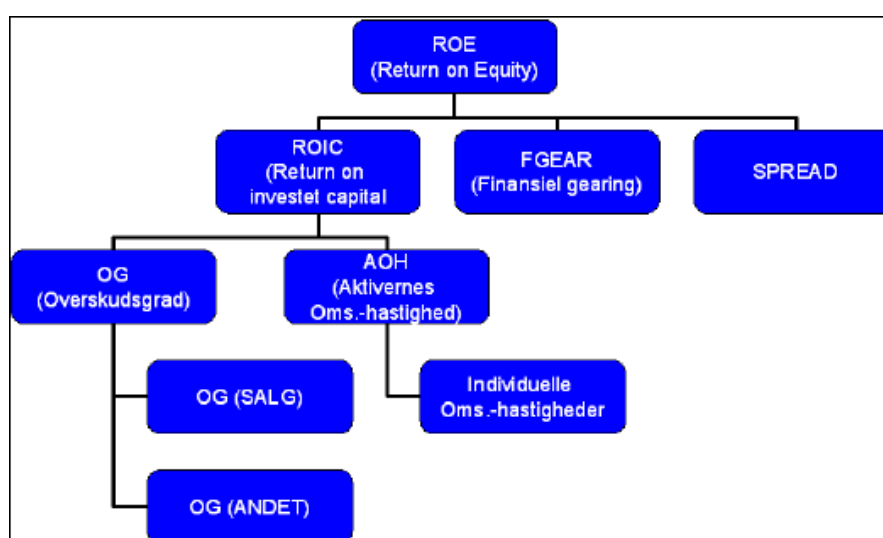
⁴⁵ Revisionspåtegningerne i B&O's årsrapporter for hele analyseperioden bekræfter dette.

Informationsniveauet i årsrapporterne vurderes at være meget tilfredsstillende, idet der indgår væsentlige ikke-finansielle fakta om virksomhedens nuværende situation, produkter og strategi.

Analyse

Da det ønskes at analysere B&O's værdiskabelse for aktionærerne – dvs. egenkapitalens forrentning – vil regnskabsanalysen tage udgangspunkt i en nøgletalsanalyse foretaget med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model.

Figur 22 – Den udvidede DuPont-model



Kilde: Egen tilvirkning baseret på ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 173.

Venstre side af DuPont-modellen analyserer B&O's driftsaktiviteter i analyseperioden, mens højresiden analyserer de finansielle aktiviteter for samme.

Reformulering af regnskab

Målet med regnskabsanalysen er at afdække de vigtigste nøgletal i den udvidede DuPont-model, som fortæller noget om B&O's værdiskabelse i analyseperioden. Dette gøres ved at reformulere

resultatopgørelse og balance til analysebrug. Den normale og teoretisk mest korrekte måde at foretage en reformulering på er, at påbegynde med reformulering af egenkapitalopgørelsen.⁴⁶ For så vidt angår B&O er dette en overflødig manøvre, idet der anvendes IFRS som regnskabsstandard, og hvor egenkapitalopgørelse inkl. totalindkomstopgørelse derfor er et krav.⁴⁷

Reformulering af resultatopgørelsen⁴⁸

Reformuleringen af resultatopgørelsen foretages for at sondre mellem drifts- og finansielle aktiviteter, således der skabes gennemsigtighed for investor, som ønsker at klarlægge, hvor stor en del af værdiskabelsen, der stammer fra B&O's primære drift. Den primære drift er i særdeleshed interessant for investor, idet posten er afgørende for pengestrømmene i virksomheden og dermed hovedkilden til værdiskabelsen. Udover den primære drift er også finansieringsaktiviteten interessant, og tilsammen udgør disse to størrelser den såkaldte totalindkomst.

Totalindkomsten kan karakteriseres som den værdiregulering, der er sket i virksomheden i perioden, og er således et udtryk for ændringen i egenkapitalens størrelse. Jf. ovenstående kan totalindkomsten udledes direkte af egenkapitalopgørelsen i B&O's årsrapport, men for at bekræfte kilderne til værdireguleringerne er det nødvendigt at reklassificere resultatopgørelsen. Hvis resultatopgørelsen ikke reformuleres, vil det være muligt at skjule indtægter eller tab via posteringer på balancen, som ellers skulle have været bogført i resultatopgørelsen - såkaldt "Dirty Surplus Accounting".⁴⁹ Med henvisning til Elling og Sørensen's figur 4.3. vil der for B&O's vedkommende primært være tale om følgende poster: egenkapital- og valutakursreguleringer i udenlandske datterselskaber samt ændring i dagsværdi af afledte finansielle instrumenter. Når der korrigeres for disse værdireguleringer i en reformuleret resultatopgørelse, elimineres poster, der kan give støj i analysen, idet der indenfor analyseperioden skabes et sammenligningsgrundlag for de berørte poster.

⁴⁶ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Elling & Sørensen, 2. udgave, side 107.

⁴⁷ <http://www.iasplus.com/dtppubs/0903introifrsdanish.pdf>

⁴⁸ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Elling & Sørensen, 2. udgave, side 121-139.

⁴⁹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Elling & Sørensen, 2. udgave, side 114-115.

Reformulering af balancen⁵⁰

Ligesom tilfældet var med resultatopgørelsen, reformuleres balancen med henblik på at sondre mellem driftsaktiver og finansielle aktiver samt disses finansieringskilder på passivside. Det er stadig ønsket om at kunne isolere de driftsmæssige investeringer, der er gældende, idet primærdriften som tidligere nævnt er hovedkilde til værdiskabelsen. Herudover er en reformulering nødvendig, idet flere af nøgletallene i analysen udtrykker forholdet mellem virksomhedens driftsmæssige aktiviteter og virksomhedens balance.

I reformuleringen er der enkelte poster, som er forbundet med en vis usikkerhed. Som et eksempel kan nævnes den likvide beholdning, som skal deles op i to puljer. Én pulje der vedrører driftsaktiviteterne, og én der vedrører de finansielle aktiviteter. Da det er umuligt at vide, hvad ledelsen gør sig af tanker om denne opdeling – ligesom det ej heller er beskrevet i årsrapporterne – må opdelingen baseres på et skøn. I denne opgave er det skønnet, at en likvidbeholdning svarende til 1 % af periodens nettoomsætning udgør den driftsmæssige likviditet, mens den resterende del vedrører de finansielle aktiviteter.

Investeringsejendomme udgør en ikke uvæsentlig post på B&O's aktivside. Man kunne sagtens foranlediges til at kategorisere disse ejendomme som finansielle aktiver, men da de iflg. B&O's årsrapporter alene har til formål at huse produktions-, lager- og administrationsfaciliteter samt associerede virksomheder, må de således kategoriseres som driftsaktiver.

Ligesom på aktivsiden skelnes der passivside mellem drift og finansiering. Et eksempel på opdelingen kan findes i leverandørgælden, der finansierer vareindkøb, hvilket er et vigtigt led i driften, og derfor kategoriseres denne post som et driftspassiv.

De finansielle passiver opdeles i kort- og langfristet gæld. Dette giver et overblik over B&O's overordnede kapitalstruktur, ligesom det bliver muligt at redegøre for virksomhedens likvide beredskab på kort og længere sigt. Er en del af anlægsaktiverne med længere afskrivningsperioder f.eks. finansieret med kortfristet bankgæld, kan B&O blive presset, såfremt bankforbindelsen ikke

⁵⁰ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 121-139.

ønsker at forlænge kreditfaciliteten, og for mange virksomheder i dagens Danmark kan dette scenarie bestemt ikke udelukkes. Fordelingen ud fra tidshorisont udstyrer således ledelsen med nogle værktøjer til at optimere kapitalstrukturen og minimere de finansielle risici, ligesom analytikeren får indblik i de samme problemstillinger.

Nøgletalsanalyse⁵¹

I nøgletalsanalysen vil der blive kommenteret på de nedenfor opstillede nøgletal, som baseres på den reformulerede resultatopgørelse og balance. Kommentarerne til udviklingen er baseret på gennemgang af de offentligt tilgængelige regnskabsmeddelelser og rapporter.

Overskudsgrad

Overskudsgraden sammenholder B&O's primære resultat med omsætningen og udmåler således virksomhedens evne til at udnytte omsætningen til værdiskabelse. OG viser hermed en samlet status på indtægts- og omkostningstilpasningen i B&O.

Overskudsgrad (OG)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Resultat af primær drift (EBITDA)	438	530	196	-497	-63
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
OG	10,37	12,11	4,79	-17,81	-3,18
Drivere til OG					
Produktionsomk./Oms.	54,04	53,43	53,69	60,36	61,15
Udviklingsomk./Oms.	10,49	10,49	13,34	16,59	12,76
Distr. Og markedsføringsomk./Oms.	21,56	20,80	24,54	33,30	26,49
Adm.omk./Oms.	3,55	3,18	3,64	3,76	3,43

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden.

Ovenstående figur viser, at OG er faldet fra et niveau på maksimalt 12 % i 2006/2007, hvorimod der i seneste hele regnskabsår er tabt ca. 18 kr. pr. 100 kr. omsætning. Set ud fra et rentabilitetssynspunkt er dette en alarmerende udvikling. Ses der på de respektive drivere, ses det, at det i særdeleshed er produktionsomkostningernes andel af omsætningen, der er steget, hvilket har

⁵¹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 171-224.

tvunget bruttomarginalen nedad. Samtidig er udviklingsomkostningernes andel af omsætningen steget med > 50 % fra 2005/2006 til 2008/2009, mens distributions- og markedsføringsomkostningernes andel af omsætningen er steget med næsten samme hastighed.

Udviklingen kunne tyde på, at B&O tidligere har udnyttet stordriftsfordele, som nu er indskrænkede, idet ledelsen ikke formår at nedbringe omkostningerne med samme hastighed som omsætningen. Den gode nyhed er, at omkostningsdriverne – med undtagelse af produktionsomkostningerne – ser ud til at være faldende for så vidt angår Q1-Q3 i 2009/2010, hvilket kan være den begyndende effekt af ”Pole Position 2008” strategiplanen med fokus på øget salg og hårdere omkostningsstyring.

Nettoaktivernes omsætningshastighed

Nettoaktivernes omsætningshastighed måler forholdet mellem kapitalbindingernes og omsætningen, og nøgletallet fortæller dermed om virksomhedens evne til at skabe salg målt i forhold til antal kr. investeret i nettoaktiver.

Nettoaktivernes omsætningshastighed (AOH)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1.565	1.685	1.834	1.765	1.668
AOH	2,70	2,60	2,23	1,58	1,19
Drivere til AOH					
Oms./Færdige udv.projekter	19,47	17,86	18,68	13,88	Ej retvisende
Oms./Udv.projekter u/ udf.	38,41	37,72	36,21	15,08	Ej retvisende
Oms./Grunde og bygninger	12,69	17,37	14,93	10,33	Ej retvisende
Oms./Prod.anl. og mask.	21,02	21,45	18,43	12,13	Ej retvisende
Oms/Varebeholdninger	7,45	6,31	5,11	4,67	Ej retvisende
Oms/Tilgodeh. fra salg	6,45	5,89	6,90	6,84	Ej retvisende

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden. 2009/2010 (Q1-Q3) vurderes ej retvisende grundet det manglende kvartal.

På et overordnet niveau ses det, at der opledes en faldende trend i aktivernes omsætningshastighed over hele analyseperioden. Aktivmassen i sin helhed forholder sig tilnærmelsesvis konstant, men da omsætningen har været stærkt faldende, dokumenterer AOH således også, at B&O ikke har været i stand til at regulere størrelsen på sit apparat efter omsætningens størrelse.

Målt på udvalgte enkeltaktiver er trenden i store træk den samme, hvilket vidner om, at symptomet har været det samme ud i næsten alle kroge af Struer-virksomheden. Ses der på udviklingen mellem 2007/2008 og 2008/2009, kan det fortolkes således, at en del af faldet i AOH formentlig kan tilskrives, at finanskrisens afledte omsætningsnedgang tog ledelsen på sengen.

Finanskrisen eller ej, så er det bemærkelsesværdigt, at det mest massive fald i omsætningshastigheden findes under udviklingsprojekter under udførelse, som falder med $> 50\%$, og som nominelt er én af de tungere poster i aktivmassen. B&O er en virksomhed, der lever af at være på forkant med forskning og udvikling, og hvis ikke kapitalen, der er bundet op i disse aktiviteter, fastholder eller sågar øger omsætningen, befinder B&O sig i en uheldig situation.

Varebeholdninger er en notorisk kæphest for B&O-ledelsen, som så vidt muligt ønsker at være ordreproducerende og formindske færdigvarelagre til et absolut minimum. På trods af stort fokus ses det ikke desto mindre, at B&O heller ikke her har været i stand til at styre kapitalbindingerne.

En anden tung post i aktivmassen er tilgodehavender fra salg, og målt mod omsætningen viser udviklingen, at B&O har haft godt styr på sine debitorer.

Jf. de seneste kvartalsrapporter er ledelsen stærkt fokuserede på kapitalbindingerne og likviditetsforhold i øvrigt, hvilket sammen med stigende omsætning igen menes at kunne få omsætningshastighederne til at stige. Udover at være fokuseret på aktivsammensætningen contra omsætningen, bør ledelsen ligeledes kigge på de kortfristede forpligtelser, hvor der specielt på leverandørsiden kan være meget at hente.

Afkastningsgraden (ROIC/Return on Invested Capital)

Afkastningsgraden er et udtryk for, hvor lønsomt B&O udnytter sine nettodriftsaktiver. Hvor OG udtrykte lønsomheden set i forhold til omsætning, måler ROIC lønsomheden set i forhold til mængden af investeret kapital i nettodriftsaktiver. Sagt på en anden måde, så indebærer målingen, at jo højere ROIC, desto bedre får både aktionærer og långivere forrentet den kapital, som er skudt ind i virksomheden.

Return On Invested Capital (ROIC)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Resultat af primær drift (EBITDA)	438	530	196	-497	-63
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1.565	1.685	1.834	1.765	1.668
ROIC	27,99	31,45	10,69	-28,15	-3,78

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden

Afkastningsgraden kan findes ved at gange OG med AOH, hvilket giver et billede af, hvilke værdidrivere, der ligger til grund for nøgletallet, og som derfor er gennemgået i ovenstående.

ROIC sammenholdes ofte med de vægtede, gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), idet sidstnævnte er et udtryk for ejerkredsens og långivernes samlede afkastkrav. Hvis ROIC ligger på et højere niveau end WACC, er dette et udtryk for, at den værdi der skabes i virksomheden, er højere end det krav, som virksomheden imødegås med fra ejere og långivere. I dette tilfælde vil der således blive skabt et mérafkast (EVA)⁵²

Finansiel Gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing er forholdet mellem egenkapital og de netto finansielle forpligtelser.

Nøgletallet er dermed et udtryk for, i hvor høj grad virksomheden er finansieret via fremmedkapital set i forhold til aktionærernes egenkapital. En høj gearing er ikke nødvendigvis et sygdomstegn for en virksomhed, idet afkastkravet fra långivere som regel er mindre end ditto fra aktionærer. I værdiansættelsesafsnittet vil dette blive gennemgået nærmere.

Finansiel Gearing (FGEAR)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser	-178	-27	251	263	175
Gennemsnitlig egenkapital	1.746	1.712	1.583	1.502	1.493
FGEAR	-0,10	-0,02	0,16	0,18	0,12
Drive til FGEAR					
Likvide beholdninger fratrukket driftslikviditet	461	152	66	230	135
Langfristede forpligtelser til real- og kreditinstitutter	237	190	337	326	312
Kortfristede forpligtelser til real- og kreditinstitutter	46	86	105	53	24
Samlede forpl. til real- og kreditinstitutter	283	276	442	379	336
Index samlede forpl. Til real- og kreditinstitutter	100,00	97,53	156,18	133,92	118,73

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden

⁵² ”Regnskabsanalyse for beslutningstagere”, Petersen og Plenborg, 1. udgave, 3. oplag, side 152

I starten af analyseperioden ses en negativ gearing, som indebærer, at B&O i 2005/2006 var komplet uafhængige af eksterne långivere, og at likvidbeholdningen var mere end stor nok til at kunne finansiere virksomheden. Fra 2007/2008 bliver gearingen positiv, men når aldrig et højt niveau. De negative resultater kunne have medført en stærkt stigende gearing, men dette afværges i april 2009, hvor B&O gennemførte sin aktieemission, som tilførte virksomheden mDKK 459 i supplerende egenkapital.⁵³

B&O har traditionelt været en selvfinansierende virksomhed, hvilket formentlig er en af årsagerne til aktieemissionen. Ses der på driverne til FGEAR er det helt tydeligt, at likvidbeholdningen i 2007/2008 er svækket til et hidtil ukendt niveau samtidig med, at den samlede gældssætning til real- og kreditinstitutter er steget næsten 60 % indenfor to år, og derfor var der brug for tilførsel af likvider for at fastholde handlefriheden.

Udover de helt oplagte årsager til emissionen, blev der i tiden herop til spekuleret en del i, om B&O var i gang med at geare virksomheden for at gøre den salgbar overfor eksempelvis kapitalfonde, men med emissionen satte man en tyk streg under, at dette ikke er tilfældet lige foreløbigt.

SPREAD

Direkte oversat betyder spread ”spænd”, og det er også således nøgletallet skal forstås. SPREAD udtrykker forholdet mellem gældsrenten, r , og ROIC, og er nøgletallet positivt, tabes der ikke penge på de finansielle forpligtelser.

Rente	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Finansielle omkostninger før skat ekskl. Valutakurs	-15	24	38	34	18
Finansielle indtægter	18	16	20	11	10
Nettofinansielle indtægter og omkostninger før skat	3	8	18	23	8
NFF ultimo	178	-124	-378	-149	-201
Rente r	1,46	-6,46	-4,76	-15,45	-3,98

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden

⁵³ B&O-koncernens årsrapport 2008/2009, se egenkapitalbevægelserne, side 71.

Renten i 2005/2006 er positiv, fordi B&O som nævnt lå inde med en stor likvidbeholdning. I 2008/2009 påvirkes renten til et ekstraordinært niveau, og er for så vidt ikke retvisende for hele regnskabsåret grundet aktieemissionen. Der tilgik B&O 459 mDKK i likvider ultimo regnskabsåret 2008/2009, og på opgørelsestidspunktet for balancen pr. 31.05, er NFF således formindsket markant, mens NFO har været tilskrevet gennem hele regnskabsåret.

SPREAD	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
ROIC	0,28	0,31	0,11	-0,28	-0,04
r (NFO/NFF)	0,01	-0,06	-0,05	-0,15	-0,04
SPREAD	0,29	0,25	0,06	-0,44	-0,08

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden

SPREAD viser, at B&O indtil 2008/2009 tjener penge på den fremmedkapital, der er optaget i virksomheden. Fra 2005 og til 2007 havde B&O et stort potentiale på SPREAD, og teoretisk set havde det været muligt for B&O at finansiere ekstra driftskapital til meget lave satser hos eksterne långivere og derefter opnå et højt afkast på kapitalen gennem ROIC. Fra regnskabsåret 2007/2008 falder SPREAD markant – primært affødt af et fald i ROIC, og helt galt går det i mareridtsåret 2008/2009, hvor der tabes stort på den rentebærende gæld.

Såfremt B&O igen får styr på indtjeningsevnen – og denne måling skal ske gennem ROIC – vil dette have en positiv indflydelse på SPREAD.

Tilsammen udgør FGEAR og SPREAD de finansielle værdidrivere, der sammen med ROIC regulerer størrelsen af ROE.

Return on Equity (ROE)

ROE kaldes på dansk egenkapitalens forrentning og udtrykker forholdet mellem B&O's totalindkomst og den gennemsnitlige egenkapital. Når totalindkomsten anvendes, er det fordi, der tages højde for den samlede værdiskabelse i virksomheden, hvilket bedst udtrykkes i totalindkomsten, der er lig egenkapital_(t) fratrukket egenkapital_(t-1). Da egenkapitalen er et udtryk for de af aktionærerne investerede midler i B&O, sættes nøgletallet typisk i forhold til en alternativ investering.

Return on Equity (ROE)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Totalindkomst (overført fra egenkapitalopgørelse i off. rap.)	283	369	111	-396	-62
Gennemsnitlig egenkapital	1.746	1.712	1.583	1.502	1.493
ROE	16,21	21,55	7,01	-26,36	-4,15

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden

ROE-værdierne spænder bredt i analyseperioden og strækker sig mellem +22 % ned til -26 %. Da B&O ikke har foretaget Dirty Surplus Accounting i væsentligt omfang⁵⁴, ligger totalindkomsterne i de respektive perioder således også tæt på den officielle resultatopgørelse. Da ROE falder fra et meget flot niveau i 2006/2007 henover 2007/2008 til at ramme et absolut bundniveau i 2008/2009, skyldes det de samme drivere, som påvirkede OG/AOH og således ROIC.

Sammenfattende kan det siges, at ROE er toppen af Dupont-pyramiden, og det er således også nøgletallet, der lader sig påvirke af alle de resterende.

Delkonklusion

B&O har præsenteret både stærke og svage nøgletal i analyseperioden, men for at komme med en overordnet vurdering af nøgletallene, er det valgt at sammenligne B&O's nøgletal indenfor analyseperioden med nøgletal fra en sammenligningsgruppe. Sammenligningsgruppen består specifikt af forbrugsgodebranchen samt alle brancher generelt, og den baseres på medianer af nøgletal. Sammenligningen er baseret på B&O's performance i analyseperioden og Elling og Sørensens opgørelse for perioden 1985-2001, og det skal derfor naturligvis bemærkes, at der ikke er tidsmæssig overensstemmelse mellem perioderne.

Nøgletalsmedianer på brancheniveau år 1985-2001	ROE	FGEAR	ROIC	OG	AOH
Forbrugsgoder	9,1	0,313	8,1	3,8	2,2
Alle brancher	8,5	0,363	8,8	4,1	2
Bang & Olufsen, år 2005-2010	2,9	0,067	7,6	1,3	2,1

Kilde: Egen tilvirkning baseret på "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Elling & Sørensen, 2. udgave, side 190, figur 7.10.

⁵⁴ Se egenkapitalopgørelserne i B&O's offentliggjorte rapporter indenfor analyseperioden

Både Elling og Sørensen periode fra 1985-2001 samt analyseperioden fra 2005-2010 har været præget af store makroøkonomiske op- og nedture. Den generelle tendens i sammenligningen er ikke desto mindre, at B&O's nøgletal generelt ligger på et svagere niveau end sammenligningsgruppen. En del af forklaringen til de generelt lavere nøgletal kan formentlig findes i finanskrisen, som er bredt anerkendt som den værste økonomiske krise siden 1920'erne-1930'erne, og som derfor har ramt luksusbrandet B&O ekstra hårdt. Alligevel giver sammenligningen anledning til bemærkninger.

Der ses et interessant mønster mellem ROE og ROIC, for mens B&O's ROIC tilnærmelsesvist ligger på niveau med sammenligningsgruppen, ses det, at B&O's ROE ligger betydeligt lavere. Som observatør kunne man foranlediges til at tro, at det er den lave gearing, der er forklaringen. En højere gearing ville i år med høj rentabilitet have betydet et endnu højere afkast til aktionærerne. I år med svag lønsomhed ville en højere gearing ligeledes kunne have påvirket ROE positivt. Havde B&O været højere gearret, ville det negative afkast i højere grad blive delt med eksterne långivere, hvis afkastkrav er mindre, hvorfor mindre værdi var blevet destrueret.

Fremadrettet kan der således stilles spørgsmålstejn ved B&O's meget konservative stil med lav gearing. Lav gearing kan i sagens natur være tvungen, såfremt eksterne långivere ikke ønsker at tilbyde finansiering, men hvis det forudsættes, at dette ikke bliver tilfældet fremadrettet, bør B&O ud fra et teoretisk synspunkt overveje sin kapitalstruktur.

Foruden kapitalstrukturen bør B&O have stort fokus på de drivere, der påvirker ROIC – nemlig AOH og OG. For så vidt angår AOH handler det – udover stram likviditetsstyring – om at omsætte de immaterielle aktiver til meromsætning, mens det for så vidt angår OG handler om at styre omkostningerne med hård hånd. Jf. strategiplanen Pole Positionen 2008 har Kalle Nielsen og resten af ledelsen også stort fokus på disse drivere.

BUDGETTERING

I opgavens budgetteringsfase sammenholdes de ikke-finansielle samt finansielle værdidrivere fra den strategiske analyse hhv. regnskabsanalysen. Budgetteringen er estimeret over, hvorledes de fremtidige pengestrømme kan kvantificeres ud fra nøgletal og er således fundamentet for den egentlige værdiansættelse. Uden et internt kendskab til B&O er det vanskeligt at foretage denne budgettering nøjagtigt og dermed tegne et retvisende billede af fremtiden, men dette vil alligevel blive forsøgt gjort i nærværende afsnit. Budgetteringen foretages ligesom regnskabsanalysen på koncernniveau, idet tilgængeligt materiale til at budgettere på divisions eller datterselskabsniveau ikke synes tilstrækkeligt.

Som budgetperiode er valgt en 5-årig periode plus en terminalværdiperiode. Perioden er valgt ud fra et estimat over, hvor længe der vil gå, førend B&O kan have stabiliseret sin forretning ovenpå de seneste regnskaber og nå steady state.

I den senere værdiansættelse anvendes Gordon's vækstformel i afdækningen af terminalværdien, hvor omsætningsvæksten i terminalperioden indgår som nøglevariabel. Omsætningsvæksten i terminalperioden er derfor holdt på et realistisk minimum for at undgå det teoretiske scenarie, at B&O's omsætning på et tidspunkt vil overstige hele verdens produktion.

Til visse af budgetteringsposterne er det valgt at fremhæve de værdidrivere, som forventes at have størst betydning i forhold til estimatet for den respektive post. De valgte værdidrivere udgøres af såvel ikke-finansielle værdidrivere fra opgavens strategiske analyse som finansielle værdidrivere fra opgavens regnskabsanalyse.

Vækst og nettoomsætning

Nettoomsætningen for B&O budgetteres som nævnt på koncernniveau, og budgetteringen skal som tidligere beskrevet fungere som en direkte forlængelse (ex ante) af opgavens regnskabsanalyse (ex post).

De valgte omsætningsdrivere er følgende:

- Forventet BNP-udvikling i Europa (se PEST)
- Konjunkturfølsomhed (se PEST)
- Faldende R&D-omkostninger (se regnskabs- og nøgletalsanalyse)
- B&O's egne forventninger

Forventningerne til B&O's nettoomsætning er som følger og begrundes efterfølgende i ovenstående værdidrivere:

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
	E	E	E	E	E	E(T)
Est. Nettoomsætningsvækst (%)	0%	4%	5%	5%	4%	3%

Kilde: egen tilvirkning

I indeværende regnskabsår forventes en BNP-vækst i Europa på mellem 0 og 1 %. Umiddelbart er der således ingen makroøkonomiske faktorer, der skulle tilskynde en vækst i B&O's omsætning. Samtidig har B&O i sin seneste kvartalsmeddelelse så sent som d. 14. april 2010 meldt ud, at der forventes en omsætning i indeværende regnskabsår på niveau med 2008/2009⁵⁵.

For så vidt angår regnskabsårene 2010-2014, så forventes en europæisk BNP-vækst på mellem 1-2 % pr. år. Da B&O som tidligere beskrevet er et cyklisk luksusbrand – og således meget konjunkturfølsomt -, må der forventes vækstrater, der overstiger BNP-raterne, når produktionsvæksten atter når normale rater. Samtidig ses der et vist potentiale på de såkaldte emerging markets såsom Rusland og Kina, ligesom specielt CarFi-segmentet vurderes at kunne løfte omsætningen. Årsagen til at B&O's omsætningsvækst ikke forventes at nå højere rater end 5 % skal findes i de nedskæringer i R&D-omkostninger, som ledelsen har foretaget, og hvis niveau tilsyneladende forventes fastholdt på det nuværende. Som det blev beskrevet i værdikædeanalysen så ses en stor fare i, at der spares på netop de områder, hvor B&O har hele sit eksistensgrundlag. Sagt med andre ord, så vurderes det usandsynligt, at B&O kan skabe omsætningsstigninger på > 5 %, såfremt afstanden til konkurrenterne på kvalitet, design, og innovation ikke atter forøges. Set i

⁵⁵ B&O-koncernens seneste kvartalsrapport (3 kvartaler) 01.06.2009-28.02.2010.

forhold til konkurrenternes nuværende ageren i markedet, synes en sådan opgave uoverkommelig, såfremt forsknings- og udviklingsafdelingen vil blive mødt med sparekniven fremadrettet.

Overskudsgrad (EBITDA-margin)

B&O's historiske overskudsgrad var som følger:

Overskudsgrad (OG)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Resultat af primær drift (EBITDA)	438	530	196	-497	-63
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
OG	10,37	12,11	4,79	-17,81	-3,18
Drivere til OG					
Produktionsomk./Oms.	54,04	53,43	53,69	60,36	61,15
Udviklingsomk./Oms.	10,49	10,49	13,34	16,59	12,76
Distr. Og markedsføringsomk./Oms.	21,56	20,80	24,54	33,30	26,49
Adm.omk./Oms.	3,55	3,18	3,64	3,76	3,43

Kilde: egen tilvirkning

Ligesom tilfældet var med budgetteringen af B&O's omsætning, er det ved fastsættelsen af EBITDA-margin i budgetperioden valgt at fokusere på udvalgte nøgledrivere.

De valgte omkostningsdrivere er følgende:

- Stærk position på brancheniveau (se endvidere P5F, brancheanalyse)
- B&O's værdikæde (se endvidere intern analyse)
- Produktionsomkostninger (se endvidere regnskabsanalyse)
- Faste omkostninger (se endvidere regnskabsanalyse)

At B&O har en stærk position på brancheniveau taler for, at Struer-virksomheden får styr på sin EBITDA-margin fremadrettet. Konkurrenceintensiteten er relativt svag, hvilket taler for høj lønsomhed pr. solgt enhed, og samtidig nydes en gunstig situation - både i forhold til leverandører og substituerende produkter.

B&O's store fokusområde bør være værdikæden – og herunder produktionsomkostningerne samt de faste omkostninger. Så godt som hele den videnstunge del af værdikæden er placeret i Struer,

hvorfor virksomheden derfor må affinde sig med de – relativt set - tårnhøje danske løn- og produktionsomkostninger. Som tidligere nævnt kunne det være en oplagt mulighed at se mod Indien eller alternative østbloklande for at spare på omkostningerne, men dette ligger ikke umiddelbart på tegnebrættet.

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret core-OG før skat (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%

Kilde: egen tilvirkning

Ovenstående figur viser de estimerede core-overskudsgrader indenfor budgetperioden. For så vidt angår estimatet for indeværende regnskabsår 2009/2010, er dette i høj grad baseret på B&O egne forventninger, jf. seneste kvartalsmeddelelse⁵⁶.

Hvad angår de kommende regnskabsår, forventes det, at omstruktureringerne i henhold til strategiplanen Pole Position vil have en positiv indflydelse på forholdet mellem omsætnings- og omkostningsniveauet, og dette medfører en - om end lav - så positiv EBITDA-margin i 2010/2011. Herefter forventes mindre stigninger i de følgende år, men det vurderes ikke sandsynligt, at EBITDA-marginen vil stige til niveauet før 2007/2008 indenfor budgetperioden. Dertil er de faste omkostninger ganske enkelt for høje, og det vil kræve en flytning af hele værdikæden til alternative lokaliteter for at kunne ændre på dette.

Nettoaktivernes omsætningshastighed

Nettoaktivernes omsætningshastighed (AOH) indgår i budgetteringen, idet nøgletallet redegør for de aktuelle kapitalbindinger, hvorfor det fortæller noget om værdiskabelsen i B&O. I analysen ser AOH således ud:

Nettoaktivernes omsætningshastighed (AOH)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1.565	1.685	1.834	1.765	1.668
AOH	2,70	2,60	2,23	1,58	1,19 ≈ 1,58/året

Kilde: egen tilvirkning

⁵⁶ B&O-koncernens seneste kvartalsrapport (3 kvartaler) 01.06.2009-28.02.2010

Ifølge Elling og Sørensen er medianen for AOH indenfor branchen ”forbrugsgoder” 2,2 i årene 1985-2001. I sammenligning hermed var gennemsnittet for B&O i analyseperioden 2,1 – dog med en stærkt faldende tendens i de seneste regnskabsår.

Følgende driver er udvalgt i relation til estimatet af AOH:

- B&O’s værdikæde

Effektiv styring af B&O’s værdikæde er helt central, såfremt AOH skal øges indenfor budgetperioden. Det er en styrke, at B&O har ansat en CEO med stort fokus på denne del af forretningen, og at strategiplanen ”Pole Position 2008” er iværksat, hvor der netop fokuseres på kapitalbindingerne i koncernen. Det trækker dog den modsatte retning, at stadig flere af B1-butikkerne bliver nødlidende, hvorfor B&O må overtage ejerskabet af disse, såfremt distributionsnettet skal fastholdes. Bliver dette mønster en kendetegnende tendens på alle B&O’s primære markeder, vil B&O risikere at skulle binde stor kapital i distributionsnettet alene, hvilket tilskynder en negativ udvikling.

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
	E	E	E	E	E	E(T)
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2

Kilde: egen tilvirkning

AOH i 2009/2010 er estimeret efter B&O’s seneste kvartalsmeddelelse, hvor omsætningshastigheden for tre kvartaler (1,19) er divideret med 0,75 for at estimere årets AOH. I de efterfølgende år til og med 2014 forventes en stigende tendens, som affødes af den budgetterede stigning i omsætning, ligesom Kalle Nielsens efterlevelse af Pole Position 2008 forventes at få effekt.

Afkastningsgrad (ROIC / Return on Invested Capital)

Afkastningsgraden er en direkte funktion af de to senest budgetterede poster, OG og AOH, idet ROIC fremkommer ved, at OG og AOH ganges med hinanden.⁵⁷ Da OG og AOH er budgetteret ovenfor, fremkommer den budgetterede ROIC således ved at gange de budgetterede poster med hinanden.

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret OG (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret ROIC (%) = (OG x AOH)	-2,9	2,7	4,1	5,7	7,1	8,0

Kilde: egen tilvirkning

Den budgetterede trinvis forøgelse i ROIC er et udtryk for, at B&O bliver bedre til at udnytte sine nettodriftsaktiver, og at driftens lønsomhed set i forhold til kapitalapparatet øges. Det ses, at ROIC i terminalværdiperioden lander meget tæt på Elling og Sørensen's medianværdi for ROIC i branchen for forbrugsgoder i årene 1985-2001, som lød på 8,1.

Dividende

B&O's udlodningspolitik tilsigter at udlodde mellem 33 – 50 % af årets nettoresultat i år med positive overskud.⁵⁸ I den nuværende situation vurderes B&O dog ikke at være i en situation, hvor det vil være hverken hensigtsmæssigt eller sandsynligt at udlodde sådanne procentsatser, hvorfor der budgetteres med et 15 % udbytte til aktionærerne i år med positive resultater.

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret dividende i % af nettooverskud (NOPAT)	0%	15%	15%	15%	15%	15%

Kilde: egen tilvirkning

⁵⁷ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 186.

⁵⁸ B&O-koncernens årsrapporter løbende.

Skattesats

Trods sandsynlighed for regeringsskift budgetteres med en selskabsskattesats på 25 % i hele budgetperioden, og der korrigeres således ikke for afvigende skattesatser i datterselskaber placeret i udlandet.

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret selskabsskattesats i %	25%	25%	25%	25%	25%	25%

Kilde: egen tilvirkning

Renten, r.

Fremmedkapital-renten estimeres på baggrund af gennemsnittet for hele analyseperioden, og fastlægges som konstant gennem hele budgetperioden.

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret rentesats i %	5,84	5,84	5,84	5,84	5,84	5,84
Estimeret rentesats i % efter skat	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38

Kilde: egen tilvirkning

Teoretisk set burde fremmedkapital-rentesatsen udregnes på baggrund af den risikofri rente + et risikotillæg, som er angivet af långiver, og som typisk varierer. Da sådanne oplysninger ikke er offentlige, men fungerer som et internt forhold mellem långivere og B&O, er rentesatsen før skat fastsat som en konstant værdi og estimeret på baggrund af de historiske data. Herefter er der korrigeret for skattefordelen ved fremmedkapitalfinansiering (25 %), hvorefter den estimerede rentesats efter skat fremkommer. I forhold til den strategiske analyse synes niveauet for rentesatsen sandsynligt.

Sammenfatning af budgettering.

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015
	E	E	E	E	E	E(T)
Est. Nettoomsætningsvækst (%)	0%	4%	5%	5%	4%	3%
Estimeret core-OG før skat (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2
Estimeret ROIC (%)	-2,9	2,7	4,1	5,7	7,1	8,0
Estimeret dividende i % af nettooverskud (NOPAT)	0%	15%	15%	15%	15%	15%
Estimeret selskabsskattesats i %	25	25	25	25	25	25
Estimeret rentesats i % efter skat	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38

Kilde: egen tilvirkning

I ovenstående figur er opgavens budgettering sammenfattet. Budgetteringen er foretaget på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, og den fungerer således som bindeleddet, der indregner de ikke-finansielle og finansielle drivere i den nedenstående værdiansættelse.

VÆRDIANSÆTTELSE OG FØLSOMHEDSANALYSE

I dette afsnit skal det udfærdigede budget danne grundlag for den egentlige værdiansættelse af B&O.

Den valgte værdiansættelsesmodel er DCF-modellen (Discounted Cash Flow-modellen), der tilhører gruppen af kapitalværdibaserede modeller. Teorien for denne og afdækningen af dens komponenter vil blive belyst i de efterfølgende afsnit.

DCF-modellen⁵⁹

Modellen anvender virksomhedens pengestrømme til værdiansættelse af virksomheden. Disse pengestrømme tilbagediskonteres med en diskonteringsrente, hvis formål er at afmåle de vægtede kapitalomkostninger i fremtidige pengestrømme.

⁵⁹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 40-43

Værdien af virksomheden bliver dermed defineret som nutidsværdien af de fremtidige nettobetalingen fratrasket de førnævnte vægtede kapitalomkostninger. I praksis er modellen dermed uafhængig af regnskabsprincipper, idet den bygger på pengestrømme.

Som nævnt i opgavens budgetteringsafsnit er budgettet inddelt i to perioder. Den første periode bestod af fem år, hvilket vurderedes at være den maksimale tidshorisont, hvormed budgetteringen kan fastsættes med høj grad af sandsynlighed. Denne såkaldte budgetperiode blev fastlagt ud fra den strategiske analyse samt regnskabsanalysen.

Den anden periode benævnes terminalperioden og udtrykker de pengestrømme, der ligger ude på den anden side af budgetperioden – i dette tilfælde således > 5 år. Værdien af nettopengestrømmene i denne periode kan være en abstrakt størrelse at forholde sig til, idet perioden i princippet kan strække sig ud i al evighed, men den benævnes terminalværdien. Som tidligere nævnt beregnes denne terminalværdi ved hjælp af Gordon's vækstformel:

$$Terminalværdi = \frac{FCF_T}{WACC - omsætningsvækst_T}$$

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af "Financial Statement Analysis and Security Valuation, Stephen H. Penman, 4. udgave, side 117.

Helt forenklet udgøres det frie cash flow af det maksimale udbytte til ejerne og kan beskrives således:

Figur 23 – Definition af det frie cash flow

$\text{Frit cash flow, indirekte metode: } FCF = C - I$

hvor C er lig pengestrømme fra driftsaktivitet, og I er lig pengestrømme fra investeringsaktivitet.⁶⁰

Der skelnes mellem to DCF-metoder: den direkte metode samt den indirekte metode. I denne opgave anvendes den indirekte metode, hvor først værdien af hele virksomheden udregnes. Herefter

⁶⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Elling & Sørensen, 2. udgave, side 42.

fratrækkes de netto finansielle forpligtelser, og heraf fremkommer således virksomhedens aktuelle værdi.

DCF-modellen er valgt, idet den vurderes mest anvendelig i værdiansættelsen af en virksomhed som B&O. Struer-virksomheden er som beskrevet i den strategiske analyse en lille, nichelignende spiller på verdensmarkedet, og lever af at udvikle unikke produkter. En meget stor del af værdien i B&O skabes således i den ”uhåndgribelige” del af værdikæden, og de immaterielle aktiver, der skal skabe denne værdi, er langt sværere at indregne som en bogført værdi end materielle anlægsaktiver⁶¹. Det giver derfor langt mindre mening at indregne virksomhedens bogførte egenkapital i værdiansættelsen, end hvis der var tale om en anlægstung virksomhed.

WACC, teori og beregning⁶²

Det er nødvendigt for værdiansættelsens nøjagtighed, at den valgte tilbagediskonteringsfaktor afspejler både ejernes og långivernes afkastkrav, og netop derfor anvendes Weighted Average Cost of Capital (WACC) som tilbagediskonteringsfaktor. Som det senere vil fremgå af følsomhedsanalysen, har WACC stor indflydelse på virksomhedens estimerede værdi, idet den udtrykker interessenternes krav til virksomheden holdt op i mod den budgetterede performance, og det er ikke mindst terminalleddet, der vægter i denne forbindelse⁶³. Nedenfor vil de enkelte komponenter i WACC blive gennemgået, og WACC i sin helhed kan forklares således:

$$Wacc = \frac{V_o^E}{V_o^{NDA}} \times K_e - \frac{V_o^{NFA}}{V_o^{NDA}} \times K_g$$

Hvor:

V_o^E	er	Værdien af egenkapitalen
V_o^{NFF}	er	Værdien af netto finansielle forpligtelser
V_o^{NDA}	er	Værdien af virksomheden ($V_o^E + V_o^{NFF}$)
K_e	er	Afkastkravet til egenkapitalen
K_g	er	Finansielle omkostninger efter skat.

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 54

⁶¹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 47-49

⁶² ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 54-55

⁶³ Notat: FSR, side 70.

Lånerente efter skat (Kg):

Jf. budgetteringsafsnittet fastsættes lånerenten som effektiv, gennemsnitlig lånerente før skat i analyseperioden fratrullet skattefordel: $5,84 \% \text{ p.a.} - 25 \% = \underline{\underline{\text{Kg} = 4,38 \% \text{ p.a.}}}$

Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser VoNFF og værdien af egenkapitalen VoE

Anvendelsen af DCF-modellen som værdiansættelsesværktøj indebærer, at de fremtidige pengestrømme værdiansættes. De fremtidige pengestrømme fratrækkes som nævnt de vægtede kapitalomkostninger (WACC). Da det ønskes at gøre værdiansættelsen retvisende i et ex ante-perspektiv, er markedsværdien af den rentebærende gæld samt egenkapitalen ikke indsat i WACC som de bogførte værdier, men som de langsigtede målsætninger om kapitalstruktur, som ledelsen har opsat.

Ifølge Pole Position Strategy har B&O som fremadrettet mål, at selvfinansieringsgraden på længere sigt skal udgøre ca. 50 % af balancens værdi, og med de bogførte værdier pr. 28.02.2010, synes dette ikke usandsynligt. I denne opgaves WACC-beregning er det derfor valgt at angive værdien af egenkapitalen $E = 50 \%$, ligesom det er valgt at værdien af de netto finansielle forpligtelser $\text{VoNFF} = 50 \%$. Som en naturlig følge af denne slutning, er værdien af virksomheden $\text{VoNDA} = 100 \%$. Denne manøvre i WACC-beregningen kan kun foretages, fordi alle ikke-rentebærende forpligtelser allerede er trukket fra.

Ejernes afkastkrav (Ke) og CAPM:

Ejernes afkastkrav estimeres ved hjælp af Capital Asset Pricing Model (CAPM-modellen), som er den bedst tilgængelige og mest anvendt model til estimering af egenkapitalomkostninger i forbindelse med værdiansættelser.⁶⁴

⁶⁴ ”Financial Statement Analysis and Security Valuation, Stephen H. Penman, 4. udgave, side 111-112

CAPM kan beskrives som følger:

$$K_e = r_f + \beta[E(R_m) - r_f]$$

Hvor:

r_f	er	Den risikofrie rente
Beta	er	Virksomhedens systematiske risiko relativt til markedet
$E(r_m)$	er	Det forventede afkast på Markedsporteføljen.
$E(r_m) - r_f$	er	Risikotillæg på Markedsporteføljen

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 51.

CAPM er betinget en række antagelser, som vil blive listet op nedenfor:

- Forventninger er homogene. Alle forventer det samme med hensyn til vækst, indtjening, mv.
- Alle investorer er risikoaverse, og de vil altid kræve et øget afkast ved forøget risiko.
- Alle investorer kan låne eller placere en andel af deres formue til den risikofrie rente
- Ingen transaktionsomkostninger
- Alle har adgang til samme information
- Markedet præges af fuldkommen konkurrence, hvor investorer er pristagere.⁶⁵

Med henvisning til ovenstående antagelser, må der stille spørgsmålstegn ved, hvorvidt CAPM tegner et retvisende billede. Dog må modellen siges at være den bedst mulige indikator for egenkapitalomkostninger grundet de variable, den inddrager, ligesom det ikke vurderes muligt at måle afkastkravet ud på enkelte investorer.

Når B&O's aktionærer skyder likviditet ind i virksomheden, gør de det fordi, at de forventer et afkast. Afkastet skal være stort nok til at kunne træde i stedet for en risikofri investering, og herudover skal afkastet også kunne dække en risikopræmie, som betales for den – relativt til den risikofri investering – større risiko, aktionæren påtager sig.

Nedenfor vil de enkelte komponenter i CAPM blive gennemgået og fastsat.

⁶⁵ ”Financial Statement Analysis and Security Valuation, Stephen H. Penman, 4. udgave, side 111-112

Risikofri rente (r_f)

I denne opgave fastsættes den risikofri rente som lig den effektive rente på den 10-årige danske statsobligation med kuponrente 4 %. Pr. 5. maj 2010 udgør den omtalte statsobligationsrente **effektivt 3,706 % p.a.**

Tillægget til den risikofri rente er det centrale i modellen, og den udgøres af størrelsen beta, som ganges med risikotillægget på markedsporteføljen.

Betaværdien (β)

Betaværdien kan sammenlignes med en multiplikator i nationaløkonomien, da værdien fortæller om enkeltaktiens volatilitet i forhold til indekset eller markedet generelt, og teoretisk kan beta udregnes ved følgende formel:

$$\beta = \frac{COV(R_{selskab}, R_{marked})}{VAR(R_{marked})}$$

Hvor:

$COV(R_{selskab}, R_{marked})$ er Kovariansen mellem afkastet på det specifikke selskab og afkastet på markedet.

$VAR(R_{marked})$ er Variansen af afkastet på markedet.

Kilde: egen tilvirkning på baggrund af ”Financial Statement Analysis and Security Valuation, Stephen H. Penman, 4. udgave, side 111-112

For betaværdier gælder det, at:

Figur 24 – Fortolkning af Beta-værdi

Beta = 0 → Risikofri investering
 Beta < 1 → Investeringen er mindre risikobetonet end indekset/markedet.
 Beta = 1 → Investeringen er nøjagtig så risikobetonet som indekset/markedet
 Beta > 1 → Investeringen er mere risikobetonet end indekset/markedet⁶⁶

I denne opgave er det valgt at foretage et tilnærmelsesvist estimat (common sense) frem for den matematiske tilgang vist i formlen. B&O er som beskrevet i den strategiske analyse et cyklisk

⁶⁶ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 53.

produkt, og det blev dokumenteret, at aktiekursen i højere grad end markedet reagerer på økonomiske konjunkturer og andre påvirkninger. Betaværdien for B&O må dermed være > 1 .

Ifølge Reuters Informationsservice har B&O's største konkurrent, Loewe, fra januar 2006 til maj 2010 haft en gennemsnitlig betaværdi på 1,31. Set over en bred kam er B&O's produktportefølje en smule dyrere og mere differentieret end Loewe's, hvorfor B&O's betaværdi må fastsættes en kende højere. Samtidig fremgår det af FSR⁶⁷, at betaværdien kun bør fastsættes til $> 1,4$, hvis der vurderes at være både driftsmæssig og finansiell risiko forbundet med aktien. Da B&O-aktien primært vurderes at være forbundet med driftsmæssig risiko, fastsættes værdien til **$\beta = 1,35$** .

Risikopræmie ($E(r_m) - r_f$)

Hvor betaværdien hæfter sig specifikt til enkeltaktien, karakteriseres risikopræmien som det tillæg, investor kræver for at investere i aktier generelt i stedet for den risikofri investering. Ifølge Elling og Sørensen har PriceWaterhouseCoopers foretaget en analyse af den gennemsnitlige risikopræmie, som siden 1998 har ligget på et konstant gennemsnit på ca. 4 %.⁶⁸

Elling og Sørensen's bog er skrevet før finanskrisen, og det vurderes derfor, at den gennemsnitlige risikopræmie ligger en smule højere, end hvad den omtalte analyse konkluderer.

I værdiansættelsen anvendes således en samlet risikopræmie for B&O på: **$E(r_m) - r_f = 5\%$**

Efter at have afdækket enkeltkomponenterne i CAPM, er det nu muligt at udregne ejernes afkastkrav:

Figur 25 – Ejernes afkastkrav (K_e) fundet ved CAPM

Ejernes afkastkrav (K_e) fundet ved CAPM

$$K_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

$$K_e = 3,706 + 1,35(8,706 - 3,706) = \underline{\underline{K_e = 10,46\%}}$$

⁶⁷ FSR, Rådgivningsudvalget, side 15.

⁶⁸ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 52.

Efter ejernes afkastkrav K_e er blevet udregnet, er nu også alle enkeltkomponenterne i WACC-beregningen afdækket, og det er herefter muligt at udregne driftens kapitalomkostninger (WACC):

Figur 26 – WACC

Driftens vægtede, gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC:

$$Wacc = \frac{V_E}{V_E + V_{NFA}} \times K_e + \frac{V_{NFA}}{V_E + V_{NFA}} \times K_d$$

$$Wacc = ((50 \%) / 100 \%) \times 10,46 + ((50 \%) / 100 \%) \times 4,38$$

$$\underline{Wacc = 7,42}$$

Sammenfatning WACC-beregning

I ovenstående afsnit blev værdien af B&O's WACC afdækket, hvilket kunne lade sig gøre ved, at enkeltkomponenterne blev afdækket og udregnet. Som fremmedkapital-rente blev anvendt samme konstante værdi som i budgetteringen, 4,38 % p.a. efter skat, hvilket virker plausibelt i det nuværende rentemarked.

Herefter blev værdierne for B&O's netto driftsaktiver, netto finansielle forpligtelser og residualen herimellem, virksomhedens egenkapital, afdækket. Her anvendtes ikke de bogførte eller reformulerede værdier, men i stedet anvendtes B&O's erklærede kapitalstruktur-mål om en langsigtet selvfinansieringsgrad på 50 % som rettesnor.

CAPM blev anvendt til at afdække ejernes afkastkrav, og her blev den risikofri rente på en 4 % dansk statsobligation, 10 år, fastsat til en effektiv værdi på 3,71 %. Betaværdien blev fastsat ud fra en common sense betragtning til en værdi på 1,35, mens den samlede risikopræmie blev fastsat til 5 %. Der kan argumenteres for, at førstnævnte fastsættes højere, men grundet B&O's lave gearing og relativt stærke likviditet, synes finansielle risici ikke at tilskynde til dette. I alt blev ejernes afkastkrav fastsat til 10,46 %, mens den samlede WACC blev fastsat til 7,42 %.

WACC-værdien kan forekomme lav, men noget af forklaringen skal findes i, at vægtningen i WACC er sat ud fra B&O's målsætning frem for den nuværende kapitalstruktur. Målsætningen er

en selvfinansieringsgrad på 50 %, mens B&O's bogførte selvfinansieringsgrad pr. 28.02.2010 udgjorde 57 %⁶⁹. Da fremmedkapitalkravet er mindre end egenkapitalkravet, er dette således noget af forklaringen. Forudsat at B&O kan hente den supplerende finansiering hos sine långivere, vurderes målsætningen sandsynlig indenfor en kort tidshorisont, og derfor er denne vægtning anvendt frem for den aktuelle.

B&O's aktuelle værdi

I de ovenstående delafsnit er alle faktorerne til estimering af B&O's aktuelle egenkapitalværdi bestemt. Efter faktorerne er afdækket, anvendes som nævnt DCF-modellen til at bestemme den aktuelle værdi af egenkapitalen – og dermed værdien pr. aktie.

I nedenstående figur ses en komprimeret udgave af værdiansættelsen via DCF. Den samlede beregning kan ses i 7.

Figur 27 – Komprimeret værdiansættelse af B&O

Komprimeret værdiansættelse	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Periode	1	2	3	4	5	TERMINAL
DO efter skat (NOPAT): C	-38	33	51	72	94	103
- Δ NDA: - I	-75	132	-81	9	-67	38
= FCF (Indirekte metode)	-113	164	-29	81	26	140
Diskonteringsfaktor	0,931	0,867	0,807	0,751	0,699	
NTV af FCF	-105	142	-24	61	18	
Akkumuleret NTV af FCF	-105	38	14	75	93	
Terminalværdi						3179
NTV af Terminalværdi						2223
B&O's teoretiske virksomhedsværdi						2316
Bogført værdi NFF ultimo 2008/2009						149
Værdiansættelse af egenkapital i B&O i kr.						2167
Antal B&O-aktier ultimo feb. 2010 i mio. stk.						36,244
Værdiansættelse pr. aktie i kr.						59,79
Lukkekurs pr. aktie 5. maj 2010						60,50
Afkastpotentiale i kr.						-0,71
Afvigelse i % (afvigelse/officiel kurs)						-1,17
Anbefaling						SÆLG

Kilde: egen tilvirkning

Af ovenstående figur ses det, at den estimerede, værdiansatte aktiekurs for B&O udgør kr. 59,79 pr. aktie. Dette er minimalt lavere end den officielle B&O lukkekurs pr. 5. maj 2010, som udgjorde

⁶⁹ B&O-koncernens seneste kvartalsrapport (3 kvartaler) 01.06.2009-28.02.2010

60,50. Afvigelsen svarer dermed til – 1,17 %, hvilket næppe kan karakteriseres som en signifikant afvigelse.

Forudsætningerne i denne opgave må dermed tilnærmelsesvist svare til markedets forventninger til B&O.

Til trods for den minimale afvigelse fra B&O's officielle kurs, skal resultatet af hovedopgaven ikke desto mindre opfattes som en salgsanbefaling, idet aktien er prissat for højt set i forhold til de fremtidige pengestrømme, og der kan derfor ikke forventes et mérafkast.

Terminalværdiens størrelse

Ud af den samlede, teoretiske virksomhedsværdi på mkr. 2.316 ses det, at nutidsværdien af terminalværdien udgør mkr. 2.223 svarende til 94 %. Terminalværdien kan virke overdimensioneret og vægter dermed altafgørende i fastsættelsen af den teoretiske virksomhedsværdi. Ikke desto mindre fastholdes en budgetperiode på 5 år, da det vurderes, at nøgletallene i terminalperioden er, hvad der kan forventes af B&O's steady state på lang sigt. I forbindelse hermed skal det nævnes, at de budgetterede nøgletal i terminalperioden – heriblandt især AOH, OG og ROIC – er tilnærmelsesvis overensstemmende med medianværdierne fundet af Elling og Sørensen i branchen for forbrugsgoder i årene 1985-2001⁷⁰.

Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen af B&O er som nævnt baseret på en lang række forudsætninger, som er diskuteret og fastsat i ovenstående afsnit.

Alle disse forudsætninger bidrager til den endelige værdiansættelse af B&O, og det er derfor vigtigt at vurdere, i hvor høj grad bevægelser i de enkelte forudsætninger kan forrykke værdiansættelsen af B&O. Dette afsnit har således til hensigt at belyse forudsætningernes følsomhed set i forhold til kursestimatet. Dette skal efterfølgende føre til, at der som delkonklusion til værdiansættelsen kan angives et kursinterval, indenfor hvilket B&O's aktiekurs befinder sig.

⁷⁰ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 190, figur 7.10

Da en meget stor del af værdien skabes i terminalperioden, jf. figur 27, vil der hovedsagligt blive fokuseret herpå. Ikke mindst er størrelser som vækst og enkeltkomponenterne i WACC interessante.

Der vil blive målt følsomhed på følgende komponenter:

- WACC – følsomhed, herunder:
 1. Beta
 2. markedspræmie
 3. risikofri rente
 4. finansieringsrente.
- Vækst – følsomhed, herunder:
 1. Omsætningsvækst
- Kapitalstruktur/gearing – følsomhed, herunder:
 1. Selvfinsieringsgrad
- Underliggende drift – følsomhed, herunder:
 1. ROIC – afkastningsgrad.

Ændring i WACC-komponenter:

Betaværdien karakteriserer den risiko, som investorerne forbinder med enkeltaktien, B&O. I nedenstående figur vil følsomheden på Beta blive målt.

Beta, β	0,60	0,75	0,90	1,05	1,20	1,35	1,50	1,65	1,80	1,95	2,10
Kursværdi i kr. pr. aktie	115	98	85	75	67	60	54	49	45	41	38

Kilde: egen tilvirkning

Det ses, at kursværdien varierer fra 115 til 38 på ovenstående skala, hvilket dokumenterer, at betaværdien er en væsentlig del af B&O's værdiansættelse. Det ses, at kursen stiger til ca. 75 kr.,

hvis betaværdien nærmer sig det risikoneutrale niveau omkring 1,00. Det har dermed relativt stor betydning for aktiekursen, at betaværdien $>$ end markedet generelt i denne opgave.

Markedspræmie, $(E(r_m) - r_f)$ i %	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5
Kursværdi i kr. pr. aktie	106	93	82	73	66	60	55	50	46	42	39

Kilde: egen tilvirkning

Ligesom tilfældet var med Beta, ses det, at også markedspræmien har stor indflydelse på prisfastsættelsen af B&O. Der kan som tidligere nævnt argumenteres for, at markedspræmien for B&O bør være højere end den i opgaven fastsatte værdi, 5 %, og af ovenstående figur ses de tydelige konsekvenser heraf.

Risikofri rente, r_f , % p.a.	1,21	1,71	2,21	2,71	3,21	3,71	4,21	4,71	5,21	5,71	6,21
Kursværdi i kr. pr. aktie	89	82	75	69	64	60	56	52	49	46	43

Kilde: egen tilvirkning

I forhold til de to ovennævnte WACC-komponenter, ses det, at den risikofri rente har en relativt mindre betydning, men at kursen stadig varierer. Det synes dog bemærkelsesværdigt, at kursværdien på aktien ikke ændrer sig mere end 46 kurspoint på et rentespænd på 5,00 %. Relativt fra minimumrenten kan det risikofrie investeringsalternativ således øges med 500 %, mens kursen alene stiger med ca. 100 %.

Finansieringsrente, r , på NFF i % p.a. efter skat	0,63	1,38	2,13	2,88	3,63	4,38	5,13	5,88	6,63	7,38	8,13
Kursværdi i kr. pr. aktie	115	98	85	75	67	60	54	49	45	41	38

Kilde: egen tilvirkning

Hvor den risikofri rente var et delkomponent under CAPM, indgår finansieringsrenten direkte i WACC-beregningen. Ændringer i denne faktor har således større påvirkning på værdiansættelsen end ved den risikofri rente.

Ændring i vækstscenarie:

Ligesom det var interessant at se ændringer i B&O's aktiekurs ved ændringer i WACC-komponenterne, findes det ligeledes interessant se påvirkningen på aktiekursen ved ændring i vækstscenariet.

Omsætningsvækst i terminalperiode i %	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5
Kursværdi	49	50	52	54	57	60	64	69	76	86	100

Kilde: egen tilvirkning

Der ses et bemærkelsesværdigt mønster i omsætningsvæksten i terminalperioden. På trods af en omsætningsvariation fra minimum til maksimum på ca. 500 % ses det, at aktiekursen alene varierer med ca. 100 %. I denne forbindelse skal det nævnes, at hele variationen er baseret på WACC-udgangspunktet i opgaven, nemlig 7,42, hvilket utvivlsomt har en del at sige, idet terminalværdien findes ved Gordon's vækstformel og dermed via WACC.

Ændring i kapitalstruktur/gearing:

Som det tidligere er diskuteret i opgaven, menes gearingen af B&O at have en indflydelse på værdiskabelsen i B&O og dermed på aktiekursen.

Selvfinansieringsgrad i %	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Fremmedkapitalfinansieringsgrad i %	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	0
Kursværdi	225	152	112	88	72	60	51	44	38	34	30

Kilde: egen tilvirkning

Det ses, at selvfinansieringsgraden i B&O har en enorm påvirkning på aktiekursen ved fastholdelse af de øvrige forudsætninger. Kursen varierer fra 30 kr. pr. aktie til 225 kr. pr. aktie ved hhv. 100 % og 0 % selvfinansieringsgrad. Forklaringen er ganske simpelt den store forskel på ejernes afkastkrav (K_e) som blev fundet ved CAPM sat til 10,46 % og långivernes afkastkrav (r), som blev fastsat til 4,38 % efter skat.

Ændring i underliggende drift:

Den altovervejende værdiskabelse sker som tidligere nævnt i den underliggende drift, og derfor er det meget interessant at vurdere følsomheden på afkastningsgraden, ROIC.

ROIC i terminalperiode i %	3	4	5	6	7	8	10	12	14	16	18
Kursværdi i kr. pr. aktie	32	37	43	49	54	60	71	82	93	105	116

Kilde: egen tilvirkning

I spændet i ROIC fra 3 % til 18 % ses en kursvarians målt fra minimum på ca. 400 %. Dette er ikke overraskende da ROIC har direkte indflydelse på NOPAT, som udgør 1. variabel i udregningen af det frie cash flow.

Alternativ værdiansættelse⁷¹

Typisk vil en analytiker anvende en alternativ værdiansættelsesmetode til supplement eller verificering af DCF-modellen. Hvor DCF-modellen tilhører gruppen af kapitalværdibaserede modeller, anvendes ofte relative værdiansættelsesmetoder som eksempelvis P/E-værdiansættelse som supplement.

P/E-metoden er den mest anvendte af de relative metoder, og den foretages praktisk ved at sammenligne forholdet mellem price/earning (prisen pr. aktie/overskud pr. aktie) for en given branche. Inden for branchen udvælges en gruppe af selskaber (en såkaldt peer group), med hvilke den givne aktie kan sammenlignes på nøgletallet, P/E. Analysen kan foretages bagudrettet, eller det kan være den aktuelle situation i branchen, der analyseres på.

Det vurderes at P/E-metoden – eller tilsvarende metoder – alene bør medtages som et supplement, idet metoden har helt åbenlyse faldgruber:

- Regnskabsmæssigt overskud er en kompleks størrelse, der bestemmes af forudsætninger og regnskabspraksis.
- I relation hertil tages der ikke højde for mængden af Dirty Surplus Accounting, med mindre der foretages grundige reformuleringer af alt regnskabsmateriale i peer gruppen.

⁷¹ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”, Elling & Sørensen, 2. udgave, side 57-61

- Hele gruppen af selskaber kan være prissat forkert, og der opstår dermed risiko for en ”lemming effekt”. Hvis alle analytikere deler holdningen om, at markedet altid har ret, vil individuelle potentialer og konkurrencefordele blive overset, idet der alene prisfastsættes op mod markedet generelt.

Da B&O er et så stærkt differentieret og nichepræget produkt, vurderes det ikke at give mening at foretage en P/E-analyse. Som det flere gange er nævnt i opgaven, vurderes eneste sammenlignelige konkurrent at være Loewe, men såfremt der alene indgår to selskaber i peer gruppen, stiger sandsynligheden for ovennævnte faldgruber yderligere.

Man kunne således vælge at inddrage fjerne konkurrenter som Panasonic, Sony, Samsung m.fl. i analysen, men da disse selskaber konkurrerer på helt andre præmisser og gør brug af andre konkurrencefordele, vurderes dette ej heller at give mening.

Et andet alternativ ville være at danne en peer gruppe bestående af tunge luksusbrands som Loewe, Porsche, Christian Dior, Burberry m.fl., men da langt størstedelen af disse mærker afviger markant fra B&O's forretningsgrundlag, vurderes disse ej heller at kunne anvendes som gangbart finansielt sammenligningsgrundlag.

Det er derfor valgt ikke at foretage en alternativ værdiansættelse til DCF-modellen i denne opgave, men det understreges, at dette havde været helt oplagt, hvis opgaven havde omhandlet et langt mindre differentieret mærke.

Delkonklusion

B&O's egenkapital blev i opgavens ovenstående afsnit prisfastsat til mkr. 2.167, hvilket er ca. 50 % over den bogførte egenkapitalværdi, som pr. 28.02.2010 udgjorde mkr. 1.466. I forhold til den bogførte værdi ses således et potentiale i de fremtidige pengestrømme. Den officielle kurs pr. 5. maj 2010 udgjorde 60,50 kr. pr. aktie og var dermed prissat minimalt højere, end den i opgaven værdiansatte egenkapital, der udgjorde 59,79 kr. pr. aktie.

Af følsomhedsanalysen fremgik det, at især WACC-komponenterne og den underliggende drift har stor indflydelse på den endelige prisfastsættelse af B&O, og under hensyntagen til disse faktorer, gøres det gældende, at den **endelige værdiansættelse ligger mellem 55 kr. pr. aktie og 65 kr. pr. aktie.**

Alternative, relative værdiansættelsesmetoder blev fravalgt i opgaven, idet B&O er så differentieret et brand, at det umiddelbart ikke vil give mening at danne peer grupper. Det skal dog endnu engang understreges, at en supplerende, relativ værdiansættelse havde været helt oplagt, såfremt opgaven havde behandlet et mindre differentieret brand med flere åbenlyse konkurrenter, end tilfældet er for B&O.

KONKLUSION

Opgaven har nu analyseret B&O via de benyttede analyser samt værdiansættelsen og følsomhedsanalysen, hvorfor spørgsmålene i problemformuleringen nu vil blive besvaret.

Den strategiske situation i B&O er tæt knyttet sammen med den finansielle, og på begge fronter er B&O presset af finanskrisen og dens afledte effekter.

I makroverdenen har B&O været – og er stadig - meget presset af den verdensøkonomiske situation, hvilket blev dokumenteret i regnskabsåret 2008/2009 med omsætningsfald på de respektive markeder på mellem 11-30 %. Dette førte til koncernens største underskud nogensinde.

Omsætningen i indeværende regnskabsår forventes at blive på niveau med sidste år, men grundet omstruktureringer og øget fokus på omkostninger og kapitalbindinger, bliver underskuddet ikke så massivt som 2008/2009.

Det store fokus på omkostninger – herunder specifikt udviklingsomkostningerne – giver dog stof til eftertanke, idet en stigende mængde af B&O's kundebase synes at stille sig kritiske overfor B&O's position i markedet. Mange mener, at B&O's teknologiske forspring til sine konkurrenter er vigende samtidig med, at B&O fortsat øger overprisen relativt til selvsamme konkurrenter. Der hersker med andre ord en udbredt mening om, at B&O igen skal øge det teknologiske forspring,

hvis den høje overpris skal retfærdiggøres. Såfremt der skæres for hårdt i udviklingsomkostningerne synes der ikke at være nogen anden konsekvens, end at B&O's produkter bliver mere standardiserede, hvorfor kundernes vilje til at betale en merpris vil forsvinde. Kort sagt ses der en overhængende fare for, at B&O er på vej fra det blå hav og ud i det røde.

Samtidig er B&O's distributionsnet sat under pres, idet en stor mængde af de selvejende B1-forretninger er blevet nødlidende under finanskrisen, og B&O står derfor overfor dilemmaet: at overtage ejerskabet af de nødlidende forretninger og de finansielle byrder forbundet hermed – eller lade distributionsnettet svinde ind. Med de nuværende vækstudsigter synes sidstnævnte at være mest fornuftigt.

Den høje selvfinansieringsgrad, som mange stillede spørgsmålstejn ved i de "fede år", kommer nu B&O til gode, idet man trods et smerteligt seneste årsregnskab stadig har handlefriheden til at lande på den planlagte selvfinansieringsgrad på 50 %, der er en del af B&O's nye strategiplan. Et lidt dristigere gearingsniveau - kombineret med et lavt renteniveau - er med til at sænke de budgetterede, vægtede, gennemsnitlige kapitalomkostninger, og trods relativt beskedne vækstudsigter, er der alligevel mulighed for værdiskabelse i B&O fremadrettet.

B&O's egenkapital blev værdiansat til mkr. 2.167 svarende til en pris pr. aktie på **59,79 kr.**

I følsomhedsanalysen blev det estimerede kursinterval sat til **mellem 55 kr. pr. aktie og 65 kr. pr. aktie, hvilket skal måles op imod en officiel kurs pr. 5. maj 2010 på 60,50 kr. pr. aktie.**

Til trods for at den værdiansatte kurs kun i minimal grad afviger negativt fra den officielle, skal opgaven stadig ses som en **salgsanbefaling.**

Salgsanbefalingen begrundes i, at der jf. værdiansættelsen ikke ses et nævneværdigt afkastpotentiale i B&O. Samtidig står Struer-virksomheden, som nævnt i indledningen, ved en skillevej, hvor det efter min vurdering kan gå enten lidt godt – hvilket budgetteringen er baseret på - eller meget dårligt, og der er derfor mange andre enkeltaktier, der vurderes at være mere interessante.

BILAG***Bilag 1 – B&O's bestyrelse pr. 31.05.2009***

Navn	Post	Uddannelse	Andre beskæftigelser
Jørgen Worning	Formand	Civilingeniør, 1964	Bestyrelsesformand i ALK-Abello samt bestyrelsesformand i FL Smidth
Rolf Eriksen	Næstformand	Dekoratør	Medlem af bestyrelsen i H&M A/S
Niels Bjørn Christiansen	Medlem	Civilingeniør, MBA	Bestyrelsesformand i flere Danfoss-selskaber samt medlem af bestyrelsen i Dansk Industri, TrygVesta A/S samt William Demant Holding A/S
Ole Andersen	Medlem	Cand.merc.aud. Statsaut. revisor	Bestyrelsesformand i Chr. Andersen Holding A/S samt privathospitalet Hamlet.
Peter Skak Olufsen	Medlem	Agronom, 1970	Kammerherre, Hofjægermester,

Morten Egon Jørgensen

Fødselsdato: 160881

Hovedopgave nr. 120

HD/R-2010

			Godsejer, medlem af bestyrelsen i JP/Politikens Hus
Tue Manton	Medlem	Cand.merc. (Mat)	Adm. Direktør i Triumph Motorcycles, UK
Anette Sejbjerg Jesper Olesen Knud Olesen	Medarbejderrepræsentanter	Ukendte	Ukendte

Bilag 2 – Officiel resultatopgørelse

(mDKK afrundet til nærmeste hele million)					
Officiel resultatopgørelse	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
Produktionsomkostninger	2.283	2.338	2.197	1.684	1.212
Bruttoresultat	1.942	2.038	1.895	1.106	770
Udviklingsomkostninger	443	459	546	463	253
Distributions- og marketingomkostninger	911	910	1.004	929	525
Administrationsomkostninger	150	139	149	105	68
Omstruktureringsomkostninger				106	
Andre driftsindtægter					13
Resultat af primær drift	438	530	196	-497	-63
Resultat af kapitalandele i ass. selskaber	-1	-1	-11	2	-2
Gevinst ved salg af kapitalandele	0	12	0	0	0
Finansielle indtægter	18	16	20	11	10
Finansielle omkostninger	25	32	50	41	18
Resultat før skat	430	525	155	-525	-73
Skat	-135	-152	-41	140	14
Årets resultat	295	373	114	-385	-59

Bilag 3 – Officiel balance

Officiel balance	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Aktiver					
Goodwill	18	45	45	45	45
Erhvervede rettigheder	12	44	41	51	47
Færdiggjorte udviklingsprojekter	217	245	219	201	208
Udviklingsprojekter under udførelse	110	116	113	185	245
Immaterielle aktiver i alt	357	450	418	482	545
Grunde og bygninger	333	252	274	270	243
Produktionsanlæg og maskiner	201	204	222	230	215
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	58	71	50	48	37
Indretning af lejede lokaler	27	29	29	32	24
Materielle aktiver under udførelse samt forudbetalinger for materielle aktiver	49	62	81	33	55
Materielle aktiver i alt	668	618	656	613	574
Investeringsjendomme	1	56	53	49	46
Kapitalandele i datterselskaber	0	0	0	0	0
Kapitalandele i ass. selskaber	6	16	6	10	8
Andre finansielle tilgodehavender	36	88	52	60	43
Finansielle aktiver i alt	42	104	58	70	51
Udskudte skatteaktiver	29	21	23	104	126
Langfristede aktiver i alt	1.097	1.249	1.208	1.318	1.342
Varebeholdninger	567	694	801	598	597
Tilgodehavender fra salg	655	743	593	408	436
Tilgodehavender fra datterselskaber					
Tilgodehavender hos ass. selskaber		2		1	2
Tilgodehavender, selskabsskat	17	27	40	22	22
Andre tilgodehavender	51	30	39	32	23
Periodeafgrænsningsposter	25	23	29	27	20
Tilgodehavender i alt	748	825	701	490	503
Likvide beholdninger	503	196	107	258	155
Langfristede aktiver bestemt for salg		1			
Kortfristede aktiver i alt	1.818	1.716	1.609	1.346	1.255
Aktiver i alt	2.915	2.965	2.817	2.664	2.597
Passiver					
Egenkapital i alt	1.742	1.682	1.484	1.520	1.466
Pensioner	16	10	10	7	6
Udskudt skat	64	68	64	5	4
Hensatter forpligtelser	87	97	77	78	79
Realkreditinstitutter	107	93	236	230	227
Kreditinstitutter	130	97	101	96	85
Øvrige langfristede forpligtelser		6	7	7	7
Langfristede forpligtelser i alt	404	371	495	423	408
Afdrag til realkreditinstitutter inden for 1 år	45	14	9	7	5
Afdrag til kreditinstitutter inden for 1 år		32	42	33	18
Kreditinstitutter øvrigt	1	40	54	13	1
Hensatter forpligtelser	31	33	46	66	54
Leverandører af varer og serviceydelser	208	216	216	188	236
Gæld til ass. selskaber	0	0	2	0	0
Selskabsskat	78	122	66	21	17
Anden gæld	367	356	320	325	327
Periodeafgrænsningsposter	39	99	83	68	65
Kortfristede forpligtelser i alt	769	912	838	721	723
Forpligtelser i alt	1.173	1.283	1.333	1.144	1.131
Passiver i alt	2.915	2.965	2.817	2.664	2.597

Bilag 4 – Reformuleret resultatopgørelse og balance

Reformuleret resultatopgørelse	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Resultat af primær drift før skat (EBITDA)	438	530	196	-497	-63
Resultat af kapitalandele i ass. selskaber	-1	-1	-11	2	-2
Gevinst ved salg af kapitalandele	0	12	0	0	0
Valutakursgevinster og tab (drift)	-10	-8	-12	-7	3
Ikke resultatførte poster	-11	2	7	-13	
Driftsoverskud før skat (EBIT)	416	535	180	-515	-62
Skat på driftsoverskud	-137	-156	-49	132	12
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	279	379	131	-383	-50
Reformuleret balance	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Driftsaktiver					
Goodwill	18	45	45	45	45
Øvrige immaterielle anlægsaktiver	339	405	373	437	500
Grunde og bygninger	333	252	274	270	243
Produktionsanlæg og maskiner	201	204	222	230	215
Andre anlæg og driftsmateriel	58	71	50	48	37
Indretning af lejede lokaler	27	29	29	32	24
Materielle aktiver under udførelse og forudb. af mat. akt.	49	62	81	33	55
Investeringsejendomme	1	56	53	49	46
Kapitalandele i ass. virksomheder	6	16	6	10	8
Andre finansielle tilgodehavender	36	88	52	60	43
Varebeholdninger	567	694	801	598	597
Langfristede aktiver bestemt for salg	0	1	0	0	0
Tilgodehavender fra salg	655	743	593	408	436
Tilgodehavender fra ass. virksomheder	0	2	0	1	2
Andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter	76	53	68	59	43
Udskudt skat	29	21	23	104	126
Tilgodehavender selskabsskat	17	27	40	22	22
Driftslikviditet (1 % af nettoomsætning)	42	44	41	28	20
Driftsaktiver (DA) i alt	2.454	2.813	2.751	2.434	2.462
Driftsforpligtelser					
Pensionsforpligtelser, mv.	16	10	10	7	6
Udskudt skat	64	68	64	5	4
Hensatte forpligtelser	118	130	123	144	133
Leverandørgæld	208	216	216	188	236
Skyldig selskabsskat	78	122	66	21	17
Andre langfristede forpligtelser	0	6	7	7	7
Andre kortfristede forpligtelser	367	356	320	325	327
Periodeafgrænsningsposter	39	99	83	68	65
Driftsforpligtelser (DF) i alt	890	1.007	889	765	795
Nettodriftsaktiver (NIDA) i alt	1.564	1.806	1.862	1.669	1.667
Netto finansielle forpligtelser					
Langfristede forpligtelser til real- og kreditinstitutter	237	190	337	326	312
Kortfristede forpligtelser til real- og kreditinstitutter	46	86	105	53	24
Gæld til associerede virksomheder	0	0	2	0	0
Finansielle forpligtelser (FF) i alt	283	276	444	379	336
Likvide beholdninger fratrullet driftslikviditet	461	152	66	230	135
Reserver og overført resultat	0	0	0	0	0
Netto finansielle forpligtelser (NIFF) i alt	-178	124	378	149	201
Minoritetsinteresser	4	6	12	2	1
Egenkapital (NIDA-NIFF-Minoritetsinteresser)	1.738	1.676	1.472	1.518	1.465

Bilag 5 – Nøgletalsanalyse

Nøgletalsanalyse					
Overkursgrad (OG)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Resultat af primær drift (EBITDA)	438	530	196	-497	-63
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
OG	10,37	12,11	4,79	-17,81	-3,18
Drivere til OG					
Produktionsomk./Oms.	54,04	53,43	53,69	60,36	61,15
Udviklingsomk./Oms.	10,49	10,49	13,34	16,59	12,76
Distr. Og markedsføringsomk./Oms.	21,56	20,80	24,54	33,30	26,49
Adm.omk./Oms.	3,55	3,18	3,64	3,76	3,43
Nettoaktivernes omsætningshastighed (AOH)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	1.982
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1.565	1.685	1.834	1.765	1.668
AOH	2,70	2,60	2,23	1,58	1,19
Drivere til AOH					
Oms./Færdige udv. projekter	19,47	17,86	18,68	13,88	Ej retvisende
Oms./Udv. projekter u/ udf.	38,41	37,72	36,21	15,08	Ej retvisende
Oms./Grunde og bygninger	12,69	17,37	14,93	10,33	Ej retvisende
Oms./Prod.anl. og mask.	21,02	21,45	18,43	12,13	Ej retvisende
Oms./Varebeholdninger	7,45	6,31	5,11	4,67	Ej retvisende
Oms./Tilgodeh. fra salg	6,45	5,89	6,90	6,84	Ej retvisende
Return On Invested Capital (ROIC)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Resultat af primær drift (EBITDA)	438	530	196	-497	-63
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1.565	1.685	1.834	1.765	1.668
ROIC	27,99	31,45	10,69	-28,15	-3,78
Finansiell Gearing (FGEAR)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser	-178	-27	251	263	175
Gennemsnitlig egenkapital	1.746	1.712	1.583	1.502	1.493
FGEAR	-0,10	-0,02	0,16	0,18	0,12
Drivere til FGEAR					
Likvide beholdninger fratrukket driftslikviditet	461	152	66	230	135
Langfristede forpligtelser til real- og kreditinstitutter	237	190	337	326	312
Kortfristede forpligtelser til real- og kreditinstitutter	46	86	105	53	24
Samlede forpl. til real- og kreditinstitutter	283	276	442	379	336
Index samlede forpl. Til real- og kreditinstitutter	100,00	97,53	156,18	133,92	118,73
SPREAD	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
ROIC	0,28	0,31	0,11	-0,28	-0,04
r (NFO/NFF)	0,01	-0,06	-0,05	-0,15	-0,04
SPREAD	0,29	0,25	0,06	-0,44	-0,08
Return on Equity (ROE)	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Totalindkomst (overført fra egenkapitalopgørelse i off. rap.)	283	369	111	-396	-62
Gennemsnitlig egenkapital	1.746	1.712	1.583	1.502	1.493
ROE	16,21	21,55	7,01	-26,36	-4,15
Rente	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Q1-Q3)
Finansielle omkostninger før skat ekskl. Valutakurs	-15	24	38	34	18
Finansielle indtægter	18	16	20	11	10
Nettofinansielle indtægter og omkostninger før skat	3	8	18	23	8
NFF ultimo	178	-124	-378	-149	-201
Rente r	1,46	-6,46	-4,76	-15,45	-3,98
Nøgletalsmedianer på brancheniveau år 1985-2001	ROE	FGEAR	ROIC	OG	AOH
Forbrugsgoder	9,1	0,313	8,1	3,8	2,2
Alle brancher	8,5	0,363	8,8	4,1	2
Bang & Olufsen, år 2005-2010	2,9	0,067	7,6	1,3	2,1

Bilag 6 – Budgettering

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Est. Nettoomsætningsvækst (%)	0%	4%	5%	5%	4%	3%
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret core-OG før skat (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret OG (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret ROIC (%)	-2,9	2,7	4,1	5,7	7,1	8,0
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret dividende i % af nettooverskud (NOPAT)	0	15%	15%	15%	15%	15%
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret selskabsskattesats i %	25	25	25	25	25	25
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Estimeret rentesats i %	5,84	5,84	5,84	5,84	5,84	5,84
Estimeret rentesats i % efter skat	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Est. Nettoomsætningsvækst (%)	0%	4%	5%	5%	4%	3%
Estimeret core-OG før skat (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2
Estimeret ROIC (%)	-2,9	2,7	4,1	5,7	7,1	8,0
Estimeret dividende i % af nettooverskud (NOPAT)	0%	15%	15%	15%	15%	15%
Estimeret selskabsskattesats i %	25	25	25	25	25	25
Estimeret rentesats i % efter skat	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38

Bilag 7 – WACC & værdiansættelse

WACC og værdiansættelse

WACC

$$Wacc = \frac{V_o^E}{V_o^{NDA}} \times K_e + \frac{V_o^{NFA}}{V_o^{NDA}} \times K_g$$

V _o ^E	50,00
V _o ^{NFF}	50,00
V _o ^{NDA}	100,00
K_e	10,46
K _g	4,38

Hvor:

V _o ^E	er	Værdien af egenkapitalen
V _o ^{NFF}	er	Værdien af netto finansielle forpligtelser
V _o ^{NDA}	er	Værdien af virksomheden (V _o ^E + V _o ^{NFF})
K _e	er	Afkastkravet til egenkapitalen
K _g	er	Finansielle omkostninger efter skat.

WACC =	7,42
Kursværdi	59,79

$$K_e = r_f + \beta[E(R_m) - r_f]$$

CAPM

r _f	3,71
Beta	1,35
E(r _m)	8,71
(E(r _m)-r _f)	5,00

Hvor:

r _f	er	Den risikofrie rente
Beta	er	Virksomhedens systematiske risiko relativt til markedet
E(r _m)	er	Det forventede afkast på Markedsporteføljen.
E(r _m) - r _f	er	Risikotillæg på Markedsporteføljen

CAPM = K_e =	10,46
-------------------------------	--------------

Morten Egon Jørgensen

Fødselsdato: 160881

Hovedopgave nr. 120

HD/R-2010

	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Est. Nettoomsætningsvækst (%)	0%	4%	5%	5%	4%	3%				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret core-OG for skat (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret OG (EBITDA-margin) (%)	-1,80%	1,50%	2,25%	3,00%	3,75%	4,00%				
Estimeret AOH	1,6	1,8	1,8	1,9	1,9	2				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret ROIC (%)	-2,9	2,7	4,1	5,7	7,1	8,0				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret dividende i % af nettooverskud (NOPAT)	0	15%	15%	15%	15%	15%				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret selskabsskattesats i %	25%	25%	25%	25%	25%	25%				
	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)				
Estimeret rentesats i %	5,84	5,84	5,84	5,84	5,84	5,84				
Estimeret rentesats i % efter skat	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38	4,38				
(mDKK afrundet til nærmeste hele million)										
Værdiansættelse FCF	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010 E	2010/2011 E	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E(T)
Nettoomsætning	4.225	4.376	4.092	2.790	2.790	2.902	3.047	3.199	3.327	3.427
EBITDA	438	530	196	-497	-50	44	69	96	125	137
IDA	1.564	1.806	1.862	1.669	1.744	1.612	1.693	1.684	1.751	1.713
Beregning FCF:										
Periode	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	TERMINAL
D0 efter skat (NOPAT): C	279	379	131	-383	-38	33	51	72	94	103
- Δ IDA: - I		-242	-56	193	-75	132	-81	9	-67	38
= FCF (Indirekte metode)		137	74	-190	-113	164	-29	81	26	140
Diskonteringsfaktor					0,931	0,867	0,807	0,751	0,699	
HTV af FCF					-105	142	-24	61	18	
Akkumuleret HTV af FCF					-105	38	14	75	93	
Terminalværdi										3179
HTV af Terminalværdi										2223
B&O's teoretiske virksomhedsværdi										2.316
Bogført værdi HFF ultimo 2008/2009										149
Værdiansættelse af egenkapital i B&O										2.167
Antal B&O-aktier ultimo feb. 2010										36,244
Værdiansættelse pr. aktie i kr.										59,79
Lukkekurs pr. aktie 5. maj 2010										60,50
Afkastpotentiale										-0,71
Anbefaling										SÆLG

Bilag 8 – Følsomhedsanalyse

Beta, β	0,60	0,75	0,90	1,05	1,20	1,35	1,50	1,65	1,80	1,95	2,10
Kursværdi	115	98	85	75	67	60	54	49	45	41	38
Markedspræmie, $(E(r_m)-r_f)$ i %	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5
Kursværdi	106	93	82	73	66	60	55	50	46	42	39
Risikofri rente, r_f, % p.a.	1,21	1,71	2,21	2,71	3,21	3,71	4,21	4,71	5,21	5,71	6,21
Kursværdi	89	82	75	69	64	60	56	52	49	46	43
Finansieringsrente, r, på HFF i % p.a. efter skat	0,63	1,38	2,13	2,88	3,63	4,38	5,13	5,88	6,63	7,38	8,13
Kursværdi	115	98	85	75	67	60	54	49	45	41	38
Omsætningsvækst i terminalperiode i %	0,5	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5
Kursværdi	49	50	52	54	57	60	64	69	76	86	100
Selvfinansieringsgrad i %	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Fremmedkapitalfinansieringsgrad i %	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	0
Kursværdi	225	152	112	88	72	60	51	44	38	34	30
ROIC i terminalperiode i %	3	4	5	6	7	8	10	12	14	16	18
Kursværdi i kr. pr. aktie	32	37	43	49	54	60	71	82	93	105	116

LITTERATURLISTE

Teoretisk litteratur

Titel	Oplysninger
<i>"Strategic Management" – awareness and change</i>	Forfattere: John Thompson med Frank Martin. 5. udgave, 2005. Forlag: Thomson. ISBN: 978-1-84480-083-4
<i>"Exploring Corporate Strategy"</i>	Forfattere: Gerry Johnson, Kevan Scholes og Richard Whittington. 8. udgave, 2008. Forlag: Prentice Hall/Financial Times ISBN: 978-0-273-71191-9
<i>"Finance for Executives" – Managing for value creation.</i>	Forfattere: G. Hawawini og C. Viallet 3. udgave, 2007 Forlag: South-Western Cengage Learning ISBN: 978-0-324-27431-8
<i>"Financial Statement Analysis and Security Valuation"</i>	Forfatter: Stephen H. Penman 4. udgave, International Edition, 2010 Forlag: McGraw Hill Higher Education ISBN: 978-007-126780-9
<i>"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"</i>	Forfattere: Christian V. Petersen og Thomas Plenborg. 1. udgave, 3. oplag, 2008 Forlag: Thomson ISBN: 87-619-1242-5
<i>"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"</i>	Forfattere: Jens O. Elling og Ole Sørensen 2. udgave, 2005 Forlag: Gjellerup/Gads Forlag ISBN: 87-13-04903-8
<i>"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele"</i>	FSR Faglige notater, Rådgivningsudvalget 2008 Forlag: Thomson
<i>"IFRS – Introduktion til de internationale regnskabsstandarder"</i>	Forfatter: Deloitte 3. udgave, 1. oplag, 2009 ISBN: 978-87-89152-00-4 Web: http://www.iasplus.com/dtppubs/0903introtoifrsdanish.pdf

Andre kilder

Kilde	Oplysninger
Bang & Olufsen A/S - generelt	Web: http://www.bang-olufsen.com
Bang & Olufsen – investorservice	Web: http://www.bang-olufsen.com/investors
Bang & Olufsen – ICEpower	Web: http://www.icepower.bang-olufsen.com/en/company/who/
Nordea Bank – e-Markets	Web: http://www.nordea.com/Erhverv+institutioner/e-Markets/60422.html
Artikel: TV2 Finans: <i>"Flere B&O-butikker må lukke"</i> .	Web: http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/flere-bobutikker-m%C3%A5-lukke/?id=25620027
Artikel: Børsen.dk: <i>"Don Ø sat på plads af LD"</i>	Web: http://borsen.dk/investor/nyhed/175545/
Greens Analyseinstitut	Web: www.greens.dk (kræver abonnement)
Reuters Informationsservice	Web: www.reuters.com (kræver abonnement)
Model: Porter's Five Forces, opgavens side 24	Web: http://fadetheblog.blogspot.com/PEST.jpg
Finansministeriet	Web: http://fm.dk/
Artikel: <i>"Splid i den europæiske familie om Grækenland"</i>	Web: http://epn.dk/okonomi2/article2020657.ece
Artikel: <i>"EU vil forbyde plasma-TV"</i>	Web: http://epn.dk/teknologi2/billed/article1566464.ece
Artikel: <i>"Statsministeren taber opbakning"</i>	Web: http://www.dr.dk/Nyheder/Politik/2010/04/04/04134848.htm
Artikel: <i>"Thorning vil af med skattestoppet"</i>	Web: http://avisen.dk/thorning-vil-af-med-skattestoppet_124531.aspx
EU Oplysningen (Folketinget)	Web: http://www.eu-oplysningen.dk/
Nordeas renteforventninger	Web: http://www.nordea.dk/Privat/Bolig/R%C3%A5dgivning+om+bolig/Nordeas+renteforventninger/1131402.html
Statistikbanken.dk (Danmarks Statistik)	Web: http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1024
Dansk Industri (Service)	Web: http://service.di.dk/Analyse/Pages/Servicesektoren%20i%20tal.aspx
Artikel: <i>"Vores velstand klattes væk på overforbrug"</i> .	Web: http://www.business.dk/vores-velstand-klattes-vaek-paa-overforbrug
Artikel: <i>"Ekspert: B&O halser efter"</i>	Web: http://ing.dk/artikel/105836-ekspert-bo-

<i>teknologien</i>	halser-efter-teknologien
Google billeder	Web: www.google.dk/billeder
Loewes hjemmeside	www.loewe.dk
Artikel: <i>"B&O-kunder presset til utroskab"</i>	Web: http://www.business.dk/boersnyt/bo-kunder-preset-til-utroskab
Model: Michael Porter's Value Chain	Web: http://www.provenmodels.com/files/2825c320f5910a4647fd289cdf5a780/value_chain_analysis.gif
Reed Global	Web: http://www.provenmodels.com/files/2825c320f5910a4647fd289cdf5a780/value_chain_analysis.gif
Artikel: <i>"Rambøll opruster kraftigt i Indien"</i>	Web: http://www.eksporttilindien.um.dk/en/menu/Export-Counselling/Press-Clips-Danish/ByggeriAnl%C3%A6g/Ramb%C3%B8ll+opruster+kraftigt+i+Indien/
Artikel: <i>"Flere B&O-butikker må lukke"</i>	Web: http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/flere-bobutikker-m%C3%A5-lukke/?id=25620027