

HD i Regnskab og Økonomistyring - Hovedopgave nr. 320, foråret 2013

Strategisk analyse og værdiansættelse af B&O



Afleveringsdato: 13. maj 2013

Vejleder: Peter Adelhardt

Udarbejdet af: Simon Hammer & Nicolaj Lynge Liltarp

Fødselsdato: 02-03-83 23-03-81

Dato og underskrift: _____

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	2
Figuroversigt.....	5
Indledning.....	6
Problemformulering	7
Afgrænsning.....	8
Kilder.....	8
Model og metodevalg.....	9
Virksomhedsbeskrivelse	9
Strategisk analyse	9
Regnskabsanalyse	10
Budgettering.....	10
Værdiansættelse og følsomhedsanalyse	10
Virksomhedsbeskrivelse og historie	11
Regioner og segmenter	13
Strategiplan – ”Leaner, Faster, Stronger”	15
Organisation og ledelse.....	17
Ejerforhold	18
Bestyrelsen og direktionen.....	19
PEST-analyse	20
Politiske faktorer (P).....	21
Økonomiske faktorer (E).....	25
Sociale faktorer (S)	33
Teknologiske faktorer (T).....	36
PEST-analyse – sammenfatning.....	38
Porters generiske strategier	39
Brancheanalyse – Porter’s five forces	40
Konkurrenceintensiteten i branchen	41
Potentielle indtrængere.....	41
Købernes forhandlingsstyrke	42
Leverandørers forhandlingsstyrke	43

Substituerende produkter	43
Opsummering af Porters five forces	44
Værdikæde-analyse.....	45
Indgående logistik.....	45
Fremstilling / Produktion	46
Udgående logistik.....	47
Salg, marketing og service	47
SWOT – analyse.....	49
Delkonklusion på den strategiske analyse	50
Evaluering af B&O's strategi	51
Regnskabs- og nøgletalsanalyse.....	53
Regnskabspraksis.....	53
Analyse	54
Reformulering af regnskab	54
Reformulering af resultatopgørelsen	55
Reformulering af balancen	55
Nøgletalsanalyse.....	56
Overskudsgrad.....	57
Nettoaktivernes omsætningshastighed	58
Afkastningsgraden (ROIC/Return on Invested Capital).....	60
Finansiell gearing (FGEAR)	61
SPREAD.....	61
ROE – (Return on Equity).....	62
Sammenfatning af regnskabs- og nøgletalsanalysen.....	63
Kapitalstruktur.....	63
Nøgletal - Finansielle covenants.....	64
Budgettering	65
Salgsvækst.....	65
Overskudsgrad	67
Nettoaktivernes omsætningshastighed.....	68
Afkastningsgraden (ROIC/Return on Invested Capital).....	69
Selskabsskat	69

Rente	70
Opsummering af budgettering.....	70
Værdiansættelse og følsomhedsanalyse	71
DCF-Modellen	71
WACC.....	72
Finansielle omkostninger efter skat.....	73
CAPM	73
Beta	74
Risikofrie rente.....	75
Risikopræmie	76
Ejernes afkastkrav.....	76
Kapitalstruktur	76
WACC.....	77
Sammenfatning - WACC-beregning.....	77
Værdiansættelse	77
Følsomhedsanalyse	78
Beta	79
Markedsrisikopræmie	79
Risikofrie rente.....	80
AOH i terminalværdien	80
Værdiansættelse af strategiplanen, "Leaner Faster, Stronger"	81
Udmeldinger som har påvirket aktiekursen over det sidste år	82
Konklusion.....	83
Litteraturliste.....	86
Artikler og andre kilder:	87
Bilag	89

Figuroversigt

- Figur 1 – Opgavens opbygning
- Figur 2 – Omsætning fordel pr. region
- Figur 3 – Omsætning fordel pr. produkt segment
- Figur 4 – Koncerndiagram
- Figur 5 – Ejerforholdsdiagram
- Figur 6 – Organisationsdiagram
- Figur 7 – PEST – Analyse
- Figur 8 – Udvikling i valutakurser EUR, USD og CZK
- Figur 9 – Udvikling i opsparing
- Figur 10 – Udvikling i forbruger tillid
- Figur 11 – Udvikling i BNP
- Figur 12 – Ejendomsprisindeks
- Figur 13 - Udvikling i disponible indkomst
- Figur 14 – Demografi Tyskland 2010
- Figur 15 – udvikling i befolkning (Store markeder)
- Figur 16 – Pest, opsummering af påvirkning
- Figur 17 – Porters generiske strategier
- Figur 18 – Porter's five forces
- Figur 19 – Porter's five forces påvirkning
- Figur 20 – Værdikæde
- Figur 21 – SWOT
- Figur 22 – DuPont-modellen

Indledning

Den globale finanskrisen, der startede i 2008, betød at størstedelen af virksomhederne måtte indstille sig på en ny virkelighed. Det gælder ikke mindst for virksomheder, der sælger konjunkturfølsomme produkter som Bang og Olufsen (herefter benævnt B&O).

B&O's årsregnskab for året 2008/09 taler sit tydlige sprog med et underskud på 383 mio. kr., hvilket skyldes, at B&O ikke i tide har formået at tilpasse sig den kraftige opbremsning i privatforbruget. Det har i de efterfølgende år ledt til udskiftninger i direktionen og bestyrelsen samt skiftende forretningsstrategier, der skal rette op på en faldende omsætning og mindre tilfredsstillende resultater.

Topposten som CEO, blev i marts 2011 overtaget af 37-årige Tue Manton, der tidligere med succes har tredoblet omsætningen i motorcykelfabrikanten Triumph.

Som ny CEO er Tue Manton præsenteret som manden, der skal vende udviklingen i B&O. I august 2011 præsenterede han en ny strategiplan for B&O, som tog afsæt i, at B&O løbende under finanskrisen har gennemført tilpasninger bl.a. i form af nedskæringer og nye produktområder, men til trods herfor ikke har formået at skabe tilfredsstillende resultater.

Den nye 5-årige strategiplan fra august 2011, "Leaner, Faster, Stronger" skal øge omsætningen til et niveau på 8-10 mia. kr. med en EBIT-margin på 12 %. Men under 1½ år senere har den nye ambitiøse strategi vist sig sværere at indfri end forventet, hvorfor Tue Manton ovenpå de seneste og skuffende kvartalsrapporter har udskudt implementeringsperioden af den nye strategi fra fem til seks år.

Med vores begges ansættelse i den finansielle sektor som erhvervsrådgivere, har vi valgt, at dette afgangprojekt skal omfatte en strategisk og finansiell analyse med efterfølgende budgettering og værdiansættelse, der med vores nuværende stilling er særdeles interessant og vil kunne overføres til vores daglige arbejde i dialogen og kreditvurderingen af egne kunder.

Valget er faldet på B&O, da det er et stykke dansk erhvervshistorie, der i flere år har været inde i en udfordrende periode, men som ud fra vores synsvinkel også har et muligt stort potentiale. Det er derfor

for os spændende at analysere på, hvad vi og ikke mindst aktionærene kan forvente af B&O dennes værdi.

Problemformulering

I forbindelse med de seneste års tiltag og udmeldinger fra B&O omkring koncernens aggressive vækstplaner har aktiekursen været et tema i forhold til opfyldelsen af disse planer. Det betyder, at aktiekursen har reageret kraftigt på B&O's strategiske udmeldinger og løbende regnskabsaflæggelse.

Med baggrund i ovennævnte vil vi besvare følgende:

Hvad bør B&O koncernens aktiekurs være den 1. maj 2013, ud fra offentligt tilgængeligt materiale?

For at komme frem til en så præcis værdiansættelse af B&O koncernens aktiekurs som muligt, vil vi inddele hovedopgaven i følgende fire faser:

- Strategisk analyse af B&O koncernen, herunder:
 - Analyse af deres nuværende position og strategi
 - Strategiske muligheder
 - Evaluering af den nuværende strategi
- Finansiell analyse af B&O koncernen
- Budgettering af indeværende regnskabsår, samt de kommende fem år af B&O koncernen
- Teoretisk værdiansættelse af B&O koncernens aktiekurs ud fra DCF-modellen

Afgrænsning

Hovedopgaven har nogle helt specifikke formkrav og formalia, som skal opfyldes. Derudover har vi i et større omfang begrænset os fra en dybere beskrivelse af de enkelte produkter, og vi forholder os i stedet til en værdiansættelse på koncernniveau.

Vi vil gennemføre en analyse på baggrund af de seneste fem års offentliggjorte årsrapporter og foretage budgettering af indeværende regnskabsår, samt de kommende fem år. Til budgetteringen vil de seneste kvartalsrapporter indgå, men derudover vil de ikke blive analyseret nærmere.

Til evaluering af B&O's nuværende strategi vil vi anvende de tre evalueringskriterier; Suitability, Acceptability & Feasibility, hvor det første kriterium; suitability, dvs. hvor egnet strategien er for B&O, ikke vil blive evalueret, da strategien allerede er lanceret.

Der vil senest blive indhentet information til værdiansættelsen den 1. maj 2013.

Kilder

Denne opgave er udelukkende skrevet ved brug af offentlig tilgængelig information, dog er enkelte af de anvendte kilder fremskaffet ved anvendelse af et abonnement, herunder; biq.dk og Greens analyseinstitut.

Vi har desuden anvendt Nordea banks investorsystem; e-Markets, som tilbydes til bankens erhvervs- og institutionelle kunder til indhentning af aktieanalyser, grafisk fremstilling mv..

Information om B&O's historie, profil, regnskabsmæssige udvikling mv. er hovedsageligt indhentet på www.bangogolufsen.dk

Derudover har vi naturligvis anvendt diverse mediers løbende dækning af B&O og dennes situation, som primært er benyttet til den strategiske analyse.

Den bagvedliggende teori for opgaven relaterer sig primært til fagene strategisk ledelse, regnskabsanalyse & værdiansættelse og finansiell planlægning samt de tilhørende lærebøger.

Vi har hele vejen igennem opgaven forholdt os kritisk til de anvendte kilder, såvel primære som sekundære.

Model og metodevalg

Efter en kort indledning og problemformulering vil hovedopgavens opbygning følge nedenstående figur:

Figur 1 – Opgavens opbygning.



Virksomhedsbeskrivelse

Vi vil med virksomhedsbeskrivelsen give læseren et kort og hurtigt indblik i B&O koncernen og dermed undgå, at den senere strategiske analyse bliver for beskrivende. Virksomhedsbeskrivelsen vil bestå af en gennemgang af B&O's historie og komme omkring de markeder og produktgrupper, som B&O opererer inde for, samt give en beskrivelse af deres seneste strategiplan.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse vil blive inddelt i følgende punkter:

- PEST-analyse anvendes til at give en vurdering af omverdenen, som den er i dag, og hvad vi kan forvente af omverdens indflydelse på B&O indenfor de kommende fem år. Vi vil koncentrere os om de drivere "drivers of change", som vi mener, er de væsentligste, og dermed har størst indflydelse på den omverden, som B&O befinder sig i.
- Porters five forces vil blive anvendt til at foretage en brancheanalyse af industrien, hvori B&O opererer og derigennem finde frem til attraktiviteten og konkurrenceintensiteten i branchen.
- Porters generiske strategier giver et enkelt og hurtigt overblik over B&O's valgte strategi i sammenligning med deres konkurrenter, og vi vil derigennem kunne analysere, hvorvidt B&O's konkurrencestrategi er den rette, og om der er huller i markedet, som vil kunne udnyttes.
- Porters værdikædeanalyse beskriver og analyserer de primære aktiviteter og dertilhørende

støtte-aktiviteter, der indgår i koncernen, og som samlet skaber produktet overfor kunderne. Endvidere anvendes modellen til at belyse hvilke aktiviteter, der skaber konkurrencemæssige fordele, og som er særligt vigtige for at kunne opretholde eller genskabe denne position.

- SWOT-analysen skal samle alle de ovennævnte analyser i én og dermed give et overblik over de samlede styrker og svagheder, der angiver de interne sider i B&O, samt synliggøre de eksterne sider gennem muligheder og trusler.

Regnskabsanalyse

Formålet med at foretage en regnskabsanalyse med tilhørende nøgletal er at afdække de finansielle værdidrivere til budgetteringsfasen.

For at kunne foretage en så præcis regnskabsanalyse, er det nødvendigt at reformulere regnskabet, hvor støj i de finansielle opgørelser fjernes, og vi kan afdække de værdidrivere, der har haft størst betydning for den finansielle performance og konkludere, hvor det fremtidige fokus bør lægges.

Til analyseformålet vil der i opgaven blive foretaget en reformulering af resultatopgørelse, balancen og egenkapitalopgørelsen af de seneste fem offentligt tilgængelige årsrapporter, samt kommenteret på det seneste kvartalsregnskab, hvor det skaber værdi.

Budgettering

Med baggrund i de finansielle og ikke finansielle værdidrivere fra vores strategiske- og regnskabsanalyse vil det være muligt at foretage en budgettering af de enkelte nøgletal, som skal danne grundlag for den egentlige værdiansættelse.

Budgetperioden vil udover indeværende regnskabsår, der afsluttes pr. 31. maj 2013, strække sig over B&O's kommende fem regnskabsår samt en terminalperiode.

Værdiansættelse og følsomhedsanalyse

I denne sidste fase vil der på baggrund af en nutidsværdimodel, blive foretaget en værdiansættelse af B&O. I modsætning til relative værdiansættelsesmodeller, fremkommer nutidsværdimodeller med en værdi, der kan sammenlignes med markedsværdien. Dette er også årsagen til at nutidsværdimodeller

ofte bruges til aktievurdering.¹

Af de forskellige nutidsværdimodeller har vi valgt DCF-modellen, der tilbagediskonterer det frie cash flow, som står til rådighed for aktionærerne. DCF-modellen er en af de mest anvendte værdiansættelsesmodeller, da det er en enkel model at anvende, idet den benytter pengestrømmene i virksomheden, som er uafhængige af forskellige regnskabsprincipper.

DCF-modellen vil blive anvendt i sin indirekte form, hvorved den samlede værdi af virksomheden fremkommer. Herefter fratrækkes markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser og egenkapitalen, som svarer til værdien af virksomheden, der fremkommer som en residual. I den indirekte model defineres det frie cash flow som; pengestrømme fra driftsaktiviteten og investeringsaktiviteten. Til brug for værdiansættelsen vil vi belyse de enkelte komponenter, der indgår i de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).

Efterfølgende vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, hvor relevante forudsætnings påvirkning på værdiansættelsen vil blive analyseret. Hermed opnås en større forståelse for værdiansættelsen i både op- og nedadgående retning.

Virksomhedsbeskrivelse og historie²

Peter Bang og Svend Olufsen etablerede deres virksomhed Bang & Olufsen (B&O) i 1925 lige efter de var færdiguddannede som ingeniører. Peter Bang og Svend Olufsen havde en fælles interesse for radioen, som var det nye på den tid. Deres bekendtskab var etableret på studiet, hvor interessen for radioen/lyd havde bragt dem sammen.

Deres aktiviteter og virksomhed blev startet på Svends forældres gods, som virkede som arbejdsplads for de to udviklere i begyndelsen. Det var som nævnt radioen, der havde deres store interesse i begyndelsen, men deres udvikling slog igennem, da de opfandt lysnetmodtageren, som skulle kunne erstatte batteriet i flere sammenhænge. Lysnetmodtageren blev kaldt ”Eliminatoren”, og gav dem deres første gennembrud til markedet.

¹ ”Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang”, Ole Sørensen, 3. udgave, side 35

² <http://www.bang-olufsen.com> og http://da.wikipedia.org/wiki/Bang_%26_Olufsen

Årsagen til at "Eliminatoren" fik sit gennembrud var, at stadig flere danske husholdninger havde fået etableret fast strømforsyning, hvilket betød at deres timing var noget nær perfekt i forhold til det behov, der var opstået i markedet. Eliminatorens gennembrud og indtjening var med til at give B&O en kapitalbase, som danner fundamentet for den virksomhed, som vi kender i dag.

I 1939 udbrød anden verdenskrig og blev en urolig tid for virksomheden, da deres næsten nye fabrik blev sprunget i luften af en flok nazi-sympatisører, da Peter Bang og Svend Olufsen havde nægtet at samarbejde med tyskerne. Denne sprængning var et massivt tilbageslag for den fremadstormende virksomhed, som faktisk skulle opleve, at der var et ophold i B&O's udvikling helt frem til 1960.

1960'erne blev B&O kendt i danskernes bevidsthed som det danske kvalitetsbrand nummer et indenfor lydsystemer, og virksomheden var atter på rette spor i forhold til at udvikle virksomheden til det kvalitetsbrand, som virksomheden siden har været kendt for.

Konkurrencen havde tidligere primært været fra andre europæiske brands, men i slutningen af 1960'erne begyndte de asiatiske brands, som vi også kender i dag, at gøre deres indtog på det danske marked. De nye konkurrenter kom på markedet med en noget anden strategi end den B&O havde anlagt sig. De konkurrerede på pris og mindre på deres design og kvalitet. De satte dog et massivt aftryk i den brede befolkning, da det var muligt for alle at købe disse produkter grundet de billige priser. Derfor gjorde ledelsen sig klart, at det ikke skulle være en pris konkurrence, der skulle afgøre deres succes, men i stedet måtte der lægges vægt på produktudviklingen, innovation, kvalitet og specielt design, hvis man skulle differentiere sig og skabe en fortsat succes mod de nye asiatiske konkurrenter i markedet. På samme tid som denne strategi blev lanceret i B&O, begyndte de at sælge deres produkter til udlandet, hvilket gav dem et betydeligt større marked at afsætte deres produkter til.

1980'erne blev et ændringens årti for B&O, da oliekrisen havde gjort sit indtog i økonomien, og B&O var tvunget til at se sine strategier igennem igen. Det betød, at man fra slutningen af 1980'erne besluttede sig for at frasælge de aktiviteter, der ikke direkte var en del af B&O's kerneforretning. Man valgte ligeledes at ændre sin tilgang til distributionen, da man etablerede butikker, som udelukkende skulle sælge B&O's produkter. Disse butikker skulle være med til at give B&O et endnu mere eksklusivt brand, og er i dag kendt under navnet B1-butikker, som i de seneste mange år har udgjort en stadig større del af omsætningen af B&O's produkter. Yderligere gjorde man det tiltag, at den

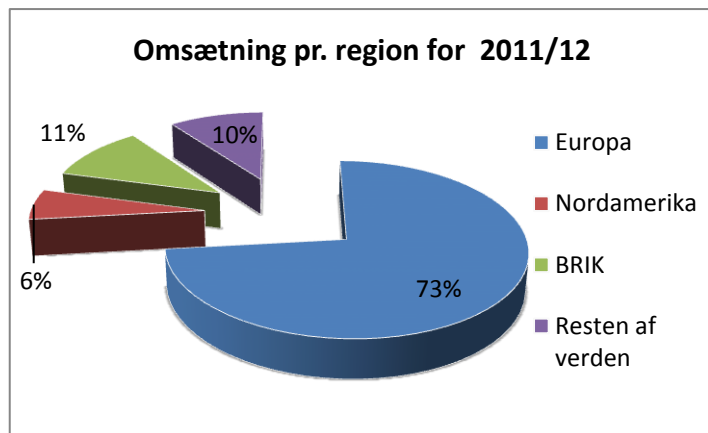
resterende andel sælges gennem såkaldte Shop-In-Shop-butikker. Det betyder, at man designer et areal i en butik udelukkende til salg af B&O-produkter. Årsagen til den ændrede distributionsstrategi var tydelig, forbrugeren skulle have en eksklusiv oplevelse når man erhvervede sig B&O's produkter.

Efter årtusindskiftet har der været yderligere tiltag i forhold til at udvikle deres virksomhed, hvor særligt "Automotive" som sælger lydsystemer til udvalgte bilfabrikanter i det øvre segment, er et af de mest betydningsfulde. Senest har B&O forsøgt at ramme et lavere og yngre segment med deres nye produktgruppe; B&O Play, som også vurderes at få stor indflydelse på deres fremtidige omsætning.

Regioner og segmenter

B&O har i deres seneste årsrapport valgt at ændre opgørelsen af deres markeder til et mere overordnet niveau, således omsætningen ikke længere er landeopdelt, men opgøres pr. region jf. nedenstående figur.

Figur 2 – Omsætning pr. region³

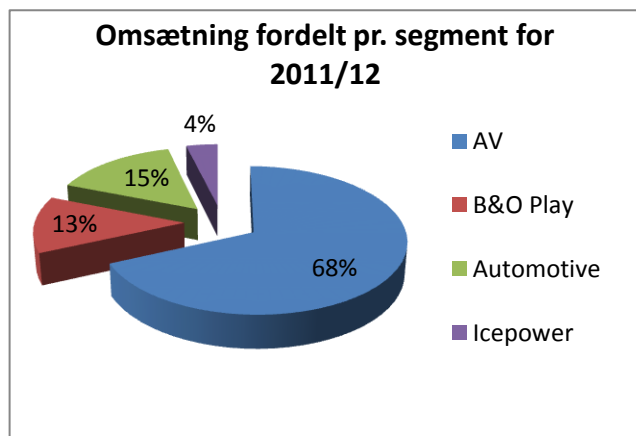


En forklaring på B&O's ændring i opgørelse af omsætningen til et mere overordnet niveau kan være, at B&O ledelsen ikke mener, det skaber værdi for virksomhedens interessenter med den tidligere detaljegråd på landeniveau, da den nye strategi med nedlukning af 125 B1-butikker (primært i Europa) kan skabe forskydning af omsætningen på landeniveau. Med denne ændring fraholder man

interessenterne fra at komme med kritiske spørgsmål til evt. ændring i omsætningstal på landeniveau, og derigennem muligheden for at opnå en større grad af arbejdsro til at vende den negative udvikling.

³ B&O's koncernregnskab 2011/12

Figur 3 – Omsætning fordelt pr. segment.⁴



Derudover har B&O opdelt omsætningen i følgende segmenter:

B2C

- AV (Audio/Video)
- B&O Play

B2B

- Automotive
- ICEpower,

Audio/Video segmentet indeholder B&O's traditionelle og velkendte produkter indenfor lydsystemer, højtalere og video til hjemmet. Produkterne er iflg. B&O af højeste kvalitet, kombineret med ny teknologi og elegant design, der prismæssigt ligger i den øverste prisklasse på markedet.

Den anden del af B2C produkterne er B&O's nyeste subbrand, B&O Play fra 2011, som også sælger lyd og billede, men i en anden skæring inde for de almindelige AV produkter. B&O Play henvender sig med sit enkle look, lavere pris, og høje kvalitet primært til mænd og kvinder med høje lønninger, der endnu ikke har slået rødder, og som altid er på farten.⁵ Derudover er mange af produkterne transportable, og der fokuseres i høj grad på integration med produkter fra Apple i form af Airplay mv.. Som noget nyt kan B&O Play produkterne købes online, hvilket igen taler til den yngre generation.

Salget af B2C produkterne foregår gennem B&O's B1-butikker og SIS-butikker på de enkelte markeder, hvor B&O ved udgangen af regnskabsåret 2012/12 havde 674 B1-butikker og 265 SIS-butikker.

Med en faldende omsætning på de modne markeder er strategien ikke overraskende, at der løbende vil ske en reduktion af butiksnettet på de modne markeder, hvorimod der skal åbnes flere butikker i vækst markeder med særlig fokus på Kina.

Under B2B indgår Automotive, der omfatter lydsystemer til bilmærker i det øvre segment, som B&O startede op tilbage i 2004/05. Automotive har igennem hele perioden vist stigende omsætning, en

⁴ B&O's koncernregnskab 2011/12

⁵ http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/223063/b_o_i_kritisk_fremstoed.html#ixzz2T3wJ5Qf5

stigning, som B&O forventer, vil fortsætte i takt med lancering af deres lydsystemer i flere af de kommende bilmodeller. ICEpower, som leverer avanceret forstærkerteknologi, er det andet ben i B2B (B&O's mindste segment), men ikke desto meget vigtig, da produktet naturligvis indgår i B&O's egne produkter, og sælges til andre producenter af high-end lydsystemer. Med egen udvikling af forstærkere er ICEpower medvirkende til, at B&O også fremadrettet kan differencere sig fra de øvrige high-end produkter på markedet.

Fordelingen af omsætningen i ovenstående grafer viser, at det fortsat er salget af AV produkter i Europa, som er den afgørende faktor for B&O omsætningen. Dette øger naturligvis eksponering overfor ét marked med de risici, der er forbundet med dette, hvilket B&O også allerede har mærket med de kraftige fald i privatforbruget, som følge af finanskrisens indtog i 2008, der hovedsageligt ramte USA og Europa. Det affødte også et stort fald i B&O's omsætning på 32 % i regnskabsåret 2008/09 samt et underskud på 383 mio. kr.

B&O er derfor meget opsat på at ændre deres høje eksponering i Europa ved at øge salget i BRIK landene, hvor særligt Kina har deres fokus. Indtil slutning af 2012 har B&O uden den store succes selv stået for salget i Kina og grundet den manglende indtjening, er der nu indgået et partnerskab med kinesiske Sparkle Roll. Den nye partner skal stå for salget af B&O's produkter i Kina og vil forventeligt åbne mere end 50 nye B&O Play butikker i 2013, som skal vække interessen for B&O hos kineserne, og derefter er forventningen, at kineserne vil købe de noget dyrere produkter inden for AV segmentet.

Udviklingen af B&O's produkter sker på egne faciliteter og primært på hovedkontoret i Struer. Med en forholdsmæssig lille omsætning i elektronikbranchen købes mange af komponenterne, der indgår i B&O's audio- og videoprodukter hos en række af forskellige leverandører. Samling og montage af de forskellige produkter foregår på egne produktionsfaciliteter i Struer og i Koprivnice, Tjekkiet. Her færdigmonteres, testes og kvalitetskontrolleres produkterne inden de videresendes til kunden.

Strategiplan – ”Leaner, Faster, Stronger”

Tue Manton fremlagde i august 2011 en ny 5-årige strategiplan for B&O kaldet ”Leaner, Faster, Stronger” for at koncernen kan udnytte sit fulde potentiale, der af B&O selv vurderes til en omsætning på 8-10 mia. kr. med en EBIT-margin på over 12 %. Regnskabsåret 2006/07 var året, hvor B&O

opnåede de bedste finansielle resultater med en EBIT-margin på 12,1 % og en opsætning på 4.376 mio. kr.

Den 5-årige strategiplan der i januar 2013 blevet forlænget med yderligere 1 år, indeholder følgende seks ”*must-win battles*”⁶:

- *Øget fokus på lyd og akustik*
- *Lancerings af ny produktkategori – B&O Play*
- *Optimere distributionen*
- *Vokse på BRIK-markeder*
- *Yderligere styrkelse af Automotive*
- *Hurtigere og enklere eksekvering*

Den nye strategi skal sikre, at der er det rette fokus og den rette entreprenørånd i koncernen, der betyder, at B&O skal være mere effektiv inde for produktudvikling og kunne træffe beslutninger hurtigere.

Strategiplanen har allerede et år inde mødt så megen modvind, at Tue Mantoni ved præsentation af deres halvårsrapport for 2012/13 i januar 2013 proklamerede en udskydelse af implementeringsfasen for strategiplanen fra fem til seks år. Udskydelsen skyldes, at væksten i BRIK-landene er udeblevet og faktisk faldet med 22 % i første halvår, samt at optimeringsprocessen af distributionsnettet vil blive forlænget med 12-18 måneder.

Derimod leverer de fire øvrige punkter som planlagt, idet B&O har introduceret flere nye produkter, fået godt gang i salget af deres nye brand; B&O Play, som har oplevet en vækst på 115 % og fastholdt fremgangen indenfor Automotive med en fremgang på 21 %.

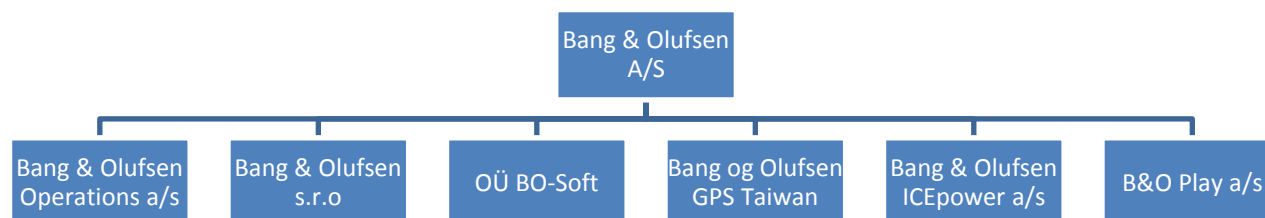
B&O har reageret på de utilfredsstillende resultater og manglende eksekvering af deres strategiplan ved at opsigte 64 stillinger som konsekvens heraf, og man vil fremskynde nedlukning af 125 dårligt præsterende butikker. Langt størstedelen af de opsagte butikker er placeret i B&O's modne marked; Europa. Heraf er 80 butikker blevet opsagt i 3 kvartal 2012/13.

⁶ <http://www.hang-olufsen.com>

For at rette op på skuffelsen i BRIK-landene, med særligt fokus på Kina, har B&O skiftet strategi og indgået et partnerskab med et Kinas største luksusvareforhandler, Sparkle Roll Group, der samtidigt har købt sig ind i B&O med en ejerandel på 6,1 % og fremover har ansvaret for salget i Kina.

Organisation og ledelse

Figur 4 – Koncerndiagram ⁷



Alle datterselskaber er ejet 100% af Bang og Olufsen A/S

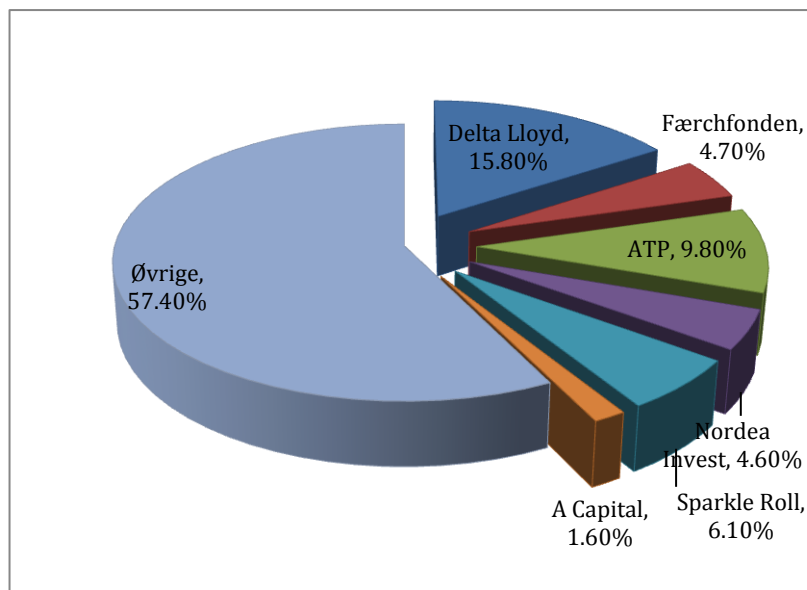
- **Bang & Olufsen a/s** varetager udvikling af B&O's audio/video-produkter, brand building og koncernstabsfunktioner.
- **Bang & Olufsen Operations a/s** varetager indkøb, produktion og logistik for B&O koncernen samt salg af B&O's audio/videoprodukter.
- **Bang & Olufsen s.r.o** varetager produktion og udvikling af dele af koncernens audioprodukter.
- **OÜ BO-Soft** varetager software-udvikling.
- **Bang & Olufsen GPS Taiwan** er et sourcing-selskab.
- **Bang & Olufsen ICEpower a/s** udvikler, producerer og markedsfører produkter baseret på højeffektive forstærkerteknologier.
- **B&O PLAY a/s** varetager markedsføring og salg af produkter inden for B&O's nye brand B&O PLAY, som retter sig mod den digitale generation.⁸

⁷ <http://www.bang-olufsen.com>

⁸ B&O Årsrapport 2011/12

Ejerforhold

Figur 5 - Ejerforhold⁹



Tilbage i 2009, hvor B&O blev særledes hårdt ramt af opbremsningen i privatforbruget, foretog koncernen en aktieemission, som tilførte B&O godt 433 mio. kr., og samtidigt blev de to aktieklasser slået sammen, således der fremover kun er en aktieklasse.

B&O aktien må betegnes som en dansk folkeaktie, da den seneste årsrapport 2011/12 viser, at 79 % af aktionærerne

er danske, og samlet er 32.000 af de i alt 33.000 navnenoterede aktionærer danske. Det skyldes formentlig det brede kendskab til B&O brandet i den danske befolkning. B&O har også enkelte større aktionærer med en ejerandel på over 5 % såsom danske ATP og Færchfonden, samt den hollandske storaktionær Delta Lloyd, der besidder 17,11 % af aktierne.

Senest har B&O i oktober 2012 foretaget en aktieemission, der har tilført virksomheden ca. 177 mio. kr.. Emissionen er sket som en del af B&O's nye strategiske partnerskab i Kina, hvor Sparkle Roll Holding Ltd. har tegnet aktier for ca. 145 mio. kr. svarende til en ejerandel på ca. 6,1 % og A Capital Bravo Holding S.a.r.l. har tegnet aktier for ca. 32 mio. kr. svarende til en ejerandel på ca. 1,6 %.

Med flere større professionelle investorer må det forventes, at ledelsen konstant er under et vist pres fra ejerkredsen, da de naturligvis har en forventning om et tilfredsstillende afkast. Dette har aktien ikke formået at leve op til i de seneste år, hvorfor der med en uændret finansiell performance er en potentiel risiko for, at aktionærerne vil blande sig i det strategiske arbejde. Det er dog ikke en ubetinget ulempe

⁹ <http://www.bang-olufsen.com>

med nogle større aktionærer i ejerkredsen, da et fjendtlig overtag af virksomheden vurderes mindre sandsynligt. Det skyldes at de store aktionærer evt. i samarbejde med ledelsen kan modsætte sig dette, medmindre en potentiel ny ejer vil være villig til at betale en væsentlig merpris, som vil kunne tilfredsstille aktionærerne.

Bestyrelsen og direktionen

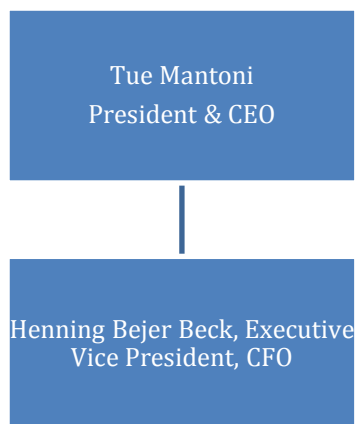
Over de seneste par år, er der sket store udskiftninger i såvel B&O's direktion som bestyrelse, idet alle poster er blevet besat af nye personer udefra dog med undtagelse af de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer og den nuværende bestyrelsesformand; Ole Andersen, der har siddet i bestyrelsen siden 2009.

Den store udskiftning antages at være gennemført med baggrund i de svigtende resultater over de senere år. De nye folk for bordenden i form af bestyrelsesformand; Ole Andersen, næstformand; Alberto Torres og CEO; Tue Mantoni er i gang med at implementere og indfri B&O's strategiplan for de kommende fem år, hvor bl.a. direktionen er blevet smallere, og alene består af to personer, for derigennem at kunne tage hurtigere beslutninger end tidligere. En smal direktion er ikke alene positiv, da det øger risikoen for, at beslutninger ikke bliver gennemarbejdet. Herudover ligger magten hos nogle få personer i toppen af virksomheden, som med de forkerte hensigter eller manglende indsigt vil kunne yde stor skade på virksomheden.

Bestyrelsesformand Ole Andersen er uddannet cand.merc. og statsautoriseret revisor og må betegnes som en sværvægter i dansk erhvervsliv med yderligere formandsposter i Danske Bank, ISS og Chr. Hansen. Ole Andersen er tidligere chef for bl.a. Corporate Finance hos SEB samt flerårig seniorpartner i kapitalfonden EQT, hvorfor det må forventes, at Ole Andersen er særdeles stærk sparringspartner på det finansielle område i forhold til direktionen.

Næstformand Alberto Torres blev i 2010 valgt ind i bestyrelsen og i det følgende år udnævnt til ny næstformand. Alberto Torres besidder stor erfaring med globalt salg af andre luksusbrand inde for elektronikprodukter, som eksempelvis det luksuriøse mobilmærke Vertu.

Figur 6 – Organisationsdiagram¹⁰



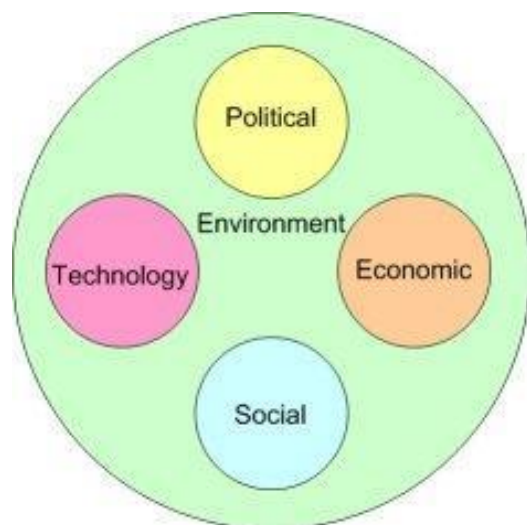
CEO og præsident; den 37-årige Tue Mantoni blev hentet til B&O af bestyrelsesformand Ole Andersen i marts 2011. Tue Mantoni har som sit seneste job været CEO for motorcykelfabrikanten Triumph, hvor han i løbet af 8 år havde succes med at vende en negativ udvikling ved bl.a. at udskifte 500 af 700

forhandlere og derigennem tredoble omsætningen og gøre virksomheden lønsom. Det er med al sandsynlighed denne bedrift, der har givet ham jobbet i B&O, idet selskaberne har en del fællestræk inde for; historie, brand og størrelse. Derudover er Tue Mantoni uddannet cand.merc. og har arbejdet hos Goldman Sachs og konsulenthuset McKinsey & Co.

PEST-analyse

For at kunne foretage en analyse af B&O vælger vi at tage en PEST-analyse i brug, da den giver et billede af, hvilke faktorer i omverdenen, der har indvirkning på B&O som virksomhed. B&O er som alle andre virksomheder påvirket af den samfundsmæssige udvikling på de markeder, som de opererer på. Omverdenen påvirker naturligvis B&O på mange punkter, men B&O har kun ringe mulighed for at påvirke disse forhold, dog skal B&O sørge for at tilpasse sig de forhold, som omverdenen dikterer.

¹⁰ <http://www.bang-olufsen.com>



PEST-analysen ser på følgende 4 faktorer:

Figur 7 – PEST - analyse¹¹

- Political (P)
- Economic (E)
- Social (S)
- Technological (T)

Politiske faktorer (P)

De politiske faktorer, som vi har valgt at fremhæve, er:

- Skatter
- Rente/valuta
- Afgifter/miljø
- Politiske tendenser
- Handelsbarrierer

Disse 5 punkter har ifølge os den største indvirkning på B&O's virksomhed og nogle af de faktorer, som man er nødt til at tage højde for i forbindelse med afsætning og produktion af sine produkter.

Skatter

Skattepolitik er i højgrad en faktor, som B&O bliver udfordret på, da man i Danmark har en meget høj indkomstskat sammenlignet med andre lande.

De virksomheder, som B&O skal konkurrerer med på det internationale marked, har derfor typisk bedre forhold på indkomstskatten end i Danmark. Det betydelige skattetryk, der er i Danmark, kan betyde, at konkurrenceevnen, ved at have sin udvikling og design afdeling i Danmark, forringes sammenlignet med konkurrenterne. Dette sætter store krav til kvaliteten og effektiviteten af de

¹¹ Exploring Strategy ninth edition, side 51

medarbejdere, der er ansat i Danmark, da de alt andet lige skal være mere effektive og bedre, for at kunne konkurrere på verdensmarkedet.

Virksomhedsskatten er også med til at bestemme, hvor stor en del af virksomhedens overskud, der kan konsolideres ind i koncernen balance og geninvesteres. For yderligere at styrke danske virksomhedernes konkurrenceevne, har Folketinget i foråret 2013 vedtaget en gradvis reduktion af virksomhedsskatten fra 25 % til 22 % frem til 2015.¹²

Rente og valuta politik

Det faktum, at Danmark på nuværende tidspunkt ikke er en del af euroen, kan både være godt og dårligt for B&O alt efter, hvordan udviklingen i de forskellige renter og valutaer udvikler sig.

Fastkurspolitikken mellem EUR og DKK betyder, at valutakursen på DKK ikke må svinge mere end +/- 2,25 % i forhold til EUR. Det har gennem finanskrisen betydet, at Nationalbanken i flere omgange måtte udvide rentespændet mellem EUR og DKK for at forsvare kursen på DKK overfor EUR. Dette gjorde, at det i en periode omkring 2008 og 2011 var dyrere at finansiere sig i DKK end i EUR. Dette billede er ændret efter den store finansielle uro, der er i euro området, og siden 4. november 2011 har det været billigere at finansiere sig i DKK, da Danmark anses som en "sikker havn".¹³

Dette illustrerer meget godt den fare, der er for, at renterne på B&O's primære markeder ændrer sig, og derved påvirker væksten i området. Hvis renterne sættes op på de markeder, hvor B&O afsætter sine produkter, vil det betyde færre penge mellem hænderne på slut forbrugeren/kunden, og da B&O henvender sig til det øvre segment, vil det med stor sandsynlighed have en betydelig effekt på salget af deres produkter.

Det faktum at Danmark og Tyskland er de to største markeder for B&O betyder, at man er nødt til at forholde sig til EUR vs. DKK problematikken.

B&O er også eksponeret overfor andre valutaer, hvilket de naturligvis også skal forholde sig til. Herunder skal de være opmærksomme på USD kursen, da mange af komponenterne, som indgår i deres

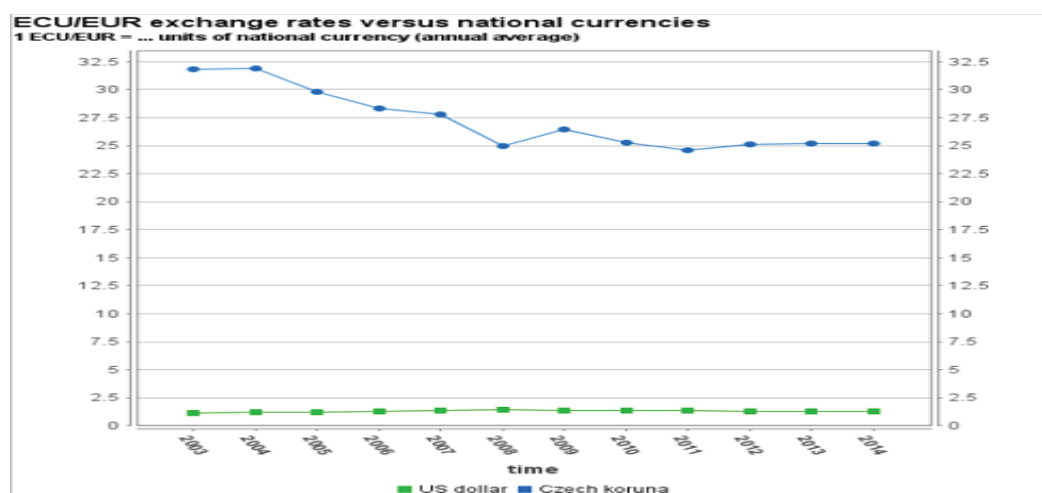
¹² <http://www.fm.dk/publikationer/2013/aftaler-om-vaekstplan-dk/>

¹³ <http://www.nationalbanken.dk/dndk/minfo.nsf/officialrates.html?openview&type=rt3> og <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

produkter, handles i USD. Derudover skal de være opmærksomme på Tjekkiet, hvor valutaen er tjekkiske koruna (CZK), da størstedelen af B&O's produktion og lager findes i Tjekkiet.

Nedenfor ses valutaudviklingen for to af B&O's primære valutaer i forhold til EUR. Grafen viser, at der gennem perioden har været store udsving, som for EUR/USD udgør 0,34 USD og for EUR/CZK udgør 7,30 CZK.¹⁴ Dette viser med al tydelighed, at der er risiko forbundet med at handle i flere forskellige valutaer. Har du udgifter i USD og indtægter i EUR og DKK, så er der en betydelig valutarisiko.

Figur 8 – Udvikling i valutakurser EUR/USD/CZK



B&O kan afdække sig fra denne risiko ved enten at afdække sig via valutaterminsforretninger eller ved at forsøge at matche købs- og salgsv valutaer, således man ikke bliver ramt af u hensigtsmæssige valutakurs udsving.

Hele dette spil mellem renter og valutaer betyder, at der skal være et særligt fokus på de udmeldinger, der kommer fra ECB og FED, da reguleringer vil påvirke virksomhedens risiko for tab på valutakurs udsving samt finansieringsrenterne på de enkelte markeder. Renteniveauet vil have betydning for forrentningen af deres fremmede kapital, og det vil ligeledes have indflydelse på forbrugernes rådighedsbeløb på de enkelte markeder.

¹⁴ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

Afgifter og miljø

Øgede afgifter og miljøkrav til produktion eller produkter kan være medvirkende til en yderlig omkostning for B&O. Det faktum, at B&O producerer og afsætter varer, der potentielt kan være miljøskadelige, kan betyde øgede omkostninger for virksomheden, såfremt de nuværende afgifter eller miljøkrav til produktion ændres. B&O må affinde sig med stigende miljøkrav i forbindelse med produktionen. Den politiske miljøagenda kan betyde, at der kommer øgede krav til virksomhedernes produktion. De primære krav kommer som regulativer fra lovgivende myndigheder på de enkelte markeder, men for Europa bliver der foretaget en del overordnede beslutninger af EU.

Det vurderes ikke muligt for B&O, at kunne påvirke kommende miljømæssige beslutninger, og B&O er derfor nødsaget til at efterleve de nye lover og regulativer der kommer. AV producenterne har løbende forbedret energiforbruget på deres produkter både for, at imødekomme politikkernes og miljøforkæmpernes krav men også for at kunne reducere deres energiomkostninger.

Politiske tendenser

Forskelle ved at have en liberal eller en socialistisk styret regering på de enkelte markeder kan ligeledes have betydning, hvilket B&O må til at forholde sig til. Socialistiske regeringer er kendt for at hæve skatter og afgifter og derved mindske den disponible indkomst i B&O's primære segmenter. Hvorimod en liberal regering oftest betyder mere gunstige forhold for erhvervslivet og B&O's primære segmenter.

Ser man på Danmark som marked, så var det nok ikke en socialdemokratiskledet regering de fleste virksomheder havde håbet på ved det seneste valg, da man havde en frygt for øgede skatter og afgifter. Denne regering har dog vist sig, at være rimelig erhvervsvenlig, da man i foråret 2013 har vedtaget Vækstplan DK indeholdende en sænkelse af selskabsskatteprocenten fra 25 % til 22 %, hvilket vil være til fordel for B&O. Det bekræfter dog bare, at der altid er undtagelser i forhold til forventninger, og det betyder, at B&O ikke altid kan være på forkant med eventuelle ændringer.

Handelsbarrierer

Der har været en aftale mellem G20 landene siden 2008 om, at man ikke vil indføre handelsbarrierer i forbindelse med den nuværende økonomiske krise. Det har dog ikke helt været tilfældet, og der var i

løbet af 2009 og første halvår af 2010 allerede indført 280¹⁵ nye handelsbarrierer i lande som EU ofte handler med. Et af de markante problemer er, at meget store markeder som Kina, USA og Rusland har indført flere handelsbarrierer, hvilket godt nok er lavet for at beskytte egen økonomi, men samtidig sætter spor i andre landes eksport potentiale.

Det typiske eksempel, som er meget relevant for B&O, er, at et land hæver import tolden for at beskytte egne producenter. Dette kan betyde ekstra omkostninger for B&O fra den ene dag til den anden, hvorfor man skal være meget opmærksom på dette.

I forhold til en liberalisering af det kinesiske marked, så har dette en potentiel kæmpe økonomisk gevinst for B&O, da det vil give den meget købestærke kinesiske overklasse øget mulighed for at købe B&O produkter, da eventuelle handelsbarrierer gør, at det bliver nemmere for B&O at sælge på markedet.

Økonomiske faktorer (E)

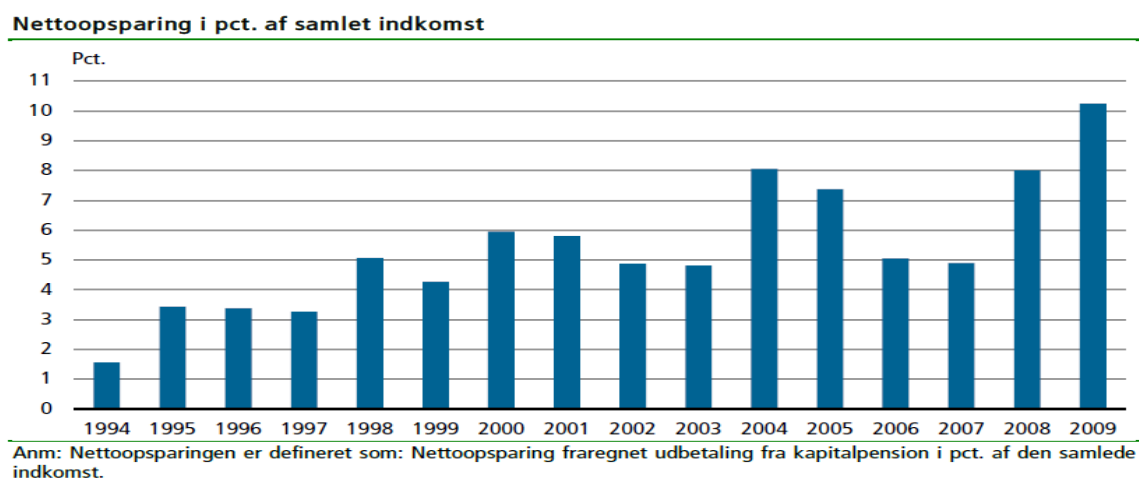
De økonomiske faktorer i B&O's omverden, som har størst indflydelse på virksomhedens virke, vurderes at være:

- Ændring i forbrugerpsykologi
- BNP udvikling
- Vækst i realløn (inflation), formue eller rådighedsbeløb (E-Markets)
- Renter

Ændring i forbrugsmønstre og forbrugspsykologi vil kunne betyde meget for afsætningen af produkter i samfundet. Der har i det danske samfund været en markant forøgelse af opsparingen gennem den nuværende økonomiske krise, hvilket har bremset forbruget og specielt forbruget af luksusvarer, som B&O sælger. Nedenfor er vist en tabel med udviklingen i opsparingen fra 1994 til 2009.

¹⁵ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/06/01/162101.htm>

Figur 9- udvikling i opsparing.¹⁶



Tabellen viser med al tydelighed, at der har været en markant ændring i forbrugspsykologien i det danske samfund, og niveauerne for opsparing forventes at stige de næste år. Det er en naturlig udvikling, at man under en stor økonomisk krise polstrer sig til dårlige tider. Dette påvirker naturligvis i høj grad afsætningen, ikke kun for B&O, men for hele luksusvare markedet. Noget, der forstærker denne opsparings kultur eller psykologi, er, at man specielt i Danmark har en stor frygt for at blive fyret, hvilket påvirker vores forbrugsvaner betydeligt¹⁷. Der er en anden faktor i denne frygt, hvilket er, at de højst lønnede også er dem, der bliver ramt hårdest i forhold til at skulle på understøttelse. Det betyder derfor også, at denne gruppe holder endnu mere på pengene for nuværende. Derfor bliver B&O uden tvivl hårdere ramt af denne forbrugertillidskrise end nogle af konkurrenter, som opererer længere nede i segmenterne.

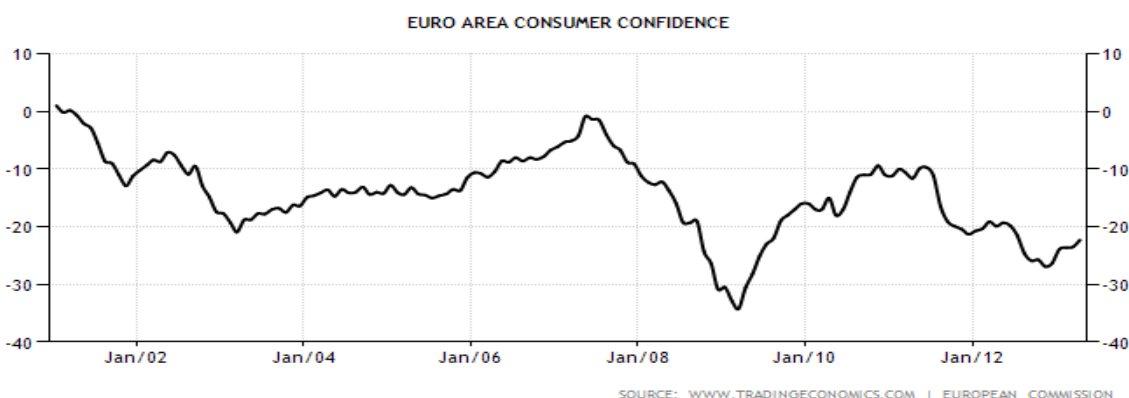
Hvis vi kigger på den indvirkning, som den øgede opsparing alt andet lige har på omsætningen i B&O koncernen, så kan vi se en betydelig stigning i opsparingen fra 5 % af den disponible indkomst i 2007 til 8 % i 2008 og yderligere til 10 % i 2009, hvilket også kan ses på omsætningen i B&O, som falder betydeligt i perioden. Derfor er der ingen tvivl om, at dele af denne opsparing under normale markedsvilkår ville have gået til luksusgoder som B&O. Man kan for B&O håbe på, at den øgede opsparing på et tidspunkt bliver ”frigivet” til forbrug, og derfor gemmer på en potentiel omsætningsstigning, som vurderes at kunne være meget betydelig for B&O.

¹⁶ www.dst.dk/nytudg/16365

¹⁷ <http://denkorteavis.dk/2012/negativ-vaekst/>

I tabellen nedenfor vises eurozonens forbrugertillid over de seneste 12 år, og den når som vist sit lavpunkt i 2007, men stiger derefter betydeligt frem til 2011. Der har været et fald i tilliden igen her i 2012 og 2013, hvilket også matcher den omsætningsudvikling B&O har oplevet i sit perioderegnskab pr. 28. februar 2013, hvor omsætningen er faldet betydeligt i forhold til året før.

Figur 10 – udvikling i forbruger tillid¹⁸



Det vurderes, at have stor indvirkning på B&O, at udviklingen i den europæiske forbrugertillid i perioder har været meget svækket. Ser man på de seneste 10 år, så kan man tydeligt se, at den er på sit højeste i 2007, hvor B&O også har deres bedste år. Derfor er der ingen tvivl om, at forbrugertilliden har en stor indvirkning på omsætning i B&O.

BNP-udvikling

Udviklingen i BNP er udtrykt ved væksten i produktionen, og er en indikator for hvor stor en værdiskabelse, der er i samfundet, og er dermed bl.a. en indikator for virksomhedernes værdiskabelse.

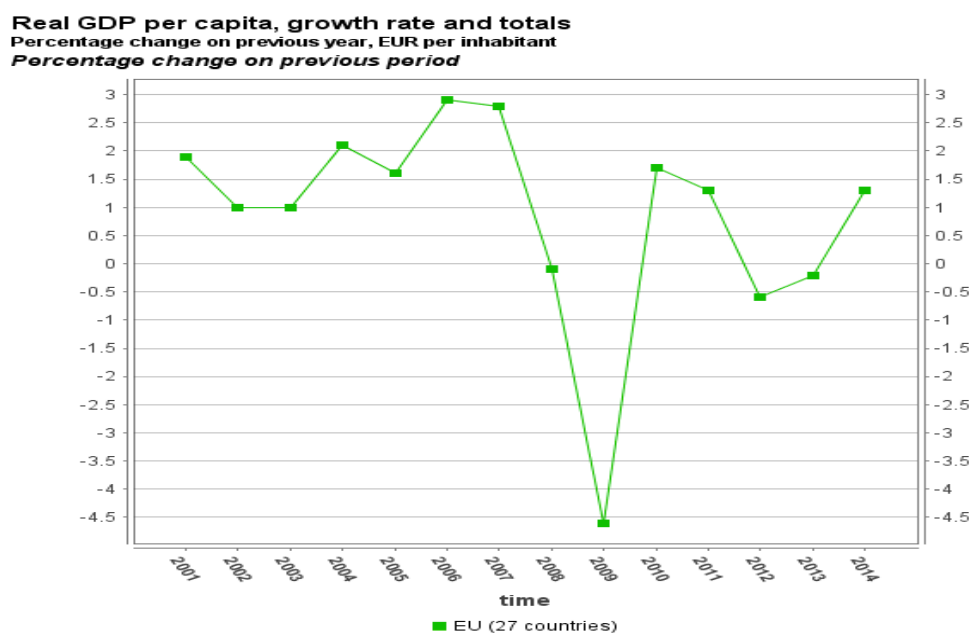
Virksomhedernes værdiskabelse betyder generelt meget for, hvordan samfundet har det som helhed herunder hvor stor en købekraft, der er i de enkelte husholdninger. For meget cykliske virksomheder; som B&O, er dette nøgletal meget vigtigt, da man som luksus brand stort set altid klarer sig bedst i

¹⁸ <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/consumer-confidence>

perioder med højkonjunktur.¹⁹

B&O's største marked målt på omsætning er Europa, hvorfor det er interessant at se på, hvad vækst er på netop dette marked. Det kan ret tydeligt aflæses af nedenstående graf, at der er en sammenhæng mellem væksten i BNP og B&O's overskud. 2009 var et økonomisk meget dårligt år med negativ vækstrate i Europa, hvilket sammenlignet med B&O's resultat for 2009 stemmer meget godt overens, da det også var et rædsels år for B&O med et underskud på 383 mio. kr.

Figur 11- Udvikling i BNP²⁰



Ser man på grafen over den forventede vækst i Europa i 2013 og 2014 kan man se, at der ikke forventes en højkonjunktur de næste par år. Dette skal dog ses som et samlet Europa, hvor enkelte økonomier som eksempelvis Spanien og Italien trækker det samlede vækstkøn betydeligt ned. Ser man på markeder indenfor Europa, hvor B&O har størst salg og derfor bliver mest påvirket. Så forventer EU's statistiske kontor en BNP-vækst i Danmark på 0,7 % for 2013 og 1,7 % for 2014. For Tyskland er forventninger til BNP-væksten, at den stiger 0,4 % 2013 og 1,8 % i 2014.²¹ Disse prognoser viser med tydelighed, at B&O-ledelsen skal arbejde meget fokuseret for at få en omsætningsvækst på deres to

¹⁹ Højkonjunktur differentieret som: Perioder med over 2 % vækst i BNP

²⁰ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsdec100>

²¹ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>

største markeder i Europa.

Ser vi på hvilken indvirkning væksten i BNP har på B&O's omsætning, så kan vi se, at den i 2008/09 falder til 2.789 mio. kr. fra et niveau på 4.092 mio. kr. i 2007/08. I samme periode falder væksten i BNP fra 2,7 % i 2007 til – 4,5 % i 2009. Der er altså en betydelig sammenhæng i væksten i BNP, og B&O's omsætning og vi forventer derfor, at der er en stigning i omsætningen sammenholdt med forventningerne til de positive vækstrater i EU igen i 2013/14 og 2014/15.

Anskuer man de markeder, som B&O satser meget på i de kommende år, så er det helt andre vækstprocenter, der forventes. I Kina, som gennem de sidste mange år har været inde i en højkonjunktur, med en BNP vækst i 2012 på 7,8 %, og BNP væksten forventes at vokse yderligere til 8,2 % i 2013 og 8,0 % i 2014.²² Det vil naturligvis have stor indflydelse på B&O's muligheder for at opnå vækst i Kina, at den generelle vækst i landet er så markant. Det er også et klart signal til B&O's ledelse om at satse på Kina, da vækstmulighederne udefra set er store, samt at man ikke har nogen betydelig markedsandel i netop Kina.

Vi har tidligere beskrevet, at B&O er en cyklisk virksomhed, som er meget afhængig af konjunkturerne i markederne, som de afsætter på. Derfor er det også alt afgørende for B&O's succes, at man er i stand til at tilpasse virksomheden til de forhold, som er på de enkelte markeder. Derfor er det af højeste vigtighed, at virksomheden er på forkant med eventuelle konjunkturændringer på markederne frem for at reagere, når markedet er ramt. Det er en stor opgave for B&O som en international spiller at være opmærksom på andre markeder end lige der, hvor man er til stede for nuværende. Her tænkes der specielt på BRIK landene, som man måske ikke havde forventet ville have så stort potentiale, som det viser sig på nuværende tidspunkt. Der er tale om attraktive markeder med høje vækstrater, og en stigning i den økonomiske mellemklasse, som er potentielle kunder for B&O.

Nedgang i konjunkturer rammer B&O særlig hårdt, hvilket også kan ses på omsætningen i B&O i forbindelse med finanskrisen. Med baggrund heri har de faldende konjunkturer ramt B&O's aktiekurs hårdere end andre mindre cykliske virksomheder

Vækstrater på B&O's primære markeder spiller en stor rolle, ikke mindst for muligheden for at optage

²² <http://di.dk/SiteCollectionDocuments/Opinion/Konjunktur/Markedfokus/Kina.pdf>

finansiering til de vækstplaner, som virksomheden har. De ambitiøse vækstplaner, som B&O har, skulle gerne underbygges af en vækst på markederne. Såfremt B&O skal hente yderligere finansiering til at gennemføre deres vækststrategi, så er det af stor betydning, at deres strategi underbygges af generelle forventninger omkring vækst på nye markeder, hvor de ønsker at skabe væksten.

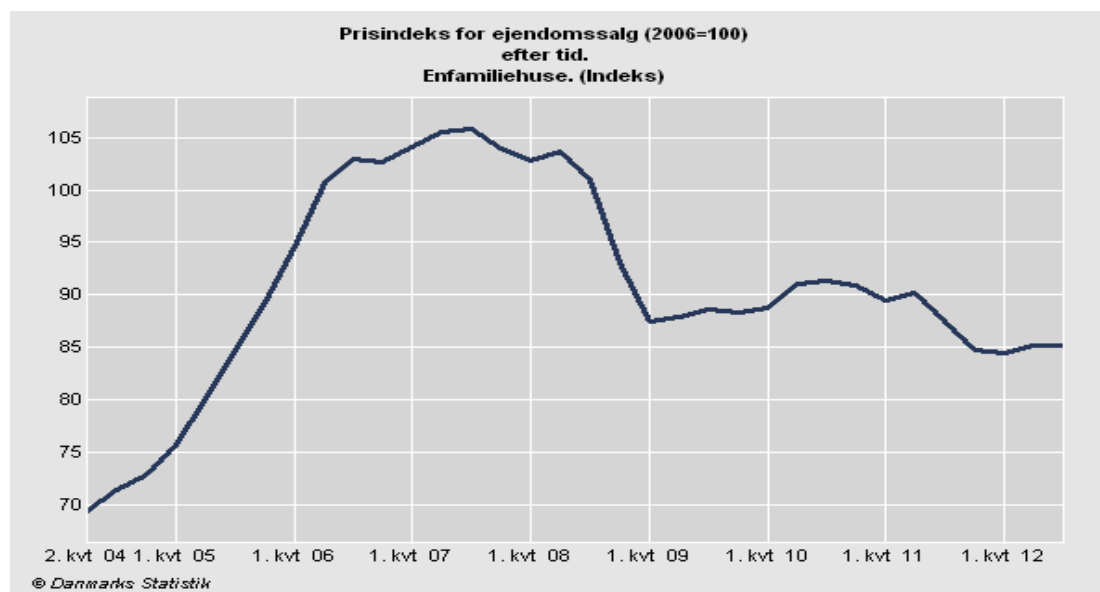
Vækst i formue og disponibel indkomst

Vækst i den danske disponible indkomst og formue har en meget stor betydning for B&O, da de sælger luksusprodukter til personer med et højt rådighedsbeløb eller større formue. En af de faktorer, som spiller ind i forhold til dette, er ejendomspriserne. Da der op gennem 90'erne og 00'erne, blev generet store friværdier, gav dette mulighed for yderligere billig belåning af boligen, som i høj grad blev brugt til køb af luksus. Udviklingen i ejendomspriserne udviklede sig positivt i en lang periode, men som vist i figur 12 nedenfor, så er udviklingen gået i negativ retning siden andet kvartal 2008, hvor finanskrisen for alvor satte ind. Denne udvikling har betydet, at B&O's "kerne kunder" har fået gjort et indhug i deres formuer, og derfor har været mere tilbageholdende med at bruge store summer på luksusgoder.

Danskerne har en tendens til at måle deres økonomiske råderum på størrelsen af deres friværdi, så derfor har finanskrisen virkelig været en markant faktor for danskernes tanker om deres egen økonomi.

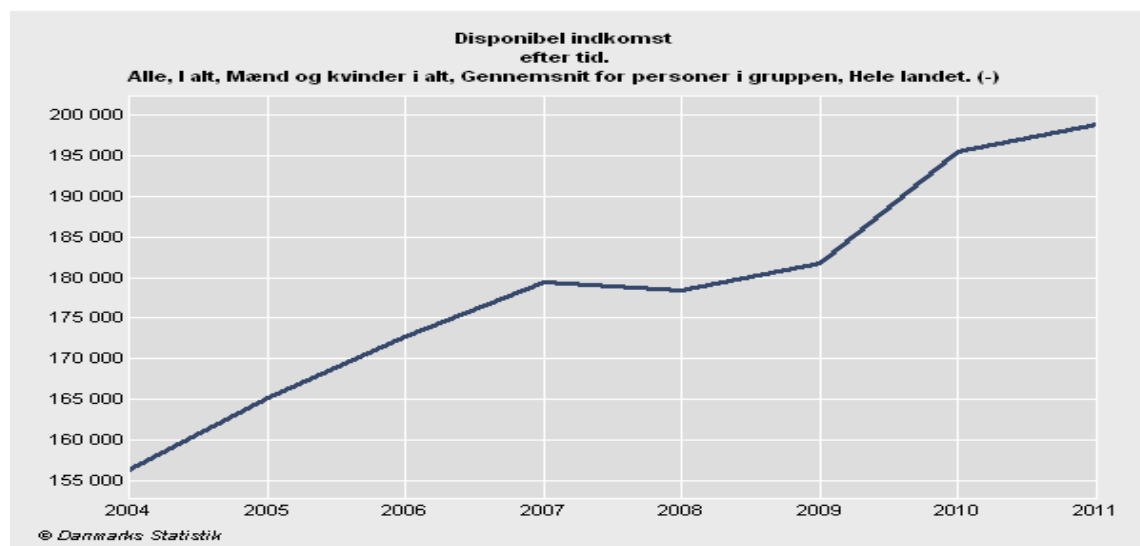
Priserne på ejendomme har siden finanskrisen taget et drastisk fald, og er i dag stadig markant under det niveau, vi så tilbage i 2006 og 2007. Det overophedede boligmarked har derfor været en medvirkende vækstmotor for B&O, da mange brugte friværdien til at købe dyre luksusvarer for. Ser vi på B&O's omsætning så har den ligget på et højt niveau frem til regnskabsåret 2008/08, som er i tråd med udviklingen i boligpriserne, som også på det tidspunkt toppede. Derfor vurderes udviklingen i ejendomspriserne specielt for Danmark at have afgørende betydning for B&O's udvikling i omsætning og mulighed for vækst.

Figur 12 – Ejendomsprisindeks²³



Denne udvikling betyder at man måske skal koncentrere sig om produkter i den "lavere luksus klasse". En anden faktor som spiller en stor rolle er den disponible indkomst, som faktisk har været støt stigende, dog med et mindre fald fra 2007 til 2008, hvor finanskrisen for alvor satte ind.

Figur 13 - Udvikling i disponible indkomst.²⁴



²³ Danmarks statistik, <http://www.statistikbanken.dk/>

²⁴ Danmarks statistik, <http://www.statistikbanken.dk/>

Den disponible indkomst i Danmark har været stigende, hvilket normalt vil være en meget positiv faktor for udviklingen i B&O. Det har dog mod forventning ikke haft en positiv effekt på omsætningen, som man normalt ser i forbindelse med en stigning i disponible indkomst. Årsagen til den manglende effekt af en stigning i disponible indkomst skal findes i det opsparingsmønster, som vi tidligere har vist. Dette viser, at selvom vi har stigning i den disponible indkomst, så bliver denne stigning ikke brugt til luksus eller forbrug, men derimod til opsparing. Det betyder, at der ligger et stort potentiale gemt i opsparingen, som kan komme til at betyde vækst for B&O, når tiltroen til samfundsøkonomien i Danmark genoprettes. Denne negative spiral forstærker udfordringerne hos B&O, da der skal gang i det private forbrug for at få gang i samfundsøkonomien, men da forbrugerne gemmer til dårlige tider, så kan denne tillidskrise betyde en forlængelse af den nuværende krise.

Renteudvikling

Renteudviklingen er væsentlig for B&O på flere områder. Et er, at deres renteudgifter på fremmefinansieringen vil blive påvirket af renteudviklingen. Men endnu vigtigere er det også med til at påvirke de enkelte husholdninger i forhold til en øget finansieringsomkostninger til bolig, bil og andre forbrugsgoder.

Det betyder at B&O i høj grad bliver påvirket af renteniveauet i samfundet. Vi har i Europa og i særdeleshed i Danmark et ekstraordinært lavt renteniveau. Det er da også forventningen, at renteniveauet skal stige i takt med, at væksten i Europa kommer op i gear. Forventningen er dog, at det kommer til at tage nogle år, før vi er oppe på vækstrater, som matcher et før-krise niveau.²⁵

Efter vores mening vil det give en større effekt på omsætningsniveauet end på omkostningerne, at renten stiger, da renteniveauet i høj grad er med til at styre forbruget, og dermed efterspørgslen på luksusgoder. Rentereguleringer er en regulerende faktor for inflationen. Samtidig stiger renten ofte i forbindelse med, at væksten tager fart. Derfor vil en stigning i renten være tvetydig, da den ofte er en indikator for, at væksten er i højt gear, hvilket vi tidligere har argumenteret for er meget vigtigt for B&O's vækst.

²⁵ http://www.dors.dk/graphics/Synkron-Library/Publikationer/Rapporter/Efteraar_2012/Kommentarer_og_pressemeddelelser/AE_kommentarer.pdf

Sociale faktorer (S)

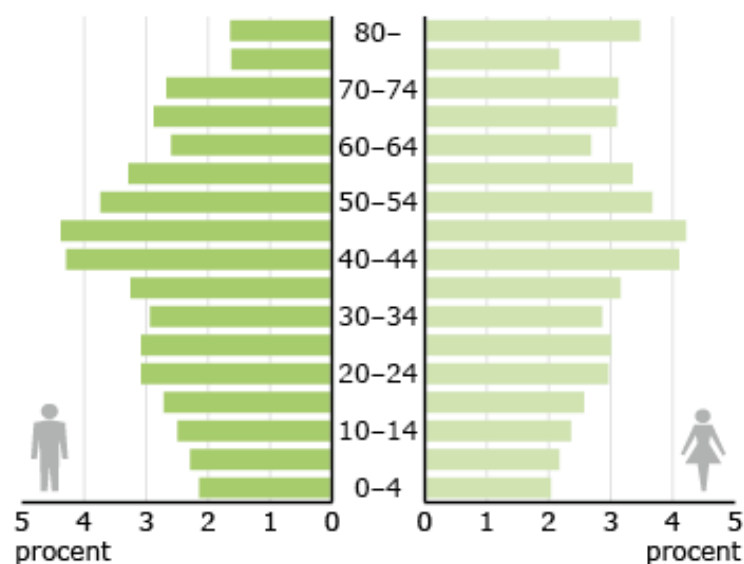
- Demografi
- Kultur forskelle på markederne

De sociale faktorer i omverdenen, der vurderes at have størst betydning for B&O, er demografien og kulturforskelle på de enkelte markeder. Her tænkes der særligt på de specifikke trends der rører sig på markederne, som er medvirkende til at diktere forbrugsadfærden.

Demografien vil have indflydelse på, hvor mange mennesker, der befinder sig i det segment, man primært sælger til. Det er personer mellem 45 og 65 år, som vurderes, at være B&O's primære målgruppe, såfremt man udelukkende ser på alder og udelukker indkomst.

Demografien i Tyskland fordelte sig i 2010 som følger:²⁶

Figur 14 – Demografi Tyskland 2010



Her ses det, at man på nuværende tidspunkt (2010) har en ret stor del af befolkningen i det primære segment, men man ser samtidig, at der kommer mindre årgange til, og derfor vil der være et markant fald i antallet af kunder i den primære målgruppe. På et marked som det tyske vil det have en betydning, at antallet af personer i den primære målgruppe falder. Det skyldes, at det tyske marked vil være at betragte som et mættet marked, hvor B&O har en naturlig

markedsandel gennem en årrække. Det betyder, at man må forvente, at salget bliver mindre, hvis man ikke formår at appellere til en anden målgruppe. På det tyske og danske marked vil det være naturligt, at forsøge at få et øget salg til "det Grå Guld" som via de seneste mange års fokus på pensioner har en

²⁶ http://www.scb.se/Pages/Article_333961.aspx

rimelig stærk købekraft.

Kina er et af de helt store potentielle vækstmarkeder for B&O, hvorfor det er interessant at se på, hvordan udviklingen i målgruppen ser ud på dette marked.

I BRIK-landene og markeder, hvor der er stort potentiale for B&O, så viser tabellen nedenfor den forventede udvikling i befolkningsgruppen mellem 15-64 år. Dette er meget vigtigt for B&O i forhold til, hvilke markeder man skal investere i for fremtiden.

Figur 15 – udvikling i befolkning (Store markeder)²⁷

Global Workforce Projections				
(population aged 15-64 years)				
	2010	2020	2030	2040
Germany	54.4	51.6	46.2	42.6
Japan	80.9	73.4	68.8	61.1
United States	207.5	215.6	218.4	221
China	970.5	988.8	954.3	843.2
India	789.5	923.3	1026.3	1079.7
Russia	103.1	95.2	88.4	85.8
Brazil	131.7	146.5	148.8	144.6

Source: UN Population Prospects: 2010 revision; Deutsche Bank estimates

Kina har en negativ forventet vækst i den arbejdsdygtige alder, hvilket vil betyde, at markedet vil mindskes. Her er der dog ikke taget højde for den økonomiske udvikling og dennes betydning for et større potentiale for salg af luksusprodukter. Derudover er B&O's

markedsandel i Kina aktuelt så lille, at der fortsat vil være et kæmpe potentiale i markedet.

Tyskland er, som tidligere beskrevet, et marked hvor B&O i dag har en betydelig omsætning, men her er en forventning om, at arbejdsstyrken mindskes markant over de næste 30 år, hvilket B&O skal være opmærksomme på ved fastlæggelse af deres fremtidige strategi og positionering, da deres fremtidige marked minskes, og der samtidig ikke er den samme økonomiske udvikling i landet som eksempelvis i Kina.

Indien, Brasilien og Rusland er markeder, hvor der gennem en længere årrække har været en betydelig økonomisk vækst, som er aftaget, men fortsat er ca. 3 % højere end i OECD landene²⁸ for 2013.

Forventningen til befolkningssammensætningen er for både Indien og Brasilien, at de vil opleve en positiv tilvækst af personer i den arbejdsdygtige alder, hvorfor det bør være i B&O's interesse at

²⁷ <http://www.demetra.dk/finansblog/kina-runder-snart-et-skarpt-hjorne/>

²⁸ <http://shippingwatch.dk/Rederier/article4961800.ece>

komme ind på disse markeder. Rusland har ligesom Kina og Tyskland en forventet negativ udvikling i den arbejdsdygtige alder, og vil derfor alt andet lige være mindre interessante, hvis man udelukkende så på demografien og forventningerne til dette. Demografien kan som tidligere nævnt ikke stå alene, da økonomisk vækst, nuværende markedsandel og købekraft i markedet naturligvis også spiller en meget stor rolle.

Kulturforskelle på markederne

Kulturforskelle i markeder er en potentiel risici, da det ikke nødvendigvis er de samme ting, der begejstrer en kineser, som der begejstrer en europæer. Kina har de senere år udviklet sig meget økonomisk og tilsvarende er levestandarden i landet forbedret.

Den nye gruppe af nyrige i Kina lægger på vægt på, at signalere rigdom og status, og de køber udelukkende luksusvarer med høj brandværdi.²⁹

B&O's primære markeder for nuværende ligger alle i Europa, og det betyder, at man ikke tidligere i samme omfang har været opmærksom på kulturforskelle, da markederne ligner hinanden. Det være sig forbrugsmønstre og det at drive virksomhed i markederne. Kulturforskellene mellem Europa, Rusland og i særdeleshed Asien er markant, og noget B&O skal have fokus på, da man har en meget anderledes tilgang til bureaukrati, statsregulering og korruption, hvilket potentielt kan komme til at skabe problemer for vækststrategien.

Deres tidligere strategi med at gå ind i Kina er jf. deres nye partner Sparkle Roll Group stået fejl, med baggrund i manglende forståelse for det kinesiske marked, herunder at det at handle i Kina er en familiebegivenhed. Derudover nævnes det, at servicen har været for dårlig, grundet manglende kompetence hos personalet. B&O har derudover været meget fokuseret på at vise, at de er fremsynede i deres tankegang, men har ikke været beviste om, at kinesere lægger stor vægt på virksomhedens historie. Derfor har man nu hængt billeder af de to stiftere op i butikkerne i Kina, for at fremhæve B&O's lange historie.³⁰

²⁹ <http://mag.nordea.dk/magasin-nr-1-2013/luksus-milliarder-i-kina>

³⁰ Børsen Onsdag den 12. december 2012 Ny partner dumper B&O

Teknologiske faktorer (T)

Teknologiske faktorer i B&O's omverden, som vurderes at være vigtigst for B&O, og som de derfor skal være særligt opmærksomme på, er følgende:

- Den teknologiske udvikling og forbrugerens krav til denne
- Produktlivscyklus, Trends

Med de store elektronikproducenters konstante kamp om forbrugerne, hvor der årligt bliver introduceret større eller mindre nye teknologier, er produktcyklussen for et tv løbende blevet reduceret.

Tidligere kunne man have et kvalitetsfjernsyn i mere end 15 år, mens de seneste undersøgelser viser, at forbrugernes udskiftning af fjernsyn er faldet fra 8,4 år i 2011 til 6,9 år i 2012, hvor det er behovet for et større TV, som er den største driver for en udskiftning.³¹ Derudover er integration med hjemmets øvrige elektroniske produkter, såsom Internet i fjernsynet blevet introduceret, hvilket alt sammen er medvirkende til øget krav fra forbrugerne og en hyppigere udskiftning for at følge med teknologien.

Det gamle billedrørsfjernsyn blev op gennem 00'erne afløst af fladskærmsfjernsyn med udvikling af plasma og LCD, hvor LED nu er ved at have overtaget. I de kommende år forventes denne teknologi afløst af Ultra-HD (4K/8K) og OLED TV, der naturligvis kan fremvise et endnu bedre og skarpere billede og med mulighed for at gøre fjernsynene fladere.

Denne udvikling har B&O tidligere været noget på bagkant med, hvilket Tue Manton også ved flere lejligheder har erkendt. B&O ikke har formået at komme først til markedet med de nyeste teknologier eller med mulighed for opdatering af produkter, således at levetiden kan forlænges. Det betyder, at der er et mismatch mellem prisen på B&O's produkter sammenholdt med konkurrenterne og afskrivningerne for B&O's produkter bliver uforholdsmæssig høj, hvilket afholder nogle forbruger fra at investere i et B&O fjernsyn. B&O er meget opmærksomme på dette, og har derfor som en del af deres nuværende strategiplan et højt fokus på at forbedre teknologien og ikke mindst øge værdien af deres produkter.

³¹http://www.displaysearch.com/cps/rde/xchg/displaysearch/hs.xsl/120529_global_tv_replacement_cycle_falls_below_7_years_as_households_continue_to_replace.asp

Første skridt for igen at være helt fremme på billede- og teknologifronten er sket med lanceringen af Beovision 11 i efteråret 2012, som byder på features, hvor Dualtuner, indbygget harddiskoptager, Picture-by-picture, 7.1 kanals surrounddekode DLNA og trådløs forbindelse til Internettet er nogle af de væsentlige egenskaber, som der kun i begrænset omfang findes i tilsvarende fjernsyn fra konkurrenterne.³²

For at differentiere sig yderligere fra konkurrenterne har B&O over årene udbygget samarbejdet med Apple, hvor seneste skridt er integration af Apple's TV system med B&O's egen software i Beovision 11. Herudover offentliggjorde B&O i foråret 2013 et samarbejde med Spotyfi (online musiktjeneste), der bliver integreret i enkelte af B&O's lydsystemer og med mulighed for opdatering af allerede solgte lydsystemer.³³

De nye tiltag fra B&O mener vi passer meget godt ind i markedstrenden, hvor der udover de hardwaremæssige fremskridt også fra forbrugerne er kommet en forventning og et ønske om øget integration med hjemmets øvrige elektroniske produkter; eksempelvis muligheden for at gå på Internettet via fjernsynet.

B&O skal altså i takt med at levetiden på elektroniske produkter reduceres tilbyde løsninger, som udover designet retfærdiggør en merpris på 3-7 gange konkurrenternes.

Samarbejdet med Apple over de sidste par år og de i 2013 offentliggjorte samarbejde med Universal Music og Spotify er med til at sikre, at B&O er helt fremme på tillægsprodukterne. Dermed tilføjes der mere og mere software i produkterne, som har den fordel, at det løbende er muligt for kunderne at opgradere deres fjernsyn og dermed forlænge levetiden.

Offentliggørelsen af regnskabet for 3 kvartal 2012/13 har vist, at B&O faktisk sælger flere fjernsyn end samme periode sidste år, men det er salget af topprodukterne, der svigter. Dette viser for os, at der er kunder til B&O's AV produkter, men en kombinationen af, at den nuværende makroøkonomiske

³² <http://flatpanels.dk/test.php?subaction=showfull&id=1354450366>

³³ <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/press>

situation, løbende reduktion af fjernsynet produktlivscyklus og manglende opdatering af deres topprodukt betyder at kunderne fravælger topproduktet til en pris på ca. 120.000 kr., hvorimod kunderne er villige til at betale mindre for B&O nye og tidssvarende produkter, som dog er 2-5 gange dyrere end de øvrige producenter.

B&O skal naturligvis fortsat have et topprodukt men i højere grad satse på at øge omsætningen og indtjeningen igennem større volumen i salget af produkter i de lavere segmenter samt sørge for, at der løbende bliver lanceret produkter, der matcher kundernes forventninger til teknologien.

PEST-analyse – sammenfatning

Sammenfatning på de indvirkninger som de enkelte elementer vurderes at have:

Figur 16 – Pest, opsummering af påvirkning

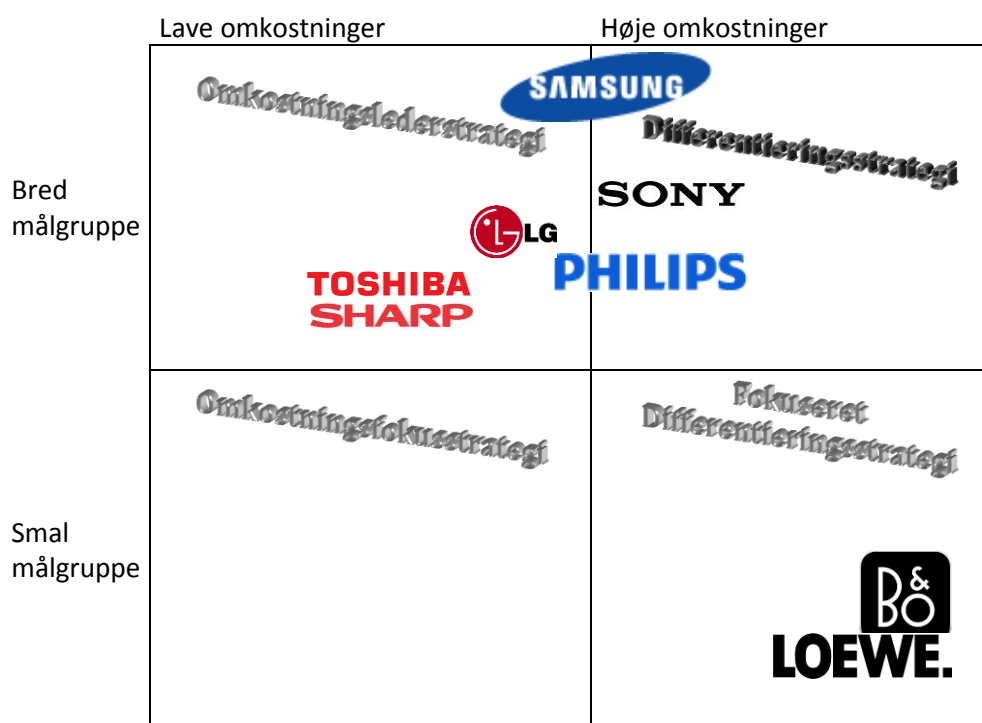
Indvirkninger:	Lav	Mellem	Stor
Skatter	X		
Rente/valuta		X	
Afgifter/miljø	X		
Politiske tendenser		X	
Handelsbarrierer		X	
Ændring i forbrugerpsykologi			X
BNP udvikling			X
Vækst formue eller disponibel indkomst			X
Demografi	X		
Kultur forskelle på markederne.		X	
Den teknologiske udvikling og forbrugerens krav til denne			X
Produktlivscyklus, Trends			X

Porters generiske strategier

Porters generiske strategier tager udgangspunkt i, at produkter eller services fra forskellige udbydere er rimelig ens tilgængelig. Derfor vil forbrugeren vælge det produkt, som har den laveste pris og forhåbentlig dermed laveste produktionsomkostning eller det produkt, der tilfører merværdi, og dermed differentierer sig fra de øvrige spillere på markedet.

Vi har indsat B&O og deres største konkurrenter i Porters generiske strategier for dermed at få et hurtigt overblik over de enkelte producenters placering på markederne for derigennem at se, om der skulle være et hul i markedet, som B&O vil kunne udnytte. Ikke overraskende anvender B&O og Loewe en fokuseret differentieringsstrategi, idet de begge satser på en smal målgruppe med high-end produkter til en markant højere pris end de øvrige AV producenters produkter. Denne pris skal retfærdiggøres ved totaloplevelsen i form af sublim lyd og billede pakket ind i et unikt design med en høj grad af service.

Figur 17 – Porters generiske strategier³⁴



³⁴ Exploring Strategy Ninth edition, side 199

Selvom B&O har udfordringer med indtjeningen, så vil det ikke være en reel mulighed at satse på en bredere målgruppe til en lavere pris, da B&O ikke vil kunne overleve konkurrencen grundet manglen på stordriftsfordele, sammenlignet med de mange konkurrenter, der allerede fører disse strategier.

Brancheanalyse – Porter's five forces

Figur 18 – Porter's five forces³⁵



Ved analyse af de fem elementer i Porter's five forces opnår vi et godt billede af konkurrenceintensiteten og dermed attraktiviteten for branchen, som B&O befinder sig i. For at brancheanalysen ikke skal blive for omfattende, har vi valgt at analysere på B&O's kerneforretning, som består af high-end AV produkter, inklusiv B&O Play, som i deres seneste årsrapport udgjorde ca. 80 % af omsætningen.

Nogle af udfordringerne ved anvendelse af Porter five forces er, at modellen er meget statisk, hvorfor vi i opsummeringen vil forholde os til udviklingen i branchen over de kommende 5 år, og dermed kan sammenholdes med vores budgetperiode. Derudover er vi klar over, at modellen ikke giver mulighed for "win/win" situationer mellem de enkelte elementer. Noget som B&O allerede har opnået i samarbejdet med en leverandør, i form Apple³⁶. Disse udfordringer er noget, som vi gennem analysen vil tage højde for.

Med baggrund i B&O's kerneforretning har vi valgt at definere branchen til at omfatte virksomheder, der sælger high-end Audio & Video produkter under eget brand. Udover B&O omfatter dette også deres konkurrent Loewe, der er en spiller på størrelse med B&O og som ligeledes satser unikt på design og høj kvalitet.

³⁵ <http://applyingconcepts.blogspot.dk/2011/12/porters-five-forces.html>

³⁶ <http://www.bang-olufsen.com>

Konkurrenceintensiteten i branchen

AV branchen er generelt kendetegnet ved en meget høj konkurrenceintensitet, hvilket også fremgår af de mange virksomheder, der som nogen af verdens største koncerner konkurrerer om kundernes gunst.

Fra et overordnet plan varierer de enkelte producenters produkter i mindre grad fra hinanden, da de bygger på de samme teknologier. Årsagen til den høje konkurrenceintensitet, er bl.a. det gigantiske marked for elektronikprodukter, hvor de 10 største elektrikselskaber tilsammen omsatte for ca. 1.143 mia. kr. i 2012.³⁷

For high-end producenterne i AV branchen er konkurrenceintensiteten mindre grundet kravet om et stærkt brand og produkter, der indeholder den nyeste teknologi kombineret med et unikt design og optimal brugervenlighed. Derfor er der få konkurrenter, men det er ikke ensbetydende med et ”tag selv bord”, da producenterne er presset af et faldende marked og konkurrencen fra substituerende produkter.

Særligt det europæiske marked er ramt af faldende forbrug og økonomisk usikkerhed hos forbrugerne, hvor nyt high-end AV udstyr ikke har højeste prioritet. Dette kan også aflæses af B&O's og Loewe's seneste regnskaber³⁸, der i disse år har meget svært ved at fremvise en tilfredsstillende indtjening. Dertil skal tillægges de øvrige producenters konstante udvikling af tyndere og smartere design, som betyder, at forskellen på design fra B&O og Loewe til de øvrige brands er blevet mindre henover årene. For at fastholde forskellen mellem high-end producenterne og de øvrige konkurrenter er de nødsaget til at tilføre yderligere værdi, således forbrugerne forsat vil betale merprisen for B&O's og Loewe's produkter.

Potentielle indtrængere

Det er om end ikke umuligt så i hvert fald meget svært for en ny spiller at træde ind i denne branche, hvor et stærkt brand og et unikt design kombineret med den bedste teknologi er af afgørende betydning for kunne gøre sig gældende. Dette viser måske også, hvorfor der er så få brands i denne prisklasse, hvis samlede salg også udgør en mikroskopisk andel af det samlede AV marked. Ydermere er det en

³⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_the_largest_information_technology_companies

³⁸ <http://corporate.loewe.tv/dk/company/investor-relations/ir-update/irad-hoc-releases/irad-hoc-releases.html>

branche, der er præget af hurtigt-skiftende teknologi, som ligeledes kræver store ressourcer til udvikling og løbende lancering af nye produkter.

Indtil videre er de store AV-producenter ikke trådt ind i branchen for high-end, men hvis det på et tidspunkt bliver en indbringende forretning, ligger der en potentiel risiko herfor. Det vurderes at AV-producenter som f.eks. Samsung og Sony har de økonomiske ressourcer og brandværdi til at kunne indtræde i branchen, evt. med et subbrand og konkurrere mod Loewe og B&O. Dette har indtil videre ikke været tilfældet og med faldende omsætning for branchen, vurderes det heller ikke sandsynligt, at det vil ske inden for en kortere årrække.

Der har i det seneste år floreret rygter om, at Apple vil købe det Loewe, men i forhold til de øvrige AV-producenter vil en Apple på AV markeder være ekstra kritisk for B&O, da Apple selv har designet, men mangler teknologien, og de vil kunne tilføre de økonomiske muskler, som Loewe ikke har. Derudover vurderer vi, at Apple, som er et af verdens stærkeste brands³⁹, vil kunne tiltrække mange af de nuværende og kommende B&O kunder. Særligt de yngre, der køber B&O Play produkter, vil risikere at forsvinde til fordel for Apples eventuelle AV produkter. Aktuelt har Apple og B&O et tæt samarbejde, hvor B&O producerer flere produkter indenfor B&O Play serien, der er tilpasset Apples produkter, og som ligeledes sælges i Apple butikker i Europa og USA. Så længe det kun er spredte rygter omkring Apples potentielle opkøb af Loewe, anses den potentielle trussel fra nye konkurrenter i AV branchen som lav.

Købernes forhandlingsstyrke

B&O sælger deres produkter gennem egne butikker eller forhandlere. Køberne består typisk af franchisetager eller privatpersoner og i enkeltstående tilfælde hoteller og lign. Generelt er købernes forhandlingsstyrke overfor B&O meget begrænset, dog vil hoteller som aftager et større antal produkter formodes at have en bedre forhandlingsstyrke.

B&O skal med sine klassiske AV produkter ikke konkurrere på prisen, men merprisen har trods alt vist sig at være for høj, sammenlignet med de mulige alternativer fra andre mainstream brands. For at

³⁹ <http://www.business.dk/detailhandel/coca-cola-sidder-sikkert-paa-tronen-stadig-verdens-bedste-brand>

imødekomme dette har B&O et stort fokus på at øge merværdien, særligt indenfor lyd og akustik samt komme kunderne i møde på prisen ved lancering af deres subbrand; B&O Play.

B&O har med deres nye samarbejdspartner og aktionær i Kina fået en ny forhandler med 53 butikker, som vil aftage markant flere produkter end de øvrige forhandler. Derfor må det også forventes, at prisen til Sparkle Roll er en anden, og B&O's avance derfor vil blive mindre på salget i Kina. Det samme scenarie forventer vi også ved mulige fremtidige samarbejdspartner i de øvrige BRIK-lande og USA. Grundet en markant omsætningsvækst ved et sådant partnerskab er det naturligvis interessant for B&O, selvom det reducerer avancen.

Leverandørers forhandlingsstyrke

B&O har løbende reduceret deres produktion og i stedet indkøbes der en lang række produktrelaterede delkomponenter og halvfabrikata hos forskellige leverandører, som indgår i virksomhedens AV produkter. De indkøbte komponenter bliver kombineret med B&O's egenproducerede ICEpower lydsystemer for derigennem at opnå en optimal sammensætning af billede og lyd i et unikt design.

Det betyder også, at B&O opererer meget anderledes end deres største konkurrenter i branchen, som selv står for produktion og udvikling af komponenter. Med B&O's omsætning skulle deres forhandlingsstyrke, som udgangspunkt være begrænset. Men B&O har den fordel, at de er uafhængige af den enkelte producent, og det derfor ikke vil være kritisk at skulle udskifte en leverandør for at opnå den bedste kvalitet til laveste pris. Derudover kan der argumenteres for, at de mulige leverandører ser B&O som en attraktiv kunde, da man som leverandør til B&O automatisk får stemplet "best in class".

Substituerende produkter

Efter et konstant stigende fjernsynssalg blev der i 2012 for første gang i over et årti solgt færre fjernsyn end året før, da salget faldt med 6,3 % til 238,5 mio. stk.⁴⁰ Dette er naturligvis fortsat et meget højt tal, men siger noget om et mættet marked, og hvor særligt Europa lider under svære makroøkonomiske forhold.

⁴⁰ <http://www.digitaltveurope.net/43091/global-tv-shipments-fall-for-first-time-in-10-years/>

Af substituerende produkter findes projektoren, der sælger mindre end 5 % af det totale salg af fjernsyn, hvorfor det ikke på sigt vurderes til at have en reel effekt på branchen⁴¹. Af øvrige substituerende produkter som på sigt, kan udgøre en mindre trussel overfor salget af fjernsyn, er TV udbydernes mulighed for at kunderne kan se TV på computere, tablets og mobiltelefoner. Produktet er fortsat i opstarten af sin produktlivscyklus, men på sigt kan det ikke udelukkes, at sådanne muligheder kan være medvirkende til at erstatte nogle TV eller udskyde et køb, da de substituerende produkter kan erstatte et TV på eksempelvis børneværelset eller soveværelset. Denne udvikling vurderes dog ikke at udgøre en trussel for salget af TV over de næste 5 år og endnu mindre for B&O's produkter, der skal dække et andet behov i high-end klassen.

Andre substituerende produkter vil være luksusgoder eksempelvis inde for møbelindustrien, da forbrugeren i nogle tilfælde vil skulle vælge mellem eksempelvis en Arne Jacobsen lænestol eller et B&O fjernsyn. Derfor betragtes andre luksusgoder også for at være et substituerende produkt, ikke på grund af funktionaliteten, men grundet at de har samme flash effekt, som produkter fra B&O.

Opsummering af Porters five forces

Nedenstående skema er en summering af Porters five forces indvirkning på AV branchen for salg af high-end AV udstyr.

Figur 19 – Porter's five forces påvirkning

Porters five forces	Indvirkning på AV branchen		
	Lav	Mellem	Høj
Konkurrence intensiteten		x	
Potentielle indtrængere	x		
Købernes forhandlingsstyrke	x		
Leverandørers forhandlingsstyrke		x	
Substituerende produkter		x	

Med en opsummering af elementerne i Porters five forces kan det generelt siges, at B&O befinder sig i en attraktiv industri, hvor indvirkningen fra de fem elementer ligger i den lave ende, og ikke forventes at rykke sig betydeligt over de kommende fem år. En af årsagerne til branchens høje attraktivitet, vurderes at være de store udfordringer for producenterne med faldende omsætning og negativ

⁴¹ <http://www.pmaresearch.com/press-releases/pma-reports-projector-market-hit-9-5-million-in-2012/>

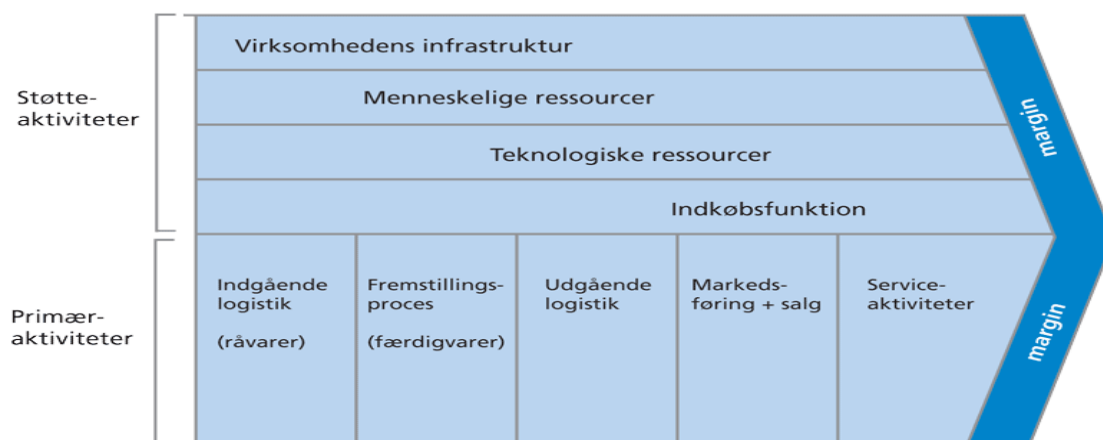
indtjening. Dette betyder mindre interesse for nye spillere og de eksisterende AV producenter, der sælger i de lavere segmenter. Særligt det europæiske marked, der som det største er nedadgående. Kombineret med udfordringer med at slå igennem i BRIK-landene mindskes nye spillers appetit for at trænge ind på dette marked. Største potentielle trussel ser vi med Apple's potentielle opkøb af Loewe, der vil give B&O endnu større udfordringer med at øge salget og indtjeningen.

Værdikæde-analyse

Ved at lave en systematisk analyse af B&O's aktiviteter er det muligt at identificere, hvor virksomheden opnår konkurrencemæssige fordele og ulemper.

Dette opnås ved at gennemgå sammenhængen mellem de aktiviteter, der skal udføres i virksomheden. Formålet med at bruge netop denne analyse er at identificere, hvor B&O tilfører mest værdi i forhold til slutbrugeren samt at finde og udvikle de aktiviteter, der tilfører produktet mest værdi ved brug af færrest mulige omkostninger.

Figur 20 – Værdikæde⁴²



Indgående logistik

Indgående logistik er i dette tilfælde både råvarer samt enkeltdele til komponenter, som B&O selv producerer. Derudover er der også tale om færdige delkomponenter, som købes fra andre producenter og samles i B&O's produkter.

⁴² <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=576>

Hvad angår råvarer til produktion af egne komponenter, så er der tale om standardvarer, hvor udbudsprisen i høj grad er styret af et effektivt marked til en relativ lille omkostning. B&O tilfører derfor uden problemer en større værdi, og har her derfor relativt let ved at skabe værdi.

For så vidt angår køb af færdige delkomponenter, så er det også her en lang række af leverandører, som bør presse prisen ned i et fornuftigt niveau. Det har ikke været muligt at få oplysninger omkring, hvem der anvendes som underleverandør på disse komponenter, men det vurderes, at flere ønsker et samarbejde med B&O, da det kvalitetsstempler den pågældende virksomhed i forhold til, at deres udvikling af produkter er af højeste kvalitet. Denne effekt skal ikke undervurderes i forhold til at få gode produkter til rimelige priser, og derfor have gode muligheder for, at tilføre en stor værdi blot ved at sætte dem i et B&O design. I forhold til at optimere dette forhold, så vurderes dette ikke, som en aktivitet, hvor der er meget mere værdi at hente, men B&O skal naturligvis være opmærksom på at få de rigtige priser i markedet.

Fremstilling / Produktion

Til trods for at B&O er en dansk virksomhed, så har man for år tilbage valgt at flytte størstedelen af produktionen, samlingen og andre personalekrævende aktiviteter til Tjekkiet (B&O s.r.o.), hvilket er gjort for at tilføre produktet den samme værdi men på en omkostningsbase, der ligger langt under, hvad den ville have gjort i Danmark.

Generelt har B&O ikke meget fremstilling og produktion tilbage, idet de fleste delkomponenter købes hos underleverandører og efterfølgende samles i hovedsageligt Tjekkiet. Med den forventede vækst i Kina kunne det på sigt overvejes at flytte produktionen og samlingen helt eller delvist til Asien for at understøtte forretningen derude og minimere transportomkostningerne samt kapitalbindingen. B&O har Europa som det primære marked, hvilket betyder at der fortsat er fordele ved at have produktionen forholdsvis tæt på Danmark, da der er visse positive effekter ved at have produktion og udvikling samlet. Der vil samtidig være en del omkostningerne ved at flytte eller etablerer produktionsfaciliteter i Asien, hvorfor vi vurderer, at det ikke vil være fordelagtigt for B&O at foretage denne ændring i vores budgettingsperiode. Derudover ser vi en risiko for at forringe B&O brandet, hvis man vælger at få produceret i Kina.

Udgående logistik

B&O er i overvejende grad en ordreproducerende virksomhed, hvilket betyder, at man i nogen grad har mindsket sin risiko i forhold til at have en stor kapitalbinding i færdigvarer. Tilbage i 2008 valgte B&O at centralise deres lagerfunktion i Herning, efter en lang årrække med decentrale lagrer på de forskellige markeder.

Med B&O's strategi for distribution, har en analyse vist sig at det har været billigere at have et centrallager i Herning og flyve sine varer til Australien, Japan og Kina. Årsagen til de billige priser for anvendelse af luftfragt til sine varer, er at der er en overflod af varer, der flyves den anden vej.⁴³

Værdien ved et færdigvarelager på de enkelte markeder kunne således ikke stå mål med den risiko og de omkostninger, der var ved den større kapitalbinding. Samtidig var lagrene betydelige, da man var nødt til at have mange forskellige komponenter på lagrene, da eksempelvis et fjernsyn som BeoVision 7 fås i 700 forskellige modeller. Derfor kræver det, at hvert enkelt lager har alle farver og enkelt komponenter, som kan tilpasses den valgte model.

Såfremt salget i Kina vokser betydeligt, forventes B&O at skulle revurdere den nuværende distributionsstrategi til anvendelse af fragtskibe, grundet den lavere fragtpriis pr. enhed ved store mængder.

Salg, marketing og service

B2C kunderne serviceres i høj grad gennem B1 butikker samt Shop in Shop butikkerne. Denne strategi vurderes at være med til at give B&O en ikke ubetydelig brand effekt og sørge for, at produktet vises i eksklusive rammer. Dette er gjort for at sælge en oplevelse og "ikke bare" et produkt. Denne salgsstrategi vurderes at være betydelig for at kunne sælge luksusgoder, som B&O må kategoriseres at være. Der er ingen tvivl om, at denne udvikling skal fortsætte, hvilket også ses i forhold til deres nuværende strategi, hvor man udelukkende vælger at sælge i B1 butikker og Shop in Shop butikker, som er underlagt helt særlige regler i forhold til at få lov til at handle med B&O's produkter. Denne proces er med til at gøre B&O endnu mere eksklusivt, da der kun kan handles i butikker, som giver en helhedsoplevelse af produkterne. Selve placeringerne af butikkerne er ligeledes eksklusive, og der er tænkt meget over den fysiske placering af butikkerne. Der er i flere byer tale om topplaceringer,

⁴³ <http://www.scm.dk/direkte-distribution-til-hele-verden>

hvilket er med til at manifestere deres brand hos forbrugerne. For blot at nævne nogle af deres placeringer, kan der nævnes Rodeo Drive i Beverly Hills, hovedgaden i Moskva samt Strøget i Danmark.

B1 butikkerne fungerer som franchise-butikker,⁴⁴ dog har B&O overtaget lukningstruet butikker og ejer butikker med strategisk vigtige placeringer. Shop in Shop konceptet fungerer mere som et samarbejde mellem butiksindehaveren og B&O, hvor forhandleren er underlagt nogle retningslinjer for at få lov til at forhandle produkterne.

Der er ingen tvivl om at denne måde at fremvise deres produkter på, giver B&O mulighed for at tage en højere pris end hvis produktet blev solgt i supermarkeder eller gennem store elektronikkæder.

B2B delen har været under markant udvikling over den seneste periode, og man har over de seneste år haft højt fokus på at udbygge Automobile forretningen. Der er over de seneste to år kommet godt gang i salget af lydsystemer til biler, og B&O forsøger hele tiden at udvide med nye modeller indenfor high-end bilmærker, såsom BMW, Audi, Aston Martin, Mercedes mv.

I forhold til de støtteaktiviteter der tilfører værdi for B&O, har vi valgt at kigge på hele den teknologiske og menneskelige ressourcer herunder deres udviklingsaktivitet.

Udviklingsafdelingen er placeret i Struer og indeholder B&O's teknologiske knowhow samt deres design afdeling, som er der, hvor B&O tilfører merværdi til produkterne og forsvarer den forholdsvis høje pris for produkterne.

Der er i B&O's nye strategi lagt vægt på, at man er nødt til at speede op i forhold til udvikling, hvis man skal forbedre deres nuværende position på markederne. Udvikling er en relativ stor omkostning for B&O, men den er også vital, da man er nødt til at have et designmæssigt og teknologisk forspring for at kunne retfærdiggøre den merpris, som produkterne koster sammenlignet med mainstream brands.

Det faktum, at udvikling og design er placeret i Struer, betyder, at denne omkostning muligvis er højere end, hvad der er nødvendigt. Det skyldes, at lønniveauet i Danmark er betydeligt højere end i eksempelvis Asien. For at kunne retfærdiggøre at bibeholde udviklingsafdelingen i Danmark skal de

⁴⁴ http://www.electronic-supply.dk/article/view/31993/antallet_af_bobutikker_falder

udviklere, der er placeret i Danmark være markant bedre end dem, der findes i andre lavtlønslande. Muligheden for at flytte udviklingen til Asien vurderes at være til stede specielt fordi, at uddannelsesniveaueet stiger kraftigt på de kanter. Derudover har man set andre store danske virksomheder have succes med at flytte deres udvikling ned til deres produktion.⁴⁵ At man ikke har valgt at flytte udviklingen til eksempelvis Asien kan have en årsag, da man ønsker at beholde B&O som et dansk brand, og derfor kan være nervøse for konsekvenserne ved at flytte det til Kina eller et andet sted i Asien. Med B&O's lange historie er der en form for samhørighed mellem Struer og B&O, hvorfor det formentlig ikke er sandsynligt, at man tager springet af egen fri vilje, men kan være tvunget til det såfremt den finansielle performance ikke forbedres.

SWOT – analyse

I SWOT skemaet nedenfor er der lavet en opsummering af vores vurdering af B&O's nuværende strategiske position i forhold til hvordan vi ser virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler. SWOT-analysen benyttes samtidig til at samle op på den strategiske analyse:

Figur 21 – SWOT⁴⁶

Styrker	Svagheder
• Ny strategiplan • B&O Play og Automotive. • Få konkurrenter i high-end AV branchen • Brand og design • Teknologi ICEpower • Samarbejde med Sparkle Roll • Handlekraftig CEO • Samarbejde med Apple	• Svag finansiell performance • Manglende salg af top produkter. • Høje udviklingsomkostninger/ tvunget innovation. • Manglende geografisk spredning • Meget konjunktur følsom • Ledelsens reaktionstid på opbremsning i salget
Muligheder	Trusler
• Samarbejdspartnere i BRIK-lande og USA • Ny teknologi – First mover • Flytning af R&D-aktiviteter til Asien • Flytning af produktion til Asien • At blive opkøbt, f.eks. af Apple eller Samsung	• Manglende vækst i Euro området • Forkortet produktlivscyklus, specielt for fjernsyn • Ændring i forbrugspsykologi • Apple køber Loewe⁴⁷ • Substituerende produkter

⁴⁵ Udvikling flytter med produktion til Kina, Børsen d 8 april 2013. Af Ursula Taylor Rechnagel

⁴⁶ Exploring Strategy Ninth Edition, side 106-108

⁴⁷ <http://www.b.dk/tech/apple-lun-paa-bo-konkurrent>

Delkonklusion på den strategiske analyse

B&O koncernen har gennem nogle år været hårdt ramt på deres indtjening, hvilket sammenholdt med deres centrering af salg i Europa har gjort dem særligt sårbare i forhold til konjunktursvingninger, da Europa har oplevet en markant nedgang i væksten, så er B&O også blevet påvirket, og de har derfor lagt en strategi for at komme ud af det dødvande, som de er havnet i.

Her anser vi deres nye strategi for at være den rigtige strategi, som dog er noget optimistisk, men der er mange af de rigtige tiltag, både i forhold til at reducere deres risiko overfor væksten i Europa samt at øge innovationen. Deres nye samarbejdspartner i Kina; Sparkle Roll vurderes at have stærke perspektiver i forhold til både at minimere risikoen samt give B&O adgang til et marked i vækst og med stor fokus på luksusbrand. De har som tidligere nævnt været på det kinesiske marked, men med Sparkle Roll som samarbejdspartner og aktionær i B&O, så ser et gennembrud mere realistisk ud.

Af stærke sider kan fremhæves B&O's samarbejde med Apple, som i dag er et af verdens stærkeste brands, og har potentiale til at blive en vækstdriver, såfremt Apple samarbejdet løbende bliver udvidet.

Af svage sider vil vi fremhæve B&O's manglende evne til at agere i forhold til opbremsning af salget i Danmark og Europa. De er nu to gange inde for en relativ kort årrække blevet overrasket over en opbremsning i salget, hvilket i begge tilfælde har betydet store tab på driften. Dette vurderes at være meget kritisk i forhold til deres fremtidige virke som virksomhed, og har svækket investors tiltro til ledelsens styring af virksomheden.

Kigger vi på, hvilke muligheder der er i markedet fremover, så vurderes det partnerskabs samarbejde, som B&O har indgået med Sparkle Roll at være den gangbare fremgangsmåde i forhold til at udnytte det salgspotentiale der ligger i BRIK-landene og USA. Såfremt samarbejdet i Kina bliver en succes, kan B&O med fordel anvende samme model med og uden ejerskab til at vækste i de øvrige BRIK-lande samt USA.

Ser vi på virksomhedens omkostningsside, så er der et muligt potentiale i at flytte produktion og udvikling til Asien, da omkostningerne derude er mindre end i Danmark og Tjekkiet. Der er allerede

eksempler på, at danske virksomheder flytter deres udvikling med produktion til Asien, men man skal naturligvis passe på med ikke at miste det teknologiske forspring, som man har i øjeblikket, samt risiko for tab af brandværdi. Det kan derfor være forbundet med stor risiko, at flytte udviklingsafdelingen til Asien.

Den helt store trussel vurderes at være, at en spiller som Apple køber Loewe, som vurderes at være en af de største konkurrenter på markedet. Det ville give Loewe en finansiell power til at udvikle deres teknologi, og derved muligvis overhale B&O på både brand, teknologi og muligvis også på design. Som tidligere nævnt i PEST-analysen vil en yderligere forværring i forbrugsadfærden anses som en betydelig trussel, da det vil have en negativ effekt på koncernens omsætning.

Evaluering af B&O's strategi

Med B&O's nye strategi fra august 2011, "Leaner, Faster, Stronger" som er beskrevet tidligere i opgaven, holder B&O fast i strategien om differentieringsfokusering med deres seks "must-win battles" samt CEO; Tue Mantoni's gentagne udtalelser om, at B&O ikke skal konkurrere på prisen, men levere produkter der skaber betydelige merværdi for kunderne.

Ved brug af de tre evalueringskriterier, Suitability, Acceptability & Feasibility vil vi vurdere, hvorvidt B&O nuværende strategi er den rette.

Ved suitability indgår de strategiske overvejelser for, hvor virksomheden foretager de nødvendige analyser f.eks. PEST, five forces mv. for at finde den rette strategi, der udnytter mulighederne i omverdenen og kapitalisere virksomhedens styrker og svagheder, samt afhjælper dens svagheder. Som nævnt under afgrænsningen vil der ikke blive evalueret på dette kriterium, da strategien allerede er lanceret.

Til at evaluere, hvorvidt strategien er acceptabel for B&O's interessenter, anvender vi de tre R'er, Return, Risiko og Reaktion.

Med flere udfordrende år uden den store resultatmæssige succes var det ikke overraskende, at den tidligere strategi "Pole Position" fra oktober 2008, der ligeledes var fremlagt af den tidligere CEO, stod for en udskiftning. Det er derfor vores vurdering, at interessenterne herunder aktionærer, medarbejdere

og kunder er positivt indstillet overfor den nye strategi. Strategiplanen skal medvirke til igen at få B&O ind på vækstsporet, hvilket kan gennemføres uden yderligere kapital fra aktionærerne, hvorved vurderes risikoen også tilfredsstillende.

Direktionen har i forbindelse med fremlægning af strategiplanen ikke fremlagt yderligere finansiell information i form af budgetter, investeringsbehov mv. om, hvordan de finansielle mål skal indfries, og ej heller hvorvidt væksten vil kræve yderligere kapital fra aktionærerne. Med strategiplanens udmeldte EBIT-margin på 12 %, der ikke er set siden rekord året 2006/07, og som er tre gange højere end det seneste regnskab, vurderes Return og dermed afkastet i særdeleshed at kunne tilfredsstille aktionærerne og øvrige interessenter.

Til vurdering af, hvorvidt strategien er feasibility altså gennemførbart, har B&O allerede 1½ år senere vist, at der er sket forbedringer indenfor alle seks ”must-win battles” med særligt lanceringen af B&O Play og yderligere styrkelse af Automotive salget. Optimering af distributionen og vækst i BRIK-landene har været mere udfordrende end forventet, og for at rette op på det har direktionen gjort nye tiltag i form af samarbejdet i Kina med Sparke Roll. Distributionen er blevet optimeret ved nedlukning af 80 ud af 125 butikker over de seneste 3 måneder for derigennem at fokusere på de mest produktive butikker. Dette viser for os, at B&O har de fornødne ressourcer og kompetencer til implementering af strategiens ”must-win battles”. Derimod er der noget større usikkerhed omkring den finansielle del af strategien, som i det første år viste gode takter med forbedring af de finansielle nøgletal. Med lancering af B&O Play samt øget omsætning i Automotive var der en forventning om yderligere stigning i omsætningen og indtjening, som er nødvendig for at kunne indfri direktionens finansielle mål.

Dette har med de seneste kvartalsrapporter langt fra vist sig at være tilfældet, med udmeldingen om et forventet faldt i omsætningen for indeværende regnskabsår til 2.800 – 2.900 mio. kr. samt et negativt EBIT i størrelsesorden 150 – 200 mio. kr. Dette har sammenholdt med manglende opfyldelse af de to ovennævnte mål i strategien, gjort at B&O har forlænget indfrielse af strategien fra fem til seks år.

Med baggrund i nuværende markedsbetingelser samt forventningerne til væksten, sammenholdt med B&O’s seneste års og nuværende finansielle performance, der afviger kraftigt fra målet vurderer vi ikke, at B&O vil kunne opfylde den finansielle del af strategien og dermed er strategien ikke gennemførbart.

Regnskabs- og nøgletalsanalyse

Vi vil i det næste afsnit kommentere på B&O's regnskabsmæssige performance fra 2007/2008 og frem til seneste årsrapport pr. 31. maj 2012. Der laves også en overordnet kommentering af 3. kvartalsrapport pr. 28. februar 2013, men ikke en endelig analyse.

Regnskabsanalysen gennemføres med baggrund i B&O's offentlige tilgængelige Årsrapporter.

Regnskabsanalysen skal sammen med den strategiske analyse give et billede af B&O's position og situation samt danne grundlag for den senere budgettering.

Regnskabspraksis

Formålet med regnskabet er at give et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver samt virksomhedens driftsaktiviteter.

Årsregnskabet for B&O aflægges efter IRFS standard, hvilket har været tilfældet i hele perioden, hvorfor det vurderes, at kontinuiteten er tilfredsstillende. Der har heller ikke fra revisor været bemærkninger til regnskabet i perioden, som ligeledes vurderes som positivt.

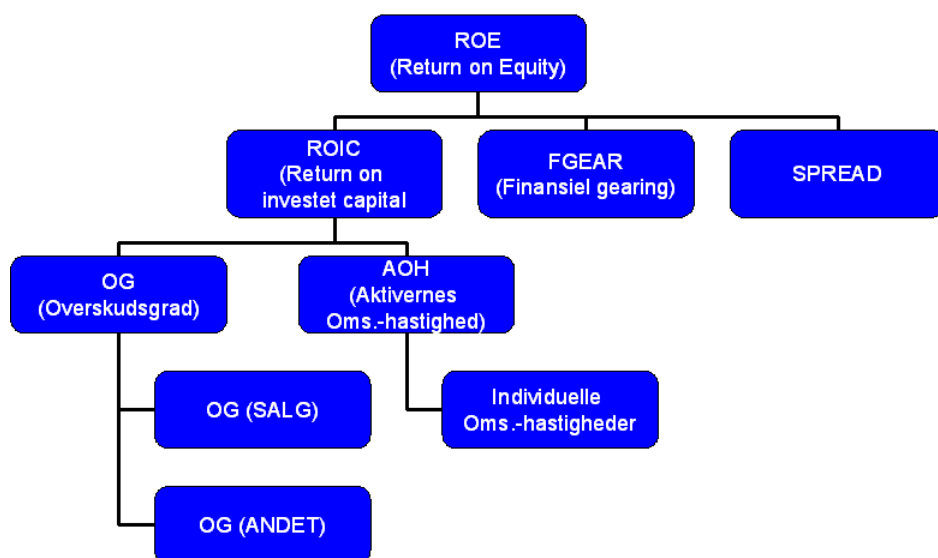
B&O har ændret informationsstruktur i årsrapporten, da man tidligere har opdelt omsætning pr. land, hvilket i seneste årsrapport er ændret til opdeling af omsætningen i fire regioner. Der har samtidig været en ændring i forhold til, at man nu informerer per segment og ikke på enkelt produkter. B&O har yderligere skåret i informationen omkring virksomhedens historie i regnskaberne, og i stedet bruges der betydelig mere energi på den fremtidige strategi.

Detaljegraden i regnskaberne er de senere år derfor forringet noget, men der vurderes dog fortsat at være et tilfredsstillende grundlag for at kunne foretage en finansiell analyse.

Analyse

Med udgangspunkt i DuPont-modellen foretages der en analyse af B&O's regnskabsmæssige performance. Regnskabsanalysen skal vise hvor stort et afkast, der skabes til ejerne i form af egenkapitalforrentningen (ROE). DuPont-modellens ombygning gør, at det er muligt, at se hvor der skabes værdi til ejerne, herunder hvad der skal forbedres for at opnå en bedre egenkapitalforrentning. Modellen er delt op i to, hvor venstresiden analyserer på driftsaktiviteter og højresiden på de finansielle aktiviteter.

Figur 22 – DuPont-modellen⁴⁸



Reformulering af regnskab

Hovedformålet med at reformulere regnskabet er at finde frem til driverne bag egenkapitalforrentningen og væksten i forhold til den kommende budgettering og værdiansættelse. Driverne vil blive analyseret i den efterfølgende nøgletalsanalyse. Udover en reformulering af resultatopgørelsen og balancen foretages normalt også en reformulering af egenkapitalopgørelsen, men med baggrund i B&O's valgte regnskabspraksis; IFRS hvor totalindkomstopgørelsen er et krav, er denne proces således allerede foretaget.

⁴⁸ Financial Statement Analysis and Security Valuation, Fifth Edition, Side 374

Reformulering af resultatopgørelsen

Årsagen til, at man vælger at foretage en reformulering af resultatopgørelsen, er at udskille driftsaktiviteter fra de finansielle aktiviteter og derved skabe et tydeligere billede af, hvor værdien i driften skabes. Herved opnås en tydeligere sondring mellem, hvad der tilfører værdi til koncernen, og hvor den skabes, hvilket ud fra et investorsynspunkt er væsentligt. Det er væsentligt at udskille den primære drift, da det fortæller os, hvilke pengestrømme der genereres i koncernen og derved også hvilken værditilvækst, der er i koncernen. Finansieringsaktiviteterne udgør sammen med den primære drift totalindkomsten, og er derfor ligeledes interessant.

Totalindkomsten er som nævnt interessant, da den viser den værdiregulering, der har været i koncernen i perioden, og er dermed med til at vise, hvordan egenkapitalen har udviklet sig i perioden.

Det vil være muligt at ”skjule” omkostninger eller tab på balancen, hvis der ikke foretages en reformulering. Der er her tale om de såkaldte ”Dirty Surplus”, som man kan skjule i balancen, såfremt man ikke laver en reformulering.

Typisk vil der være tale om egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaber samt regulering af finansielle instrumenter til dagsværdi, hvilket kan variere fra år til år, og som ikke har nogen indvirkning på den primære drift. Derfor elimineres/korrigeres der for disse poster i en reformuleret resultatopgørelse, hvilket gøres med baggrund i at have et så stabilt sammenligningsgrundlag som muligt.

Reformulering af balancen

Det er med baggrund i samme problemstilling som ved reformulering af resultatopgørelsen, at der foretages en reformulering af balancen. Der er endnu engang tale om at sondre mellem driftsaktiviteter og de finansielle aktiviteter.

Der reformuleres som tidligere nævnt for at få udskilt de driftsmæssige investeringer, således man kan vurdere, hvad driftsaktiverne genererer af værdi.

Der er poster i reformuleringen, som har visse usikkerhedselementer i sig, da nogle af vores poster er skønsmæssige opdelt. Her tænkes der eksempelvis på den likvide beholdning, som i et vist omfang er et

driftsaktiv men også et finansielt aktiv.

Vi har ikke den fulde indsigt i, hvor meget der er driftslikviditet, og der må derfor anvendes en skønsmæssig vurdering af dette. Vi tager udgangspunkt i, at den likvide beholdning svarende til 1 % af omsætningen er at betragte som driftsmæssig likviditet. Den resterende del af likviditeten i balancen reformuleres som værende et finansielt aktiv.

Investeringssejendomme er en anden postering, som kan være tvetydig, da der umiddelbart er tale om et finansielt aktiv, som ville skulle kategoriseres herefter i reformuleringen. Ejendommene har dog til formål at danne rammen for koncernens administration, produktion og lager, hvorfor der er en stærk forbindelse til driften af virksomheden. Vi har med baggrund i dette valgt at postere dette som et driftsaktiv.

Ligeledes er der en sondring mellem virksomhedens forpligtelser, hvorvidt de relaterer sig til drifts- eller finansieringsaktiviteten. Eksempelvis relaterer leverandørgæld sig til køb af varer til driften og kan derfor kategoriseres som en driftsforpligtelse.

Passiver opdeles derudover i finansielle passiver under kort og langfristet gæld, således får vi et overblik over koncernens finansieringsstruktur, herunder ligger der en vurdering af finansieringssammensætningen i forhold til aktivernes løbetid. Der skal helst være en rimelig sammenhæng mellem længden på finansiering og aktivernes løbetid. Hvis dele af anlægsaktiverne med længere afskrivningsperioder eksempelvis er finansieret med en kortfristet bankgæld, så kan der komme uhensigtsmæssigheder i forhold til en bank, der trækker den korte finansiering, således vil B&O kunne blive betydelig presset på deres likviditet.

Denne problemstilling skal der tages højde for også i forhold til, at investor ser på, hvordan deres likviditetsberedskab er, og hvordan sammenhængen er mellem kort og lang finansiering.

Nøgletalsanalyse

Til nøgletalsanalysen anvendes DuPont-modellen, hvor der tages udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse samt den reformulerede balance. Der vil være kommentarer til perioderegnskabet,

hvor det giver mening at kommentere på denne.

Overskudsgrad

Overskudsgraden analyserer, hvor stor en del af omsætningen, der realiseres som indtjening, og den viser dermed virksomhedens evne til at skabe overskud pr. omsætningskrone. Overskudsgraden er således en værdidriver for, hvor god virksomheden er til at realisere overskud ud fra en given omsætning. Drivere i forhold til overskudsgraden viser os, hvilke omkostninger der påvirker i positiv eller negativ retning.

Overskudsgrad (OG)	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	periode resultat 28.02.2013
Driftsoverskud i alt efter skat	135	-377,3	-16	50,5	99,8	-109,5
Netto omsætning	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7	2074
OG	3,30	- 13,53	- 0,58	1,76	3,32	- 5,28
Drivere til OG						
Produktionsomk./omsætning	54%	60%	61%	60%	60%	60%
udviklingsomk./omsætning	10%	13%	17%	12%	11%	17%
distribution og markedsføring/ omsætning	25%	33%	26%	23%	22%	27%
Administration omk. / omsætning	4%	4%	3%	4%	3%	3%

Skemaet ovenfor viser udviklingen i OG over de seneste fem år, og viser samtidig hvordan driverne udvikler sig i perioden. OG har i to af de seneste fem år været negativ, hvilket viser os, at koncernen har været inde i en meget udfordrende periode. Overskudsgraden har siden katastrofeåret 2008/09 været stigende og skabt forventninger om, at B&O er på rette vej med en fortsat forbedring af OG, og ikke mindst med baggrund i ledelsens udmeldinger.

Den positive tendens er brat blevet stoppet med offentliggørelse af perioderesultatet for 3. kvartal 2012/13 samt ledelsens forventninger til hele året om et negativt EBIT på 150 – 200 mio. kr.. OG er i 3. kvartal negativt påvirket af engangsomkostninger til omlægning af distributionen samt tab i omsætningen, som for hele året forventes at udgøre ca. 200 mio. kr.⁴⁹

Niveauet for overskudsgraden har i hele perioden været meget utilfredsstillende og der er som nævnt flere år med negativ OG. 2008/09 var det værste år, hvor der realiseres et negativt driftsoverskud på 13,53 kr. pr. 100 kr. i omsætning.

⁴⁹ B&O 3. kvartals regnskab 2012/13

Ser vi på de drivere der trækker OG, så kan vi se at produktionsomkostningerne i forhold til omsætningen ligger nogenlunde stabilt omkring 60 %. Der er dog tilbage i 2007/08 et bedre niveau, hvilket kunne betyde, at man i dette regnskabsår har haft stordriftsfordele, som man ikke kan opnå ved den nuværende omsætning. Omsætningen i 2007/08 ligger på 4.092 mio. kr., og for de øvrige år ligger omsætningen på mellem 2.761 - 3.008 mio. kr. Derfor vurderes det af væsentlighed, at der realiseres en højere omsætning fremover for at kunne udnytte de stordriftsfordele, der umiddelbart ser ud til at være.

Udviklingsomkostningerne i forhold til omsætningen varierer markant mellem de enkelte år med bunden på 10 % i 2007/08 til toppen på 17 % i 2009/10. Dette skyldes, at B&O med en faldende omsætning ikke har mulighed for at tilpasse udviklingsomkostningerne til samme niveau, da udviklingen af nye innovative produkter er nøglen til igen at øge omsætningen.

Distributions- og markedsføringsomkostningerne er faldende fra 33 % i 2008/09, hvor der var nogle store engangsomkostninger til omlægning af distributionen. Den har været faldende til et bedre niveau, som i 2011/12 lå på 22 %, hvilket er en positiv udvikling med baggrund i deres ”gamle” strategi ”Pole Position”, som havde meget fokus på omkostninger.

Distributions- og markedsføringsomkostningerne for 3. kvartal 2012/13 er steget til 27 %, hvilket igen relaterer sig til B&O’s omstrukturering af distributionen i Kina og reducere af B1 butikker, som har været en dyr post for B&O. Det ses meget tydeligt på deres OG, når der laves omstruktureringer i distributionen, og det har kostet betydeligt i både 2008/09 og i indeværende regnskabsår.

Nettoaktivernes omsætningshastighed

Nettoaktivernes omsætningshastighed viser forholdet mellem kapitalbindinger og omsætningen. Det viser med andre ord virksomhedens evne til at skabe salg/omsætning ud fra dennes nettoaktiver. Man skal være opmærksom på, at en for høj AOH set i forhold til virksomheder i samme branche, kan betyde at virksomheden ikke investerer nok i sit kapitalapparat. Ligeledes kan en lav AOH i forhold til sammenlignelige virksomheder, betyde at man ikke er kapitaleffektive nok.

Netto aktivernes omsætningshastighed AOH	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
Nettoomsætning	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1.838,94	1.768,71	1.643,16	1.633,69	1.778,77
AOH	2,23	1,58	1,68	1,75	1,69
Drive til AOH					
Oms./færdige udv projekter	18,70	13,91	11,09	14,96	10,13
Oms./udv.projekter u/udf.	36,37	19,19	17,87	8,90	8,87
Oms./grunde og bygninger	14,9	10,3	11,5	12,6	14,3
Oms./prod.anl. Og maskiner	18,4	12,2	13,2	17,5	20,7
Oms./varebeholdning	5,1	4,7	4,9	5,1	4,5
Oms./tilgodehavende fra salg	6,9	6,8	6,6	7,9	5,6

En stor del af faldet i AOH fra 2007/08 til 2008/09 skyldes finanskrisen, som medførte en kraftig opbremsning i privatforbruget, hvor omsætningen faldt fra 4.092 mio. kr., til 2.789 mio. kr. Niveauet for AOH ligger i resten af perioden relativt stabilt mellem 1,58 – 1,75 gange, hvilket anses for at være et relativt lavt niveau set i forhold til mange andre brancher.⁵⁰ Årsagen til det relativt lave niveau er, at der er tale om en udviklingstung virksomhed, som derfor binder en betydelig kapital i udviklingsprojekter.

Aktivmassen svinger med ca. 130 mio. kr. i perioden, og omsætningen falder fra 4.092 mio. kr. i 2007/08 til 2.743 mio. kr. i 2009/10, hvorefter den er svagt stigende til 3.008 mio. kr. i 2011/12. Modsat varebeholdning og tilgodehavende fra salg, som løbende er blevet tilpasset den svingende omsætning, så har den samlede post for udviklingsprojekter været stigende i hele perioden, hvilket forklarer det markante fald for denne driver.

For grunde, bygninger, produktionsanlæg og maskiner er driveren siden 2008/09 blevet forbedret, hvilket skyldes en kombination af stigende omsætning og faldende saldo. Dermed har B&O ikke reinvesteret i samme takt, som der er afskrevet, hvilket formentligt skyldes en løbende reduktion af produktionsafdelingen.

Tilgodehavende fra salg i forhold til omsætning er faldende i hele perioden med det laveste punkt på 5,6 i det seneste regnskabsår. Dette viser, at der forsat er udfordringer med at tilpasse tilgodehavende fra salget til omsætningen, hvilket også er en af hovedårsagerne til den faldende AOH i de seneste par år.

⁵⁰ <http://www.d-e-s.dk/Arrangementer/bilag/24052012AS.pdf>

Varebeholdningen ligger stabilt i forhold til omsætningen i hele perioden, hvilket har været B&O's helt store fokus i de seneste mange år. Der ligger naturligvis også en stabilitet i det faktum, at B&O i overvejende grad er ordreproducerende, hvorfor der heller ikke er så store udsving i denne driver.

Afkastningsgraden (ROIC/Return on Invested Capital)

Afkastningsgraden viser B&O's lønsomhed i forhold til deres nettodriftsaktiver, hvor OG viste os lønsomheden i forhold til omsætningen, er der her tale om afkastet på virksomhedens nettodriftsaktiver. Derfor ønsker aktionærer og interessenter en så høj ROIC som mulig, da det betyder, at de får et højere afkast på den investerede kapital.

Return on invested capital (ROIC)	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
Driftsoverskud i alt efter skat	135	-377,3	-16	50,5	99,8
Gennemsnitlige Nettodriftsaktiver	1.838,94	1.768,71	1.643,16	1.633,69	1.778,77
ROIC	7,3%	-21,3%	-1,0%	3,1%	5,6%

Afkastningsgraden kan findes ved at gange OG med AOH, hvorfor der ikke er listet drivere op i denne tabel, da driverne er gennemgået i det overstående.

Der er flere måder at vurdere ROIC på, men et normalt vurderingskriterier er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, som også er kendt som WACC. Årsagen til at netop dette bruges til at vurdere niveauet for ROIC, er at WACC er et udtryk for ejerkredsens og långivers vægtede afkastkrav til virksomheden. Ligger niveauet for ROIC højere end WACC, så vil det betyde at både ejerkredsen og långiver imødekommes med deres afkastkrav til virksomheden, hvorved der skabes et merafkast til ejerne, og man må antage at niveauet er tilfredsstillende.

Ser vi på niveauerne ovenfor, så er der ingen tvivl om, at B&O i perioden har leveret et meget utilfredsstillende afkast. De seneste to regnskabsår har der været en stigende trend, hvor der er skabt positive afkast. Men med ledelsens seneste udmeldinger om et underskud for regnskabsåret 2012/13 bliver denne trend afbrudt.

Finansiell gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing måler forholdet mellem egenkapital og de nettofinansielle forpligtelser, og benyttes til at se påvirkning af ROE. Nøgletallet er dermed et udtryk for i hvor høj grad, virksomheden er finansieret via fremmedkapital set i forhold til egenkapitalen. Alt efter om SPREAD er positiv eller negativ, vil finansiell gearing bidrage i samme retning som SPREAD til ROE.

Finansiell Gearing (FGEAR)	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
Gennemsnitlige netto finansielle forpligtelser	256,09	268,46	136,71	116,44	196,62
Gennemsnitlig egenkapital	1.573,80	1.493,05	1.504,55	1.516,20	1.581,85
FGEAR	0,16	0,18	0,09	0,08	0,12
Drive til FGEAR					
Likvide beholdning fratrukket driftslikviditet	- 66,18	- 230,21	- 225,99	- 160,43	- 129,02
Langfristede forpligtelser til real og kreditinstitutter	244,20	236,80	230,40	225,90	219,50
Kortfristede forpligtelser til real og kreditinstitutter	144,00	128,30	95,60	-	150,00
Samlede forplig. Til real og kreditinstitutter	388,20	365,10	326,00	225,90	369,50
Index samlede forpligtelser til real og kreditinstitutter	100,00	94,05	83,98	58,19	95,18

Den finansielle gearing har i perioden svinget mellem 0,08 og 0,18, hvilket må betegnes som et meget lavt gearings niveau. Set udefra ser ud til, at det har været et bevidst valg af direktionen, som foretog en aktieemission tilbage i april 2009, hvilket ellers ville have øget den finansielle gearing markant. Dette må tages som et tegn på, at B&O i videst mulig udstrækning vil være uafhængig af andre finansieringskilder, og dermed selv kan bestemme. I og med B&O er en konjunkturfølsom virksomhed, virker det som fornuftigt at opretholde den finansielle gearing i den lave ende.

De seneste negative udmeldinger på forventningerne til resultatet for regnskabsåret 2012/13 vil påvirke egenkapitalen negativt og forventeligt øge trækket hos kreditgiverne, som det også ses i den seneste kvartalsrapport. Dermed vil den finansielle gearing alt andet lige stige, selvom den i nogen grad vil blive modsvaret af aktieemissionen til B&O's nye kinesiske samarbejdspartner, der tilførte virksomheden ca. 177 mio. kr. i oktober 2012.

SPREAD

SPREAD er et udtryk for spændet mellem ROIC og renten, som sammen med FGEAR er driverne bag størrelsen af ROE.

SPREAD er et tveægget nøgletal, idet et positivt SPREAD vil øge virksomhedens værdi ved samtidig

at øge den finansielle gearing, FGREAR. Omvendt vil et negativt SPREAD destruerer virksomhedens værdi.

SPREAD	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
ROIC	7,3%	-21,3%	-1,0%	3,1%	5,6%
r (NFO/NFF)	8,7%	8,3%	5,0%	12,8%	6,1%
SPREAD	-1,4%	-29,7%	-6,0%	-9,7%	-0,5%

SPREAD har været svingende i hele perioden og siden katastrofeåret 2008/09 været negativ, hvilket betyder, at B&O destruerer virksomhedens egen værdi. Den primære årsag til det negative SPREAD skal findes i en utilfredsstillende ROIC, idet B&O ikke har formået at tjene tilstrækkeligt på den investerede kapital, som kan opveje finansieringsomkostningerne i form af renten.

Med et negativ SPREAD er det fornuftigt, at B&O i hele perioden har holdt den finansielle gearing; FGEAR på et meget lavt niveau, som er formået ved at tilføre virksomheden kapital i form af en aktieemission. Dermed er påvirkningen af et negativt SPREAD også begrænset.

ROE – (Return on Equity)

Egenkapitalforretningen; ROE viser afkastet målt i forhold til virksomhedens egenkapital og dermed den samlede rentabilitet på aktionærernes investering.

I beregningen af ROE anvendes totalindkomst, da man herved får den totale værdiforøgelse i virksomheden for den givne periode. Investorerne kan derfor anvende ROE-nøgletallet i direkte sammenligning med alternative investeringer, der har samme risiko. Dette er også årsagen til, at ROE er af de mest anvendte nøgletal.

Return on Equity (ROE)	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012
Totalindkomst	112,7	-399,7	-25,6	35,6	87,7
Gennemsnitlig Egenkapital	1582,9	1500,3	1506,5	1517,3	1582,2
ROE	7,1%	-26,6%	-1,7%	2,3%	5,5%

ROE er toppen af Dupont-pyramiden, hvorfor nøgletallet er en total af alle de øvrige værdidrivere i modellen, og derfor viser samme store udsving i perioden.

B&O's egenkapitalforretning spænder således fra en positiv forretning på 7,1 % i 2007/08, som var det sidste regnskabsår inden finanskrisen, for året efter at falde til minus 26,6 %.

Vi vil senere se på afkastkravet til en investering i B&O, men der er ingen tvivl om, at selv for periodens bedste år ligger egenkapitalforretningen på et lavt niveau, og for den samlede periode er det naturligvis ikke tilfredsstillende for aktionærene med et så lavt afkast på deres investering.

Sammenfatning af regnskabs- og nøgletalsanalysen

Ved analysing af B&O's nøgletal ud fra Dupont-modellen, kan vi konkludere at der i hele perioden har været en stor spredning på nøgletallene og ikke overraskende med et negativt fortegn i flere af regnskabsårene.

Nøgletallene for 2007/08 er de mest positive, hvilket hænger sammen med at B&O i dette regnskabsår opnåede den højeste indtjeningsevne i analyseperioden. Dette giver også udslag i en ROIC på 7,3 % for 2007/08, der som det eneste år vurderes tilfredsstillende.

Ud fra regnskabsanalysen kan vi udlede at B&O har høje faste omkostninger til markedsføring og ikke mindst udvikling, hvilket tynger overskuddet og nøgletallene, særligt når omsætningen falder.

Efter lavpunktet i 2008/09 og frem til regnskabet 2011/12 har der været en positiv udvikling i både omsætning og indtjening, som vurderes at være på et lavt niveau, men som beregningen af OG for de første 9 måneder af indeværende regnskabsår viser, så har den manglende omsætning og indtjening påvirket overskudsgraden negativt, hvilket ud fra ledelsens udmeldinger kun forventes forværret, når resultatet for hele året foreligger. Dette vil naturligvis også presse de øvrige nøgletal, hvorved ROE og ROIC igen bliver negative.

Med kun et enkelt tilfredsstillende år er den overordnede sammenfatning af nøgletallene for B&O, at nøgletallene har været særdeles utilfredsstillende igennem hele analyseperioden.

Kapitalstruktur

B&O's kapitalstruktur i forhold til langfristet og kortfristet gæld kontra aktiver med kort og lang levetid skal ligeledes have et fornuftigt niveau i forhold til hinanden. Ved analysing af B&O's seneste regnskab kan det konstateres, at B&O har en fornuftig fordeling mellem omsætningsaktiver/kort gæld

kontra anlægsaktiver/lang gæld. Det skyldes bl.a. den store egenkapitalsandel, samt bygninger og produktionsfaciliteter, som er finansieret med langfristet lån i form af realkreditgæld. Dermed er investeringer i større anlægsaktiver ikke uhensigtsmæssigt finansieret med kort gæld. Det er vigtigt at kapitalstrukturen er fornuftig for at opretholde en tilfredsstillende likviditet i virksomheden, da en for hurtigt afvikling af lange aktiver kan medføre likviditetsudfordringer for en ellers overskudsgivende virksomhed.

Nøgletal - Finansielle covenants

Udover DuPont-modellens nøgletal har B&O med indgåelse af en committed kreditfacilitet med deres bank har forpligtet sig til at overholde nogle bestemte finansielle covenants, (nøgletal). Det betyder, at den committed facilitet, som ved udgangen af det seneste regnskabsår var trukket med 150 mio. kr., kan ændres fra bankens side, såfremt B&O ikke overholder de finansielle covenants. Så længe B&O holder sig inden for de aftalte grænseværdier for de relevante nøgletal, kan banken ikke ændre betingelserne i form af en opsigelse eller hæve marginalerne mv.. Derfor er en committed facilitet typisk også dyrere end en standard kredit facilitet med 14 dages opsigelse. Omvendt giver en committed facilitet budgetsikkerhed for finansieringsomkostningerne samt sikkerhed for, at banken ikke kan kræve kreditten nedskrevet eller indfriet.

De tre typiske finansielle covenants for en committed facilitet er (I) net leverage, EBITDA/netto rentebærende gæld, som måler, hvor meget nettogæld virksomheden har i forhold til deres indtjening (EBITDA). Normalvis er der indsat en maksimal net leverage for virksomheden. Såfremt denne værdi stiger for meget og gennem længere tid, så vil virksomheden få sværere ved at kunne betale ydelser i form af afdrag og renter på gælden. (II) Rentedækningsgraden, EBITDA/renteudgifter, der måler, hvor mange gange virksomhedens renteudgifter kan indeholdes i virksomhedens indtjening (EBITDA). Derfor er der aftalt et minimums grænse for rentedækningsgraden, da virksomheden ikke vil kunne betale sine renteomkostninger, såfremt dette nøgletal bliver for lav. (III) Soliditetsgraden er det tredje nøgletal, som viser egenkapitalsandelen i virksomheden, og dermed hvor robust virksomheden er. Soliditetsgraden må dermed ikke falde under en minimumsgrænse, såfremt den ellers vil kunne blive presset på dens overlevelsessevne.

B&O vil formentligt være omfattet af alle tre overnævnte nøgletal og det er derfor vigtigt, at de

overholder de indgående finansielle covenants, da de ellers risikerer stigende renteomkostninger i form af højere marginaler. Med det nuværende finansieringsbehov i størrelsesorden 150 mio. kr. er konsekvenserne ved en eventuel marginalforhøjelse på eksempelvis 1 % svare til en ekstra renteomkostning på 1,5 mio. hvilket kr. Ikke påvirker B&O betydeligt. Da de fremlagte vækstplaner for fremtiden i højere grad benytter sig af bankfinansiering, vil en marginalforhøjelse på denne baggrund få større konsekvenser.

Ud fra det seneste regnskab kan vi udlede, at B&O's committed facilitet forfalder i indeværende regnskabsår og med den nuværende finansielle performance i form af et negativt EBITDA på -30 mio. kr. for de første 9 måneder, må det forventes, at marginalen bliver ændret i opadgående retning for B&O, hvis det ikke allerede er sket i form af brud på deres finansielle covenants. Dermed er en øget renteomkostning for resten af året, i regnskabsåret og fremover forventeligt. Men som tidligere beskrevet vil dette med B&O's nuværende finansieringsbehov være af mindre betydning.

Budgettering

I budgetteringsfasen vil vi samle de finansielle og ikke-finansielle værdidrivere fra vores strategiske analyse og regnskabsanalysen, som vil danne grundlag for den egentlige værdiansættelse.

Grundet vi alene har adgang til ekstern information, har vi udover indeværende regnskabsår, valgt en 5-årig budgetteringsperiode, som er den maksimale periode, hvorpå vi kan forudsige udviklingen, og det dermed for os giver mening at budgettere. Budgetteringsperioden afløses herefter af en konstant vækstrate, idet B&O opnår steady state, som resultater i en terminalperiode.

Fremfor en budgettering af alle poster i regnskaber har vi udvalgt relevante nøgletal og deres værdidrivere for derigennem at kunne foretage en så fyldestgørende budgettering som muligt.

Salgsvækst

Vi har på baggrund af den meget forskellige omsætningsvækst i B&O's fire produktsegmenter valgt at opdele og budgettere omsætningen pr. segment for derigennem at opnå en mere præcis budgettering og dermed værdiansættelse.

De elementer, som vurderes at have størst indflydelse på de kommende års udviklingsvækst er følgende

- Forventet BNP-udvikling i Europa og Kina – se PEST
- B&O's egne forventninger
- Forbrugeradfærd – se PEST
- Teknologisk udvikling og produktlivscyklus – se PEST

Salgsvækst	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Salgsvækst i pct. AV	-25,0%	0,0%	3,0%	8,0%	10,0%	8,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. B&O Play	60,0%	35,0%	25,0%	25,0%	15,0%	10,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Automotive	21,0%	14,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Icepower	-12,0%	3,0%	5,0%	11,0%	11,0%	8,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Totalt	-6,9%	10,4%	10,3%	13,6%	11,7%	8,5%	3,0%

Salgsudviklingen for 2012/13 er naturligvis baseret på de offentliggjorte kvartalsregnskaber og ledelsens forventning til hele året med en omsætning i niveauet 2.800 – 2.900 mio. kr. Dette resultat giver en negativ vækst på 6,5 %, der særligt, som oplyst i præsentation af kvartalsrapporten for 3. kvartal, er påvirket af B&O's manglende salg af topprodukterne i AV segmentet.

Kombineret med en svag stigende BNP-udvikling i Europa på 0,7 % og 1,7 % for henholdsvis 2013 og 2014 samt vores forventning om forbrugernes fortsatte tilbageholdenhed budgetter vi først med en salgsvækst for AV segmentet på 8 % i regnskabsåret 2015/16. Dette styrkes yderligere af B&O's nye samarbejde i Kina med Sparkle Roll, som i første omgang primært satser på B&O Play, men i løbet af en kort årrække forventer vi, at samarbejdet også vil bidrage positivt til salget i AV segmentet. Derudover formoder vi, at B&O i det kommende regnskabsår vil lancere flere AV produkter i en lavere prisklasse, som dermed er tilpasset de nuværende økonomiske markedsforhold og den kortere produktlivscyklus, der særligt er gældende for fjernsyn.

Med undtagelse af Kina forventer vi en mindre vækst i de øvrige BRIK-lande samt USA, men et reelt partnerskab på et af markederne som i Kina, vil tidligst ske i slutningen af budgetperioden. Sådanne partnerskaber skal være medvirkende til at understøtte den fremadrettede vækst.

Med et enkelt design i vanlig høj B&O kvalitet, der formår at skille sig ud fra mængden, og en pris der ligger markant under AV segmentet, forventer vi udover indeværende regnskabsår fortsat en pæn vækst for B&O Play i hele budgetperioden i niveauet 10 % - 35 %. Særligt i begyndelsen af budgetperioden, hvor produktporteføljen ikke er fuldt udviklet og ej lanceret på alle markeder. Vi forventer, at der åbnes 50 B&O Play butikker i Kina i det kommende regnskabsår, som vil bidrage med en meromsætning på 100 mio. kr. for 2013/14 og samtidig vil B&O Play forsætte sin vækst i Europa i takt med, at segmentet

bliver mere etableret og derigennem opnår en højere omsætning. Væksten vil aftage men forsætte på et tilfredsstillende niveau.

Automotive har til og med 3. kvartal 2012/13 generet en vækst på 21 %, hvilket vi også budgetter med for hele året. Der er fortsat højt fokus på og løbende lancering af B&O's lydsystemer i flere bilmodeller, og det er positivt, at B&O kan tilføre merværdi og eksklusivitet til bilmærker og en gradvis bedring i økonomien herover årene, hvorfor vi forventer en fortsat vækst for Automotive i størrelsesorden 7 % – 14 % for hele budgetperioden.

B&O's mindste segment; ICEpower indgår som en delkomponent i B&O øvrige segmenter, hvorfor det for indeværende år bliver kraftig påvirket af nedgangen i AV-segmentet, som til delt opvejes af fremgangen i B&O Play og Automotive. Fremover forventes en fremgang i takt med vækst i de øvrige segmenter.

Efter en samlet negativ vækst for 2012/13 på budgetteret 6,9 % forventer vi en stabilisering i AV-segmentet og fortsat fremgang for B&O Play og Automotive. Vi har tiltro til, at B&O nu har valgt den rigtige strategi som i 2015/16 for alvor vil løfte deres AV-segment.

Overskudsgrad

De elementer, som vurderes at have størst indflydelse på de kommende års overskudsgrad, er følgende

- Værdikæden – se værdikædeanalyse
- Position på markedet – se Porters five forces
- Strategiplan - Leaner, Faster, Stronger,
- Produktions-, udviklings- og distributionsomkostninger – se nøgletalsanalysen

Overskudsgrad (OG) Budget	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Terminal-E
Driftsoverskud i alt efter skat	-140,05	8,24	24,95	109,71	124,06	206,31	-
Netto omsætning	2.801,1	3.092,7	3.411,0	3.874,5	4.326,9	4.694,1	-
OG	-5,00%	0,27%	0,73%	2,83%	2,87%	4,40%	4,40%
EBIT-Margin	-6,67%	0,35%	0,96%	3,63%	3,68%	5,63%	5,63%
Drivere til OG							
Produktionsomk./omsætning	60,2%	60,6%	60,2%	59,7%	59,8%	59,9%	59,9%
udviklingsomk./omsætning	16,5%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%
distribution og markedsføring/ omsætning	27,0%	22,0%	22,0%	21,0%	21,0%	20,0%	20,0%
Administration omk. / omsætning	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%

Det forventede underskud for regnskabsåret 2012/13 frembringer naturligvis en negativ overskudsgrad, men med B&O's brandværdi, som vi herover årene forventer styrket med en løbende lancering af

nyere og forbedret produktportefølje inden for AV og B&O Play, vil løfte omsætningen og medvirke til en forbedret overskudsgrad.

På baggrund af de historiske omkostningsdrivere i regnskabsanalysen har vi budgetteret disse, som særligt for udviklings- og distributions/markedsføringsomkostninger i 2012/13 er påvirket af engangsomkostninger. Herefter forventer vi en normalisering af omkostningsniveauet med tidligere år, hvilket skyldes en stigende omsætning, og omkostningsdriverne vil dermed udgøre mindre, da B&O vil kunne udnytte stordriftsfordele.

Sammenlignet med 2007/08 ligger både produktionsomkostninger og udviklingsomkostninger på et højere niveau, hvilket skyldes en udvidelse af produktporteføljen med Automotive og B&O Play, som begge har en lavere bruttoavance, og med flere produktgrupper er der behov for et større udviklingsbudget. Samlet vil det over hele budgetperioden betyde en svagt stigende overskudsgrad til 4,4 %

I ovenstående tabel har vi på baggrund af budgettet beregnet EBIT-margin, der som overskudsgraden er svagt stigende og ender på 4,4 % Dermed afviger vores EBIT-margin markant fra B&O ledelses strategiplan om en EBIT-margin på 12 % i 2017/18. Ud fra vores nuværende indsigt i B&O kan vi konstatere, at B&O's egen målsætning på nuværende tidspunkt må betegnes som urealistisk.

Nettoaktivernes omsætningshastighed

Idet nettoaktivernes omsætningshastighed viser forholdet mellem B&O's kapitalbindinger og omsætning, vurderes den største faktor at være følgende:

- Værdikæden – se værdikædeanalyse

Netto aktivernes omsætningshastighed AOH	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Terminal-E
Nettoomsætning	2801,09	3092,71	3411,04	3874,49	4326,94	4694,10	4834,93
Gennemsnitlige nettodriftsaktiver	1624,63	1876,07	2053,48	2163,47	2206,23	2272,41	2340,59
AOH	1,72	1,65	1,66	1,79	1,96	2,07	2,10
1/AOH	0,58	0,61	0,60	0,56	0,51	0,48	0,48

Sammenlignet med de seneste fem år i regnskabsanalysen ligger AOH fra første budget år i 2012/13 på det laveste niveau. Dette skyldes, at ledelsen for sent har indset, at omsætningen for året realiseres på et

lavere niveau, og derfor ikke i tide har tilpasset nettodriftsaktiverne til den lavere omsætning, som naturligvis påvirker nøgletallet negativt.

Vi forventer de efterfølgende år, at AOH forbedres til 2,1, da B&O forsat vil holde fokus på elementerne i værdikæden og høste frugterne af at være ordreproducerende og derigennem nedbringe nettodriftsaktiverne.

Niveauet i slutning af perioden ligger 0,13 under niveauet for regnskabsåret 2007/08. Årsagen til dette skal findes i en forventning om yderlig binding af driftskapital til salget af B&O Play i Kina, som i løbet af en årrække vil være betydelig.

Afkastningsgraden (ROIC/Return on Invested Capital)

Return on invest capital (ROIC)	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Terminal-E
Driftsoverskud i alt efter skat	-147,5	0,1	19,2	103,3	117,3	199,4	205,4
Gennemsnitlige Nettodriftsaktiver	1.889,5	25,4	1.581,0	2.037,1	2.086,2	2.196,6	2.262,5
ROIC	-7,8%	0,4%	1,2%	5,1%	5,6%	9,1%	9,1%

Afkastningsgraden forventes forbedret herover budgetperioden for at ende på 9,1 %, som er en 1,8 %-point bedre end det bedste år i regnskabsanalysen. Forbedringen skyldes både forbedret AOH og OG, som tilsammen er driverne bag afkastningsgraden. Overskudsgraden er den største yder til den forbedret afkastningsgrad, det skyldes, at driftsoverskuddet efter skat henover perioden stiger med 352,9 mio. kr., da B&O med en stigende omsætning vil kunne reducere den procentvis andel af omkostningerne til udvikling, distribution, markedsføring og administration, hvilket forholdsmæssigt vil øge driftsoverskuddet efter skat.

Selskabsskat

Folketinget vedtog i april 2013 Vækstplan DK, som betyder en reduktion af afgifter herunder selskabsskattesatsen for danske virksomheder. Selskabsskatten vil frem mod 2015 blive reduceret fra de nuværende 25 % til 22 %. Der er ikke medregnet andre skattesatser for datterselskaber i udlandet.

Selskabsskattesatsen	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Terminal-E
Selskabsskattesatsen	25,0%	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

I budgetteringen er der anvendt ovenstående skattesats. For terminalværdien har vi valgt 22 %, da vi ikke mener, at et eventuelt regeringsskifte inden 2018/19 vil føre til en ændring af selskabsskatteprocenten, idet Vækstplan DK er vedtaget med et stort flertal og med opbakning fra de borgerlige partier.

Omvendt tror vi heller ikke på en yderligere reduktion af selskabsskattesatsen foreløbigt, da vi med 22 % ligger på niveau med Sverige, som for 2013 har sænket selskabsskatten, og under gennemsnittet for EU på 23,3 %⁵¹

Rente

Renten beregnes typisk som den risikofrie rente med et tillæg fra långiver i form af en bidragssats for realkredit og marginal hos et pengeinstitut.

Rente	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Terminal-E
Rente før skat	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Rente efter skat	3,00%	3,02%	3,06%	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%

I B&O's løbende regnskabsrapportering oplyses rentesatsen mellem B&O og deres långiver ikke. Vi har derfor analyseret på tilgængelige kvartalsbalancer samt årlige renteudgifter, og kombineret med vores egen indsigt i det danske lånemarked er vi nået frem til en rente før skat på 4 % for hele perioden. Det resulterer i en rente efter skat på 3,12 % fra 2015/16 og frem, hvor selskabsskattesatsen er reduceret til 22 %.

Opsummering af budgettering

Nøgletals oversigt	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Terminal-E
Salgsvækst	-6,9%	10,4%	10,3%	13,6%	11,7%	8,5%	3,0%
OG	-5,00%	0,27%	0,73%	2,83%	2,87%	4,40%	4,40%
AOH	1,54	1,69	1,74	1,84	1,98	2,10	2,10
ROIC	-7,8%	0,4%	1,2%	5,1%	5,6%	9,1%	9,1%
Selskabsskattesats	25,0%	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Renten efter skat	3,00%	3,02%	3,06%	3,12%	3,12%	3,12%	3,12%

Ovenstående tabel viser en samlet oversigt over de budgetterede nøgletal, som vil blive anvendt i den kommende værdiansættelse. Som det ses af tabellen forventer vi forbedret nøgletal i takt med, at AV segmentet vender, og der fortsat er vækst i B&O Play og Automotive. Der er dog fortsat langt fra

⁵¹ <http://www.danskerhverv.dk/OmDanskErhverv/Nyhedsbreve/Dansk-Erhvervs-Perspektiv/Documents/2012/DEP-2012-20.pdf>

B&O's ledelsens egne målsætninger for den samme tidsperiode, som vi, med nuværende indsigt omkring selskabet og vækstudsigter for den globale økonomi, ikke mener, er muligt at indfri.

Værdiansættelse og følsomhedsanalyse

I forhold til den budgettering vi har foretaget, så skal den som nævnt danne grundlag for værdiansættelse af den endelige værdiansættelse af B&O. Vi har valgt at benytte DCF-modellen som værktøj til at værdiansætte B&O. Derefter vil vi foretage en følsomhedsanalyse for at vise hvilken følsomhed, der er i værdiansættelsen, såfremt der ændres i de forskellige komponenter som indgår i værdiansættelse via DCF-modellen.

DCF-Modellen

DCF-modellen benytter koncernens fremtidige pengestrømme til at fastsætte en værdi af virksomheden. Derefter tilbagediskonteres pengestrømmene med en diskonteringsrente, som er ejernes afkastkrav, således får man de vægtede kapitalomkostninger i fremtidige pengestrømme. Det vil med andre ord sige, at værdien af virksomheden er lig med nutidsværdien af fremtidige pengestrømme fratrasket vægtede kapitalomkostninger.

Hvis vi ser på de kritikpunkter, der i forhold til at værdiansætte ud fra en DCF metode, så kan følgende punkter nævnes:

- Meget budgetafhængig
- Virksomheder, som investerer kraftigt, kan have positiv indtjening med negativt cashflow
- Terminalværdien udgør i mange tilfælde en meget stor del af værdien

En af ulemperne ved DCF-modellen er, at den er meget afhængig af budgetteringen. Derudover er modellen meget følsom i forhold til, at der benyttes den rigtige diskonteringsrate og vækstprognose, og desuden er modellen meget statisk, hvorved eventuelle ændringer ikke kan indregnes.

Hvis virksomheder investerer meget kraftigt i en lang periode, så vil cashflowet være lavt eller negativt, men det betyder naturligvis ikke, at virksomheden ikke har nogen værdi.

Terminalværdien har en uforholdsmæssig stor vægtning, og påvirker derfor den endelige

værdiansættelse betydeligt, hvilket ikke altid er så hensigtsmæssigt.

For at kompensere for de uhensigtsmæssigheder, der findes ved benyttelse af DCF-modellen, så vælger vi at supplere med en følsomhedsanalyse. Det gør vi for at se på de parametre, som har stor betydning for værdien af selskabet, og se på hvor følsom værdien er overfor ændringer.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i budgettets to faser; først den budgetterede periode på 5 år samt indeværende år, hvor vi med udgangspunkt i den strategiske og finansielle analyse har budgetteret. Derefter benyttes der en terminalværdi, hvilket er udtryk for et ”steady stage” eller en fremadrettet stabil vækst efter budgetperioden på de 5 år. Værdien af nettopengestrømmene i perioden kan være meget store, og perioden strækker sig i teorien uendeligt, hvorfor denne værdi har stor betydning for den samlede værdiansættelse af virksomheden.

Terminalværdien fastsættes ved følgende formel:⁵²

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

Der er som tidligere nævnt to DCF-modeller/metoder at værdiansætte en virksomhed ud fra. Der er den direkte og den indirekte metode, hvor vi i denne opgave benytter den indirekte metode, der kan udtrykkes som følgende:

$$FCF = C - I$$

hvor C er lig pengestrømme fratrasket driftsaktivitet, og I er lig pengestrømme fratrasket investeringsaktivitet, derved udregnes værdien af hele virksomheden og efterfølgende fratrækkes de nettofinansielle forpligtelser, således har vi den aktuelle værdi af virksomheden.

WACC

Vi vil i det dette afsnit beskrive diskonteringsrenten i form af WACC (virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger), som anvendes i værdiansættelsen for at kunne beregne den samlede værdi af B&O.

⁵² Financial Statement Analysis and Security Valuation, Fifth edition. Side 117

WACC består af aktionærens krav til egenkapitalforretning og omkostninger til fremmedfinansiering. Til fastsættelse af egenkapitalomkostninger vil vi anvende CAPM-modellen, mens omkostninger til fremmedfinansiering vil blive fastsat ud fra en analyse af B&O's finansielle omkostninger samt på baggrund af vores egen indsigt i det danske lånemarked.

WACC har en meget stor betydning for virksomhedens værdiansættelse, hvilket vil fremgå af følsomhedsanalysen, hvor vi ser hvilken effekt det har på værdiansættelsen, at WACC ændrer sig.

WACC kan udtrykkes som følger:⁵³

$$r_{WACC} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_g$$

hvor:

- r_{WACC} = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
- V_0^E = Markedsværdien af Egenkapitalen.
- V_0^{NFF} = Markedsværdien af nettofinansielle forpligtelser
- V_0^{NDA} = Markedsværdien af virksomheden ($V_0^E + V_0^{NFF}$)
- r_e = Ejernes afkastkrav
- r_g = Finansielle omkostninger efter skat.

For at fastsætte WACC'en må vi derfor fastsætte de forskellige elementer i formelen.

Finansielle omkostninger efter skat

Som vist i budgetteringsafsnittet antager vi en rente på 4 % før skat, og der budgetteres med en løbende reduktion af selskabsskatten fra 25 % til 22 %.

Da terminalværdien har meget stor betydning for den samlede værdiansættelse, så beregnes renten efter skat på en selskabs skatteprocent på 22 %, da det giver det mest retvisende billede af WACC.

Således er der en rente efter skat på **3,12 %**

CAPM

For at finde frem til ejernes afkastkrav benyttes CAPM (Capital Asset Pricing Model), da den fastsætter ejernes afkastkrav ud fra nogle elementer. Der er dog visse antagelser, der må gøres i forhold til

⁵³ Financial Statement Analysis and Security Valuation, Fifth edition. Side 447

CAPM, hvilket er følgende:⁵⁴

- Alle har de samme forventninger til markedet/vækst og indtjening.
- Alle investorer er risikoaverse, og de ønsker at maksimere deres forventede afkast givet risikoen
- Investorer kan placere deres formue til den risikofri rente
- Der er ingen transaktionsomkostninger
- Informationsadgangen er den samme hos alle
- CAPM er en statisk model og beskriver kun en periode
- Markedet har stort set fuldkommen konkurrence, hvor investorer er pristagere

Disse antagelser kan være meget svære at overføre til virkeligheden, og det betyder derfor meget for kvaliteten af denne model. Investorerne har som et eksempel langt fra homogene forventninger til et aktivs udvikling og risikoaversionen, hvilket derfor kan betyde forskellige afkastskrav for den aktien/virksomheden.

Antagelserne betyder, at der må sættes spørgsmålstegn ved modellen og dermed også det endelige resultat, men på trods af dette så er modellen en god indikator for ejernes afkastkrav. Derfor vil vi til trods for uhensigtsmæssighederne anvende modellen til at fastsætte ejernes afkastkrav.

Formlen for CAPM er som følger:⁵⁵

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

Hvor:

- r_e = ejernes afkastkrav
- r_f = Risikofrie rente
- β = Beta (systematisk risiko)
- $E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsportefølje
- $E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

De enkelte elementer i CAPM gennemgås:

Beta

Beta er den systematiske risiko, og en virksomheds beta afhænger derfor af, hvordan virksomheder præsterer både finansielt og driftsmæssigt. Deres finansielle performance eller risiko vurderes ud fra

⁵⁴ Financial Statement Analysis and Security Valuation, Fifth edition. Side 106-108

⁵⁵ Financial Statement Analysis and Security Valuation, Fifth edition. Side 650

deres gearing, forholdet mellem kort og langfristet gæld samt deres finansielle afhængighed i forhold til at kunne agere i markedet.

Deres driftmæssige performance eller risiko afhænger i høj grad af deres mulighed for at agere i omskiftelige økonomier samt deres konjunkturafhængighed. Derudover kan der være tale om virksomheder som er meget afhængige af at et produkt sælger, som derfor er særlig sårbar i forhold til, at der kommer et nyt og bedre produkt på markedet. Dette ville med stor sandsynlighed udkonkurrere virksomheden, og dermed er risikoen ved denne virksomhed betydelig større end ved virksomheder, som har en differentieret produktportefølje.

Beta værdier kan dog også estimeres på grundlag af den historiske samvariation mellem aktien og dennes afkast sat i forhold til resten af markedet.

$\beta = 0$	Risikofri investering.
$\beta = 1$	Risiko som markedet
$0 < \beta < 1$	Mindre risiko end markedet
$\beta > 1$	Større risiko end markedet

Som det ses ovenfor så betyder det, at jo højere en Beta-værdi der er på virksomheden/aktien, desto større risikopræmie kræver investor.

Ifølge Reuters informationservice har B&O en $\beta = 1,25$.⁵⁶ Dette anses for at være et rimeligt niveau for Beta, da den ligger over markedsrisikoen, som virksomheden efter vores mening gør. Der er pæne kapitalforhold og en lav finansiell gearing i virksomheden, hvilket betyder, at der primært er tale om en driftsmæssig risiko, hvorfor beta ikke er højere end de 1,25. Beta værdien vil dog ændre sig markant, såfremt deres finansielle gearing og finansielle risiko forøges, da deres driftmæssige risiko er relativ høj i forhold til den konjunktur afhængighed, der er i virksomheden. Ud fra ovenstående betragtning er vi enige i, at fastsættes værdien til $\beta = 1,25$.

Risikofrie rente

Den risikofrie rente fastsættes på baggrund af en 10 årig dansk statsobligation, som pr. 23. april 2013, havde en kuponrente pålydende 1,5 % og med en effektiv rente på 1,35 %.⁵⁷

⁵⁶ <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=B0.CO>

⁵⁷ [http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Statsgaeld.nsf/side/Resultat af auktioner over statsobligationer!OpenDocument](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Statsgaeld.nsf/side/Resultat%20af%20auktioner%20over%20statsobligationer!OpenDocument)

Vi fastsætter derfor den risikofrie rente til **1,35 %**.

Risikopræmie

Risikopræmien er det generelle tillæg som investor ønsker i forhold til at placere sine likvider i aktier fremfor at placere dem i risikofrie investeringer. Der er tale om den generelle risikopræmie og ikke som ved beta tale om den aktiespecifikke del af risikotillægget.

Måden, hvorpå man udregner denne, er ved at tage et bredt udsnit af investorerne, som indsender deres bud på, hvad risikopræmien i markedet er for nuværende, og man tager derefter et gennemsnit af dette. PWC laver denne undersøgelse med jævne mellemrum, og over en periode på 7 år fra 2002-2009 har gennemsnittet ligget på 4,5 %, dog med en stigende tendens i hele perioden.

I 2009 var markedsrisikopræmien 4,9 %, og der var indrapporteret præmier mellem 4 % - 7,2 %, dog lå 82 % af svarerne mellem 4-5 %.

Vi har valgt at se på, hvordan risikoen i markedet har udviklet sig siden dette, og har med udgangspunkt i krisens udvikling fra finanskrisen til gældskrise samt en regulær tillidskrise valgt at sætte værdien af risikotillægget til 5,2 %, med udgangspunkt i en øget risiko.

Ejernes afkastkrav

Vi har nu fundet frem til de forskellige dele af CAPM, og kan derfor udregne ejernes afkastkrav.

$$r_e = 1,35 (r_f) + 1,25 (\beta) * (6,55 - 1,35 (r_f)) = \underline{\underline{7,85 \%}}$$

Kapitalstruktur

Vi har anvendt en meget konservativ kapitalstruktur, eftersom det vurderes nødvendigt for en så konjunkturfølsom virksomhed som B&O at have en konservativ kapitalstruktur for at opretholde sine finansielle rammer med en finansiell partner. Vi forudsætter derfor, at der skal være en markedsværdi på egenkapitalen på 85 % samt en markedsværdi af fremmed finansiering på 15 %. Dette niveau fastsættes både ud fra deres historiske kapitalstruktur, som for de senere år ligger i niveauet 10 % – 12 % samt den fortsatte forventning om en konservativ kapitalstruktur.

WACC

Vi har nu alle komponenter til at udregne B&O's WACC, hvilket er vist nedenfor:

$$r_{WACC} = 0,85 \times 7,85 + 0,15 \times 3,12 = \mathbf{7,14 \%}$$

Sammenfatning - WACC-beregning

Vi har nu fastsat B&O's WACC ud fra en lang række komponenter, som har påvirkning på ejernes afkastkrav og den fremmede kapitalrente.

Fremmedkapitalrenten som er blevet anvendt er 3,12 % efter skat og vurderes at være realistisk i det nuværende marked, men det vurderes også, at den vil blive sat under pres i takt med, at renteniveauerne begynder at normalisere sig.

Til at afdække ejernes afkastkrav benyttede vi CAPM, som var sammensat af nogle forskellige komponenter; herunder var den risikofrie rente på 1,35 %, en markedsrisiko præmie på 5,2 % og en beta på 1,25 %, hvilket udmønter sig i et afkasts krav på 7,85 %.

WACC'en blev udregnet til 7,14 % ud fra disse 2 komponenter sammenholdt med en kapitalstruktur på 85 % egenkapital og 15 % fremmedkapital (begge markedsværdier).

Værdiansættelse

Vi har med baggrund i budgetteringen samt fastsættelsen af WACC'en gjort forarbejdet til at lave den endelige værdiansættelse af virksomheden. Vi kan derfor med denne information udregne den teoretiske værdi af B&O koncernen. Vi benytter som tidligere nævnt DCF indirekte metode til værdiansættelsen, som er vist nedenfor: Der henvises til bilag 5 og 6 for yderligere specifikation.

DCF-modellen - WACC 7,14 %		2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Driftsoverskud efter skat		-140,1	8,2	24,9	109,7	124,1	206,3	212,5
Netto drifts aktiver	1.840,4	1.793,8	1.876,1	2.053,5	2.163,5	2.206,2	2.272,4	2.340,6
Frit cashflow		-93,4	-74,1	-152,5	-0,3	81,3	140,1	144,3
Diskonteringsfaktor		1,071	1,148	1,230	1,318	1,412	1,513	1,621
nutidsværdi af frit cashflow		-87,2	-64,5	-124,0	-0,2	57,6	92,6	89,1
Sum nutidsværdi af frit cashflow	-125,67							
Terminalværdi							3486,1	
Nutidsværdi af terminalværdi	2.304,81							
Virksomhedsværdi (Enterprise Value)	2.179,15							
Netto finansielle forpligtelser	249,10							
Egenkapitalværdi	1.930,05							
Værdi per aktie (39,2 mio aktier)	49,15							

Som det ses af vores værdiansættelse ovenfor, så har vi regnet os frem til en teoretisk kurs på 49,15 kr. hvilket er 2,15 kr. højere end kursen pr. 1. maj 2013. Det betyder, at vi vil give en købsanbefaling fra vores side, da kursen er undervurderet i forhold til vores analyse.

Følsomhedsanalyse

Vi har nu foretaget vores værdiansættelse af B&O, hvilket er baseret på en række forudsætninger samt nogle skønsmæssige vurderinger med baggrund i diverse analyser. Det faktum, at der er tale om en række forudsætninger, betyder også, at der kan være store udsving i værdiansættelsen, hvis vi ændrer disse. Derfor vurderes det vigtigt at vise følsomheden i disse forudsætninger, og dermed betydningen for værdiansættelsen og aktiekursen. Vi har valgt at kigge meget på WACC og de underliggende komponenter i denne, da den vurderes væsentlig for værdiansættelsen samt at den er underlagt nogen usikkerhed.

Følgende forudsætninger, som bestemmer WACC, vil vi lave følsomhedsanalyse på:

- Beta
- Markedsrisikopræmie
- Risikofrie rente

Derudover vil vi kigge på, hvordan en ændring af AOH i terminal periode vil påvirke værdien, da det har stor betydning for binding af likviditet og dermed også det frie cashflow.

Beta

Beta er, som tidligere beskrevet, risikoen på den enkelte aktie i forhold til markedet, som fastsættes ved enten vurdering af driftsmæssig og finansiel risiko eller ved en måling på den historiske samvariation mellem aktien og dennes afkast i forhold til markedet.

Vi har valgt at lave en beregning på, hvor meget ændringer i beta påvirker WACC samt den estimerede kurs.

Værdier					Aktuel			
Beta	0,75	0,88	1,00	1,13	1,25	1,38	1,50	1,68
WACC	4,93%	5,48%	6,04%	6,59%	7,14%	7,69%	8,25%	9,02%
Kurs	133,28	98,17	75,56	60,30	49,15	40,67	33,90	26,72

Det vises tydeligt, at der er en stor variation i både WACC og kursen ved ændringer i Beta, hvilket var forventeligt, da der er tale om aktiens risiko. Sættes værdien af Beta til 1,0 som er markedsrisiko neutralt, så er værdi altså 75,56, eller hele 26,41 kurspoint højere end ved den beta, vi har valgt at benytte på 1,25.

I forhold til fastsættelsen af beta så er det den enkelte investors vurdering af drift og finansiel risiko, hvorfor den naturligvis ikke altid vil være den samme, da de formentlig ikke har 100 % samme vurdering af risiko. Dette har en stor betydning for vurderingen af prisen på aktien, og derfor er dette et betydeligt risikoelement i forhold til værdiansættelse.

Markedsrisikopræmie

Risikopræmien er, som tidligere nævnt det generelle tillæg som investor ønsker i forhold til at placere sine likvider i aktier frem for at placere dem i risikofrie investeringer. I forhold til de indrapporterede værdier i PWC's vurdering af markedsrisikopræmien, som lå mellem 4,0 % og 7,2 % er der foretaget en følsomhedsanalyse. Det er interessant at se, hvor forskelligt professionelle investorer ser på den generelle markedsrisiko og dermed også på prissætningen af den enkelte aktie.

Værdier				Aktuel				
Markedsrisiko	4,00	4,30	4,90	5,20	5,60	6,10	6,50	7,20
WACC	5,87%	6,18%	6,82%	7,14%	7,57%	8,10%	8,52%	9,27%
Kurs	81,48	71,17	55,24	49,15	42,34	35,56	31,15	24,78

Som ses i skemaet ovenfor, så har det stor effekt på kursen, at man ændrer markedsrisikopræmien. I PWC undersøgelsen af markedsrisikopræmien blev der som nævnt indrapporteret værdier fra 4,0 % til 7,2 %, hvilket har den effekt på kursen, at den går fra 81,48kr. ved markedsrisikopræmie på 4,0 % og til 24,78 kr. ved markedsrisikopræmie på 7,2 %. Det viser os, at der er stor variation i investors risikobetragtning, og at denne har stor betydning for kursen på den enkelte aktie.

Risikofrie rente

Den risikofrie rente som i vores opgave er værdiansat ud fra en 10 årige danske statsobligation:

Værdier			Aktuel					
Risikofri rente	1,00%	1,25%	1,35%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
WACC	6,84%	7,06%	7,14%	7,27%	7,48%	7,69%	7,91%	8,12%
Kurs	54,83	50,58	49,15	46,94	43,65	40,67	37,82	35,34

Den risikofrie rente betyder som de andre elementer også meget for værdiansættelsen af aktien, og ser man på en renteforøgelse fra 1,35 % til 2,50 % så betyder det en reduktion i prisen på aktien på hele 13,81 kurspoint svarende til 28,1 %.

Det vurderes ikke urealistisk, at ”prisen” på den risikofri rente kommer op på 2,5 % i løbet af en overskuelig årrække, men om det har nogen effekt på prisen, er ikke sikkert. Da det formentlig vil betyde, at samfundsøkonomien er i bedring, og derfor må man formode, at dette også har en positiv afsmittning på salget, som er medvirkende til en stigning i aktiekursen.

AOH i terminalværdien

Som nævnt har terminalværdien meget stor vægtning i forhold til den samlede værdiansættelse, så derfor er det meget interessant at se på følsomhederne i netop denne skæring. AOH vurderes at være meget interessante at se på, da det er en indikator for binding af kapital i forhold til omsætningen. Der er ekstremt stor fokus blandt virksomheder generelt på ikke at binde unødigt kapital i balancerne, og det har ligeledes en betydning for virksomhedens værdi.

værdier				Aktuel				
AOH i terminalværdi	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	2,50
1/AOH i terminalværdien	0,56	0,53	0,50	0,48	0,45	0,43	0,42	0,40
Kurs	36,01	40,39	44,77	49,15	52,07	54,99	56,45	59,37

Som det ses ud af skemaet, så betyder det meget for prisen, om der er en AOH på 1,8 eller på 2,5 gange. Det er derfor ikke overraskende, at det er af stor betydning, at virksomheden har styr på forholdet mellem omsætning og nettoaktiverne.

Værdiansættelse af strategiplanen, ”Leaner Faster, Stronger”

Vi ønsker til sidst at lave en fuldskala budgettering, hvor vi indregner B&O’s nuværende strategiske målsætninger for derigennem at analyse, hvor meget markedet har indregnet denne strategi i aktiekursen.

Vi foretager således en markant stigning i salgsvæksten for de enkelte år, hvilket resulterer i en omsætning på 8.814 mio. kr. i 2017/18. Herudover er bruttoavancen og de faste omkostninger tilrettet i forhold til B&O’s erklærede mål om en omsætning på 8 - 10 mia. kr. med en EBIT-margin på 12 % i 2017/18. Vi har derudover justeret AOH en anelse til, i forhold til at den forventes forbedret ved en så markant omsætningsstigning. Derudover er der ikke ændret i modellen sammenlignet med vores værdiansættelse. Der henvises til bilag 7 og 8 for yderligere specifikation.

DCF-modellen - WACC 7,14 %		2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Driftsoverskud efter skat		-145,5	78,9	233,2	419,2	704,7	830,0	869,1
Netto drifts aktiver	1.840,4	2.148,4	2.298,8	2.529,4	2.922,8	3.261,4	3.359,3	3.460,1
Frit cashflow		-453,5	-71,5	2,6	25,8	366,1	732,2	768,4
Diskonteringsfaktor		1,071	1,148	1,230	1,318	1,412	1,513	1,621
nutidsværdi af frit cashflow		-423,3	-62,3	2,1	19,6	259,3	484,1	474,1
Sum nutidsværdi af frit cashflow	279,46							
Terminalværdi							18216,3	
Nutidsværdi af terminalværdi	12.043,44							
Virksomhedsværdi (Enterprise Value)	12.322,90							
Netto finansielle forpligtelser	249,10							
Egenkapitalværdi	12.073,80							
Værdi per aktie (39,2 mio aktier)	307,46							

Den kraftige salgsvækst og forbedret indtjening har naturligvis haft en særdeles positiv påvirkning på aktiekursen for B&O, som udgør på 307,46 kr. pr. stk. i vores værdiansættelse, som er tilpasset B&O’s strategiplan. Sammenlignet med vores oprindelige værdiansættelse, der med en aktiekurs på 49,15 kr.

ligger 1,25 kr. over den aktuelle aktiekurs pr. 1. maj 2013, kan vi konkludere, at B&O's strategiplan kun i mindre grad er indregnet i aktiekursen. Det skyldes, at vi frem til 2017/18 forventer en salgsvækst på 73 %, hvorimod der kræves en stigning på ca. 300 % for at indfri B&O's egne omsætningsmål. Herudover forventer vi en EBIT-margin på 4,4 % i 2017/18, som ligeledes afviger fra B&O's målsætning om en EBIT-margin på 12 %, hvilket naturligvis også er med til at holde aktiekursen nede.

Årsagen til vores og aktionærernes manglende tiltro til strategiplanen skal naturligvis, udover de svære markedsforhold også findes i den nuværende finansielle performance med negativ vækst og drift.

Udmeldinger som har påvirket aktiekursen over det sidste år

I forhold til den følsomhed, der er i B&O aktien, har vi valgt at fremhæve nogle af de udmeldinger eller nyheder, som har haft størst indflydelse på aktieværdien.

Nedenfor vises fem af de større begivenheder, som har haft en betydelig effekt på aktiekursen:

1. 22. marts 2013:

Offentliggørelsen af hovedtal for 3. kvartal indeholder en nedjustering af omsætningen for året til mellem 2.800 – 2.900 mio. kr. samt et negativt EBIT i størrelsesorden 150 – 200 mio. kr., hvilket har resulteret i et fald i B&O-aktien på 14,8 % fra kurs 61,0 til kurs 52,0.⁵⁸

2. 9. januar 2013:

Halvårsrapporten viser en betydelig dårligere indtjening end ventet, dog fastholdes omsætningsmålet for hele året. Aktien faldt på baggrund af meddelelsen fra kurs 71,5 til 64,5, hvilket er et fald på 9,8 %.⁵⁹

3. 15. august 2012:

B&O fremlægger Årsrapport 2010/11, som viser bedre resultater end ventet af markederne. Aktien steg fra kurs 65 til 78, hvilket er en stigning på 20 %.⁶⁰

⁵⁸ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/03/22/fredagens-aktier-bo-banket-til-bunds-efter-nedjustering/12261379>

⁵⁹ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2013/01/09/onsdagens-aktier-bo-straftet-for-skuffende-regnskab/12174682>

⁶⁰ <http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/238783/b-o-analytiker-tue-mantoni-leverer-varen.html>

4. 19. juli 2012:

Offentliggørelse af nyt samarbejde omkring ekspansion i Kina. Sparkle Roll bliver introduceret som ny samarbejdspartner på det kinesiske marked, og det offentliggøres, at der afholdes en dedikeret emission til Sparkle Roll, og A Capital opnår en ejerandel på 7,7 % af selskabet. Aktieemissionen indbringer B&O et provenu på ca. 177 mio. kr.⁶¹ og kursen stiger fra 65 til 78, hvilket er en stigning på 20 %

5. 17. august 2011:

Lancering af den nye strategiplan ”Leaner, Faster, Stronger” indeholdende en målsætning om en omsætning i niveauet 8 – 10 mia. kr. med en EBIT-margin på 12 % i løbet af de kommende 5 år. Målsætningen er senere udskudt med et år. Kursen stiger fra 61,5 til 74,0, hvilket er en stigning på 20,3 %

Som det tydeligt fremgår af de fem punkter, så er aktien i en fase, hvor udmeldinger i enten den ene eller den anden retning, har stor betydning for værdiansættelsen af aktien.

Positive udmeldinger får aktien til at stige med op til 20 %, hvorimod negative udmeldinger i forhold til kvartalsrapporter og lignende betyder fald i aktien på op til 15 %. Det vidner blot om, at der er tale om en dynamisk proces, når man værdisætter en virksomhed. Vi kan konstatere, at der er en høj følsomhed i B&O aktien, hvilket primært begrundes med branchen og den store afhængighed af konjunkturerne. Derudover har B&O med egne udmeldinger omkring den fremtidige strategi og kraftige vækst efterfulgt af nedjusteringer, haft en særdeles stor påvirkning af aktien.

Konklusion

Vi har gennem opgaven analyseret på B&O ved brug af strategiske og finansielle analyser, samt udarbejdet en værdiansættelse og følsomhedsanalyse.

B&O har, som forventet vist sig at være en meget konjunkturfølsom virksomhed, hvilket er blevet bekræftet via den strategiske og finansielle analyse.

⁶¹ <http://www.bang-olufsen.com/da/investors>

Gennem den strategiske analyse, kan vi konstatere at B&O over de seneste år har opereret under svære makro økonomiske forhold, hvor det har vist sig, at der er en tæt sammenhæng mellem udviklingen i BNP, forbrugernes tillid og omsætningsudviklingen i B&O. Deres strategiske satsning med at øge salget i BRIK-landene, hvor B&O primært har satset på Kina, har indtil nu været uden succes. Når vi sammenholder ovenstående med det faktum, at B&O gennem en årrække har mistet dele af deres hidtidige forspring indenfor design og teknologi, så er det naturligt at deres omsætning er faldet betydeligt.

Den negative udvikling ses også hos B&O's direkte konkurrent, Loewe, der ligeledes leverer utilfredsstillende finansielle resultater. Sammenlignet med Loewe vurderer vi, at B&O har begrænset faldet i omsætningen med lancering af subbrandet B&O Play, samt styrkelse af Automotive segmentet. Det bekræftes af positiv omsætningsvækst indenfor disse produktgrupper, hvorimod de traditionelle AV produkter har oplevet et betydeligt omsætningsfald.

Med de nuværende utilfredsstillende nøgletal er det positivt, at B&O i hele perioden har opretholdt en stærk kapitalstruktur i form af en høj egenfinansieringsgrad, hvilket er medvirkende til at bevare handlefriheden for koncernen.

Det nye samarbejde i Kina med Sparkle Roll som partner og aktionær, forventes at medvirke til en øget salgsvækst og indtjeningen i de kommende år. Sparkle Roll udviser med sit køb af en større aktiepost i B&O, en højere grad af tiltro og engagement end B&O's tidligere samarbejdspartnere, hvilket styrker troen på, at dette partnerskab vil blive en succes.

B&O ledelsen med Tue Mantoni i spidsen har for 1½ år siden fremlagt en ny strategiplan "Leaner, Faster, Stronger" der skal øge omsætningen til nye højder, samt bringe EBIT-marginen tilbage på niveau med regnskabsåret 2006/07.

Vi er enige i strategiens seks "must win battles" med bl.a. fokus på vækst i BRIK-landene og styrkelse af teknologien, samt optimering af distributionen. Med baggrund de svære markedsforhold og finansielle udfordringer, vurderes den finansielle målsætning med en omsætning i niveauet 8 – 10 mia. kr. med en EBIT-margin på 12 % i 2017/18 ikke er muligt at realisere for B&O. Grundet ovenstående vurderes strategiplanen ikke at være gennemførlig.

Ved eksekvering af strategiplanens finansielle mål, har vi beregnet en aktiekurs på 307,46 kr., hvilket afviger væsentligt fra den officielle lukkekurs den 1. maj 2013 på 47,90 kr. Det viser med tydelighed at markedet ligeledes mangler tiltro til den udmeldte strategi.

Den officielle lukkekurs den 1. maj 2013 på 47,90 kr. ligger 1,25 kr. lavere end vores beregnede aktiekurs på 49,15 kr., hvorfor vi anbefaler et køb af B&O aktien.

Vi kan samtidig konkludere, at såfremt man har tiltro til den udmeldte strategiplan fra B&O og Tue Mantoni, så er der en markant upside i B&O aktien.

Litteraturliste

Titel	Oplysninger
“Exploring Strategy”	Forfattere: Gerry Johnson, Kevan Scholes og Richard Whittington 9. udgave, 2011. Forlag: Prentice Hall/Financial Times ISBN: 978-0-273-73202-0
“Finance for Executives” – Managing for value creation.	Forfattere: G. Hawawini og C. Viallet 4. udgave, 2007 Forlag: South-Western Cengage Learning ISBN: 978-0-538-75134-6
“Financial Statement Analysis and Security Valuation”	Forfatter: Stephen H. Penman 5. udgave, International Edition, 2013 Forlag: McGraw Hill Higher Education ISBN: 978-007-132640-7
”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”	Forfattere: Jens O. Elling og Ole Sørensen 3. udgave, 2009 Forlag: Gjøellerup ISBN: 978-87-13-04998-1

Bang & Olufsens regnskabs materiale:

- Årsrapporter fra 2007/08 til 2011/12
- Kvartals rapporter fra 2007/08 frem til 3. Kvartalsrapport 2012/13

Hjemmesider (generel brugt i opgaven):

<http://www.bang-olufsen.com>
<http://www.euroinvestor.dk>
<http://www.statistikbanken.dk/>

Hjemmesider som kræver abonnement:

- www.biq.dk
- www.greens.dk

- Nordea E-Markets.

Artikler og andre kilder:

- <http://www.fm.dk/publikationer/2013/aftaler-om-vaekstplan-dk/>
- <http://www.nationalbanken.dk/dndk/minfo.nsf/officialrates.html!openview&type=rt3>
<http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/06/01/162101.htm>
- www.dst.dk/nytudg/16365
- <http://denkorteavis.dk/2012/negativ-vaekst/>
- <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/consumer-confidence>
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsdec100>
- <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>
- <http://di.dk/SiteCollectionDocuments/Opinion/Konjunktur/Markedfokus/Kina.pdf>
- http://www.dors.dk/graphics/Synkron-Library/Publikationer/Rapporter/Efteraar_2012/Kommentarer_og_pressemeddelelser/A_E_kommentarer.pdf
- http://www.scb.se/Pages/Article_333961.aspx
- <http://shippingwatch.dk/Rederier/article4961800.ece>
- <http://mag.nordea.dk/magasin-nr-1-2013/luksus-milliarder-i-kina>
- Børsen Onsdag den 12.december 2012 Ny partner dumper B&O
- http://www.displaysearch.com/cps/rde/xchg/displaysearch/hs.xsl/120529_global_tv_replacement_cycle_falls_below_7_years_as_households_continue_to_replace.asp
- <http://flatpanels.dk/test.php?subaction=showfull&id=1354450366>
- <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/press>
- <http://applyingconcepts.blogspot.dk/2011/12/porters-five-forces.html>
- http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_the_largest_information_technology_companies
- <http://www.business.dk/detailhandel/coca-cola-sidder-sikkert-paa-tronen-stadig-verdens-bedste-brand>
- <http://www.digitaltveurope.net/43091/global-tv-shipments-fall-for-first-time-in-10-years/>
- <http://www.pmaresearch.com/press-releases/pma-reports-projector-market-hit-9-5-million-in-2012/>
- <http://www.scm.dk/direkte-distribution-til-hele-verden>
- http://www.electronic-supply.dk/article/view/31993/antallet_af_bobutikker_falder
- Udvikling flytter med produktion til Kina, Børsen d 8 april 2013. Af Ursula Taylor Rechnagel
- <http://www.b.dk/tech/apple-lun-paa-bo-konkurrent>
- <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=576>

- <http://www.demetra.dk/finansblog/kina-runder-snart-et-skarpt-hjorne/>
- http://da.wikipedia.org/wiki/Bang_%26_Olufsen
- <http://www.d-e-s.dk/Arrangementer/bilag/24052012AS.pdf>
- <http://www.danskerhverv.dk/OmDanskErhverv/Nyhedsbreve/Dansk-Erhvervs-Perspektiv/Documents/2012/DEP-2012-20.pdf>
- http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/223063/b_o_i_kritisk_fremstoed.html#ixzz2T3wJ5Qf5
- http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/238783/b_o-analytiker_tue_mantoni_leverer_varen.html
- <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BO.CO>
- [http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Statsgaeld.nsf/side/Resultat af auktioner over statsobligationer!OpenDocument](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Statsgaeld.nsf/side/Resultat_af_auktioner_over_statsobligationer!OpenDocument)
- <http://www.danskerhverv.dk/OmDanskErhverv/Nyhedsbreve/Dansk-Erhvervs-Perspektiv/Documents/2012/DEP-2012-20.pdf>
- <http://www.d-e-s.dk/Arrangementer/bilag/24052012AS.pdf>

Bilag

Bilag 1 – Resultatopgørelse original

Resultatopgørelser						
(mio DKK)	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2009/11	2011/12
Nettoomsætning	4.375,7	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7
Produktionsomkostninger	-2.338,0	-2.199,6	-1.683,8	-1.672,0	-1.711,4	-1.792,0
Bruttoresultat	2.037,7	1.892,4	1.105,7	1.089,5	1.155,5	1.215,7
Udviklingsomkostninger	-458,8	-545,5	-462,7	-342,8	-311,4	-337,4
Distributions- og marketingsomkostninger	-910,2	-1.003,5	-928,9	-708,5	-660,8	-654,3
Administrationsomkostninger	-138,7	-148,7	-104,5	-85,3	-123,5	-101,6
Omstruktureringsomkostninger			-105,5			
Andre driftsindtægter				13,3		
Resultat af primær drift	530,0	194,7	-495,9	-33,8	59,8	122,4
Resultat af kapitalandele efter skat	-1,1	-11,2	2,3	-6,7	0,2	-2,1
Gevinst ved salg af kapitalandele	11,5					
Finansielle indtægter	15,7	20,0	11,4	15,4	7,5	9,4
Finansielle omkostninger	-31,7	-49,8	-41,2	-24,5	-27,4	-25,5
Finansielle poster, netto	-16,0	-29,8	-29,8	-9,1	-19,9	-16,1
Resultat før skat	524,4	153,7	-523,4	-49,6	40,1	104,2
Skat af årets resultat	-151,9	-41,4	140,2	16,7	-12,1	-30,9
Årets resultat	372,5	112,3	-383,2	-32,9	28,0	73,3

Bilag 2 – Original balance

Balance Aktiver						
(mio DKK)	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	30.05.2012
Immaterielle aktiver						
Goodwill	44,8	44,8	44,8	44,7	44,8	47,8
Erhvervede rettigheder	44,4	41,1	50,8	46,0	37,7	27,8
Færdiggjorte udviklingsprojekter	244,6	218,8	200,6	249,1	191,7	296,8
Udviklingsprojekter under udførelse	116,2	112,5	145,4	154,5	322,0	338,9
Immaterielle aktiver i alt	450	417,2	441,6	494,3	596,2	711,3
Materielle aktiver						
Grunde og bygninger	252,1	274,4	269,9	240,9	227,8	210,3
Produktionsanlæg og maskiner	203,8	221,8	229,5	209,4	164,0	145,6
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	70,7	50,0	48,4	34,9	31,3	29,3
Indretning af lejede lokaler	29,1	28,7	32,2	23,2	15,6	17,5
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	62,2	80,8	25,5	18,7	69,1	96,8
Materielle aktiver i alt	617,9	655,7	605,5	527,1	507,8	499,5
Investeringsjendomme	56,4	52,8	49,1	45,4	42,7	41,3
Finansielle aktiver						
Kapitalandele i associerede selskaber	15,8	6,3	9,5	5,3	5,7	5,6
Andre finansielle tilgodehavender	88,2	52,0	60,4	41,4	40,1	46,6
Finansielle aktiver i alt	104	58,3	69,9	46,7	45,8	52,2
Udskudte skatteaktiver	21,2	22,7	104,9	140,4	144,1	139,9
Langfristede aktiver i alt	1249,5	1.206,7	1.271,0	1.253,9	1.336,6	1.444,2
Varebeholdninger	694,3	801,4	593,3	563,6	563,0	665,0
Tilgodehavender						
Tilgodehavender fra salg	733,8	593,0	407,9	417,9	365,2	539,9
Tilgodehavender hos associerede selskaber	8,5		1,4	1,5	1,7	2,4
Tilgodehavende selskabsskat	27,0	39,7	21,7	21,2	13,3	12,4
Andre tilgodehavender	30,0	38,9	31,6	27,6	24,3	50,4
Periodeafgrænsningsposter	22,8	30,5	28,4	22,4	15,0	18,8
Tilgodehavender i alt	822,1	702,1	491,0	490,6	419,5	623,9
Likvide beholdninger	196,4	107,1	258,1	253,6	189,1	159,1
Langfristede aktiver bestemt for salg						
Kortfristede aktiver i alt	1.712,8	1.610,6	1.342,4	1.307,8	1.171,6	1.448,0
Aktiver i alt	2.962,3	2.817,3	2.613,4	2.561,7	2.508,2	2.892,2

Balance Passiver						
<i>(mio DKK)</i>	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012
Egenkapital						
Aktiekapital	120,8	120,8	362,4	362,4	362,4	362,4
Indbetalt overkurs	14,6	14,6	232,1	232,1		
Reserve for valutakursregulering	-17,3	-42,9	-39,6	13,1	25,1	25,1
Reserver vedr. regnskabsmæssig afdækning af fremtidige pengestrømme	0,1		-1,0	-5,0	-10,9	8,3
Overført resultat	1.557,7	1.379,2	960,5	892,1	1.161,1	1.230,2
Egenkapital, moderselskabets aktionærer	1.675,9	1.471,7	1.514,4	1.494,7	1.537,7	1.626,0
Minoritetsinteresser	6,0	12,1	2,3	1,5	0,6	0
Egenkapital i alt	1.681,9	1.483,8	1.516,7	1.496,2	1.538,3	1.626,0
Langfristede forpligtelser						
Pensioner	9,7	9,5	7,0	7,8	9,0	9,8
Udskudt skat	67,8	64,2	4,8	6,2	8,1	15,4
Hensatte forpligtelser	97,0	77,3	78,1	78,2	81,5	86,2
Realkreditintitutter	93,4	235,7	230,3	225,8	219,5	212,9
Kreditintitutter	97,1	101,1	95,7	52,8		
Øvrige langfristede forpligtelser	6,1	6,6	6,7	6,9	0,9	0,9
Langfristede forpligtelser i alt	371,1	494,4	422,6	377,7	319,0	325,2
Kortfristede forpligtelser						
Realkreditintitutter, afdrag inden for 1 år	14	8,5	6,5	4,6	6,4	6,6
Kreditintitutter, afdrag inden for 1 år	32,4	42,9	32,6	42,8		150,0
Kreditintitutter, øvrigt	39,5	53,7	13,0	11,9	47,7	37,8
Hensatte forpligtelser	33,3	46,0	65,7	52,7	56,4	54,8
Leverandører af varer og tjensteydelser	213,7	216,0	188,3	259,4	199,8	384,8
Gæld til associerede selskaber		1,8				
Selskabsskat	122,3	66,3	21,2	20,0	21,7	27,8
Anden gæld	356,2	320	324,6	289,9	303,9	259,9
Periodeafgrænsningsposter	97,9	83,9	22,2	6,5	15,0	19,3
Kortfristede forpligtelser i alt	909,3	839,1	674,1	687,8	650,9	941,0
Forpligtelser i alt	1.280,4	1.333,5	1.096,7	1.065,5	969,9	1.266,2
Passiver i alt	2.962,3	2.817,3	2.613,4	2.561,7	2.508,2	2.892,2

Bilag 3 – Reformuleret balancer

(mio DKK)	31.05.2007	31.05.2008	31.05.2009	31.05.2010	31.05.2011	31.05.2012
Netto driftsaktiver (NOA)						
Goodwill	44,8	44,8	44,8	44,7	44,8	47,8
Erhvervede rettigheder	44,4	41,1	50,8	46,0	37,7	27,8
Færdiggjorte udviklingsprojekter	244,6	218,8	200,6	249,1	191,7	296,8
Udviklingsprojekter under udførelse	116,2	112,5	145,4	154,5	322,0	338,9
Grunde og bygninger	252,1	274,4	269,9	240,9	227,8	210,3
Produktionsanlæg og maskiner	203,8	221,8	229,5	209,4	164	145,6
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	70,7	50	48,4	34,9	31,3	29,3
Indretning af lejede lokaler	29,1	28,7	32,2	23,2	15,6	17,5
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Investeringsejendomme	62,2	80,8	25,5	18,7	69,1	96,8
Kapitalandele i associerede selskaber	56,4	52,8	49,1	45,4	42,7	41,3
Kapitalandele i associerede selskaber	15,8	6,3	9,5	5,3	5,7	5,6
Andre finansielle tilgodehavender	88,2	52,0	60,4	41,4	40,1	46,6
Udskudte skatteaktiver	21,2	22,7	104,9	140,4	144,1	139,9
Varebeholdninger	694,3	801,4	593,3	563,6	563	665
Tilgodehavender fra salg	733,8	593	407,9	417,9	365,2	539,9
Tilgodehavender fra associerede selskaber	8,5	0	1,4	1,5	1,7	2,4
Tilgodehavende selskabsskat	27	39,7	21,7	21,2	13,3	12,4
Andre tilgodehavender	30	38,9	31,6	27,6	24,3	50,4
Periodeafgrænsningsposter	22,8	30,5	28,4	22,4	15	18,8
Drifts likviditet	43,76	40,92	27,90	27,62	28,67	30,08
Langfristede aktiver bestemt for salg		0	0	0	0	0
Driftsaktiver (OA)	2.809,7	2.751,1	2.383,2	2.335,7	2.347,8	2.763,2

Driftsforpligtelser (OL)						
Pensioner	9,7	9,5	7	7,8	9	9,8
Udskudt skat	67,8	64,2	4,8	6,2	8,1	15,4
Hensatte forpligtelser (lang og kort)	130,3	123,3	143,8	130,9	137,9	141,0
Leverandører af varer og tjensteydelser	213,7	216	188,3	259,4	199,8	384,8
Gæld til associerede selskaber	0	1,8	0	0	0	0
Selskabsskat	122,3	66,3	21,2	20	21,7	27,8
Anden gæld	356,2	320	324,6	289,9	303,9	259,9
Periodeafgrænsningsposter	97,9	83,9	22,2	6,5	15	19,3
	997,9	885,0	711,9	720,7	695,4	858,0
Netto driftsaktiver (NOA)	1.811,8	1.866,1	1.671,3	1.615,0	1.652,4	1.905,2
Netto finansielle forpligtelser (NFO)						
Likvide beholdninger	- 152,64	- 66,18	- 230,21	- 225,99	- 160,43	- 129,02
Realkreditinstitutter (lang og kort)	107,4	244,2	236,8	230,4	225,9	219,5
Kreditinstitutter (lang og kort)	129,5	144,0	128,3	95,6	0,0	150,0
Kreditinstitutter, øvrigt	39,5	53,7	13	11,9	47,7	37,8
Øvrige langfristede forpligtelser	6,1	6,6	6,7	6,9	0,9	0,9
Netto finansielle forpligtelser	129,86	382,32	154,60	118,82	114,07	279,18
Koncernegenkapital	1.681,9	1.483,8	1.516,7	1.496,2	1.538,3	1.626,0
Minoritetsinteresser (MIN)	6	12,1	2,3	1,5	0,6	0
Egenkapital, moderselskabets aktionærer (CSE)	1.675,9	1.471,7	1.514,4	1.494,7	1.537,7	1.626,0

Bilag 4 – Reformuleret resultatopgørelse

<i>(mio DKK)</i>	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	Q3
Nettoomsætning	4.375,7	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7	2074
Produktionsomkostninger	-2.338,0	-2.199,6	-1.683,8	-1.672,0	-1.711,4	-1.792,0	1242,9
Bruttoresultat	2.037,7	1.892,4	1.105,7	1.089,5	1.155,5	1.215,7	831,1
Udviklingsomkostninger	-458,8	-545,5	-462,7	-342,8	-311,4	-337,4	-348,1
Distributions- og marketingsomkostninger	-910,2	-1.003,5	-928,9	-708,5	-660,8	-654,3	-568,3
Administrationsomkostninger	-138,7	-148,7	-104,5	-85,3	-123,5	-101,6	-64,1
Resultat af primær drift	530,0	194,7	-390,4	-47,1	59,8	122,4	-149,4
Gevinst ved salg af kapitalandele	11,5						
Resultat af kapitalandele efter skat	-1,1	-11,2	2,3	-6,7	0,2	-2,1	
Tab ifm. udnyttelse af optioner	-13,2						
Praksisændring, efter skat			-3,1				
Valutakursreguleringer, efter skat	1,5	6,6	-12,3	12,8	12		
Ændring i dagsværdi finansielle instrumenter, efter skat	0,1	-0,1	-1	-2,7	-4,5	14,4	-4,2
Driftsoverskud før skat	528,8	190,0	-404,5	-43,7	67,5	134,7	- 153,6
Skat driftsoverskud	-156,8	-55	106,3	17,7	-17	-34,9	44,1
Andet driftsoverskud							
Omstruktureringssomkostninger			-105,5				
Andre driftsindtægter				13,3			
Skat herpå (25%; 2006/07 dog 28%)			26,4	-3,3			
Driftsoverskud i alt efter skat	372,0	135,0	-377,3	-16,0	50,5	99,8	- 109,5
Netto finansielle omkostninger	-16,0	-29,8	-29,8	-9,1	-19,9	-16,1	-18,4
Skattefordel (25%; 2006/07 dog 28%)	4,5	7,5	7,5	2,3	5,0	4,0	1,2
Omkostninger ved kapitalforhøjelse				-2,8			
Totalindkomst - koncernen	360,5	112,7	-399,7	-25,6	35,6	87,7	-126,7
Minoritetsinteresser	-5,1	-7,6	-2,3	-1,5	-1,1		
Totalindkomst - aktionærer i moderselskabet	355,4	105,1	- 402,0	- 27,1	34,5	87,7	

Bilag 5 – Budgetforudsætninger

Budgetforudsætninger							
	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Salgsvækst i pct. AV	-25,0%	0%	3%	8%	10%	8%	3,0%
Salgsvækst i pct. B&O Play	60,0%	35,0%	25,0%	25,0%	15,0%	10,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Automotive	21,0%	14,0%	10,0%	10,0%	10,0%	7,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Icepower	-12,0%	3,0%	5,0%	11,0%	11,0%	8,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Total	-6,9%	10,4%	10,3%	13,6%	11,7%	8,5%	3,0%
Bruttoavanceprocent - AV	44,2%	44,0%	45,0%	46,0%	46,0%	46,0%	46,0%
Bruttoavanceprocent - B&O Play	30,0%	31,0%	32,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Bruttoavanceprocent - Automotive	36,5%	37,0%	37,5%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
Bruttoavanceprocent - Icepower	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Udviklingsomkostning i pct. af salg	16,5%	14,0%	14,0%	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%
Distributions- og marketingsomkostninger i pct. af salg	27,0%	22,0%	22,0%	21,0%	21,0%	20,0%	20,0%
Administrationsomkostninger i pct. af salg	3,0%	3,0%	2,8%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%
Effektiv skatteprocent	25,0%	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Bilag 6 – Proforma opgørelse af budget

Pro forma opgørelser	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Resultatopgørelser								
Nettoomsætning AV	2061	1.545,8	1.545,8	1.592,1	1.719,5	1.891,4	2.042,8	2.104,0
Nettoomsætning B&O Play	378	604,8	816,5	1.020,6	1.275,8	1.467,1	1.613,8	1.662,2
Nettoomsætning Automotive	454	549,3	626,2	688,9	757,8	833,5	891,9	918,6
Nettoomsætning Icpower	115	101,2	104,2	109,4	121,5	134,9	145,6	150,0
Nettoomsætning i alt	3.008,0	2.801,1	3.092,7	3.411,0	3.874,5	4.326,9	4.694,1	4.834,9
Bruttofortjeneste - AV		683,2	680,1	716,5	791,0	870,1	939,7	967,9
Bruttofortjeneste - B&O Play		181,4	253,1	326,6	421,0	484,1	532,6	548,5
Bruttofortjeneste - Automotive		200,5	231,7	258,3	287,9	316,7	338,9	349,1
Bruttofortjeneste - Icpower		50,6	52,1	54,7	60,7	67,4	72,8	75,0
Bruttofortjeneste i alt		1.115,8	1.217,1	1.356,1	1.560,7	1.738,4	1.884,0	1.940,5
Udviklingsomkostninger		462,2	433,0	477,5	503,7	562,5	563,3	580,2
Distributions- og marketingsomkostninger		756,3	680,4	750,4	813,6	908,7	938,8	967,0
Administrationsomkostninger		84,0	92,8	95,5	102,7	108,2	117,4	120,9
Driftsoverskud fra salg, før skat		-186,7	10,9	32,6	140,7	159,0	264,5	272,4
Skat på OI _{salg}		-46,7	2,7	7,7	30,9	35,0	58,2	59,9
OI, efter skat		-140,1	8,2	24,9	109,7	124,1	206,3	212,5
Netto finansielle omkostninger		7,5	8,1	5,7	6,4	6,8	8,2	8,4
Nettooverskud		-147,5	0,1	19,2	103,3	117,3	198,1	204,1

Bilag 7 – Budgetforudsætninger ved værdiansættelse af nuværende strategi

Budgetforudsætninger							
	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Salgsvækst i pct. AV	-20,0%	18%	20%	20%	20%	15%	3,0%
Salgsvækst i pct. B&O Play	65,0%	45,0%	40,0%	37,0%	33,0%	30,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Automotive	25,0%	30,0%	30,0%	25,0%	23,0%	20,0%	3,0%
Salgsvækst i pct. Icpower	-12,0%	15,0%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	3,0%
Bruttoavanceprocent - AV	44,2%	44,0%	45,0%	46,0%	47,0%	47,0%	47,0%
Bruttoavanceprocent - B&O Play	30,0%	31,0%	32,0%	33,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Bruttoavanceprocent - Automotive	36,5%	37,0%	37,5%	38,0%	39,0%	39,0%	40,0%
Bruttoavanceprocent - Icpower	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Udviklingsomkostning i pct. af salg	16,5%	13,0%	12,0%	11,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Distributions- og marketingsomkostninger i pct. af salg	27,0%	21,0%	19,0%	18,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Administrationsomkostninger i pct. af salg	3,0%	2,8%	2,6%	2,5%	2,3%	2,3%	2,3%
Effektiv skatteprocent	25,0%	24,5%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Bilag 8 – Proforma opgørelse ved værdiansættelse af nuværende strategi

Pro forma opgørelser	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	Herefter
Resultatopgørelser								
Nettoomsætning AV	2061	1.648,8	1.945,6	2.334,7	2.801,6	3.362,0	3.866,3	3.982,3
Nettoomsætning B&O Play	378	623,7	904,4	1.266,1	1.734,6	2.307,0	2.999,1	3.089,0
Nettoomsætning Automotive	454	567,5	737,8	959,1	1.198,8	1.474,6	1.769,5	1.822,6
Nettoomsætning Icepower	115	101,2	116,4	131,5	147,3	163,5	179,8	185,2
Nettoomsætning i alt	3.008,0	2.941,2	3.704,1	4.691,4	5.882,3	7.307,0	8.814,7	9.079,1
Bruttofortjeneste - AV		728,8	856,1	1.050,6	1.288,8	1.580,1	1.817,1	1.871,7
Bruttofortjeneste - B&O Play		187,1	280,4	405,2	572,4	807,4	1.049,7	1.081,2
Bruttofortjeneste - Automotive		207,1	273,0	359,7	455,6	575,1	690,1	729,0
Bruttofortjeneste - Icepower		50,6	58,2	65,8	73,6	81,7	89,9	92,6
Bruttofortjeneste i alt		1.173,6	1.467,6	1.881,2	2.390,4	3.044,4	3.646,8	3.774,5
Udviklingsomkostninger		485,3	481,5	563,0	647,1	730,7	881,5	907,9
Distributions- og marketingsomkostninger		794,1	777,9	891,4	1.058,8	1.242,2	1.498,5	1.543,4
Administrationsomkostninger		88,2	103,7	122,0	147,1	168,1	202,7	208,8
Driftsoverskud fra salg, før skat		-194,0	104,5	304,9	537,4	903,4	1.064,1	1.114,3
Skat på OI _{salg}		-48,5	25,6	71,6	118,2	198,8	234,1	245,1
OI, efter skat		-145,5	78,9	233,2	419,2	704,7	830,0	869,1
Netto finansielle omkostninger		7,5	9,7	7,0	7,9	9,1	10,2	10,5
Nettooverskud		-153,0	69,1	226,2	411,3	695,6	819,9	858,7