

H.D. studiet i Finansiering
Hovedopgave - forår 2010

Opgaveløser: Jakob Dueholm Bach
Vejleder: Lennart Jønsson



Opgave nr. 7

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse
af den unoterede virksomhed LEGO A/S (Koncernniveau)

Handelshøjskolen i København

Resumé

I denne rapport værdiansættes LEGO Koncernen på baggrund af en strategisk-regnskabsanalyse. Markedet for legetøj analyseres, og de vigtigste markeder identificeres. LEGO Koncernen sammenlignes bl.a. med væsentlige konkurrenter som Mattel og Hasbro. Værdiansættelsen gennemføres ved anvendelse af DCF-modellen, og resultatet sammenlignes med en relativ værdiansættelse (P/E). Den estimerede værdi af egenkapitalen bliver i DCF-modellens hovedscenarie ca. 48,9 mia. DKK., mens den maksimale værdi på baggrund af (P/E) bliver 45,9 mia. DKK. Der simuleres på resultatet via en følsomhedsanalyse. Det undersøges supplerende, om eksempelvis manglende diversifikation hos hovedaktionæren, eller illikviditet skal medføre reduktion af værdien.

1. INDLEDENDE AFSNIT	5
1.1 INDLEDNING	5
1.2 PROBLEMFORMULERING	5
1.3 AFGRÆNSNING	6
1.4 STRUKTUR OG METODE	9
1.4.1 STRATEGISK ANALYSE	10
1.4.2 REGNSKABSANALYSE	10
1.4.3 BUDGETTERING	10
1.4.4 VÆRDIANSÆTTELSE	10
1.4.5 KONKLUSION	11
1.4.6 MÅLGRUPPE	11
1.4.7 KILDER OG KRITIK	11
1.4.8 DATA	12
2. VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE	12
2.1 HISTORIE	14
2.2 FORRETNINGSOMRÅDER OG PRODUKTER	18
2.2.1 FORRETNINGSOMRÅDER	18
2.2.2 PRODUKTER	19
2.3 EJERFORHOLD OG KONCERNSTRUKTUR	21
3. STRATEGISK ANALYSE	22
3.1 DET GLOBALE MARKED FOR LEGETØJ OG VIDEOSPIL	22
3.1.1 MARKEDSBESKRIVELSE	23
3.1.2 VIGTIGE MARKEDER OG DERES STØRRELSE	25
3.1.3 UDVIKLINGEN PÅ MARKEDET FOR LEGETØJ OG SPIL	25
3.1.4 MARKEDSSTATUS OG ANALYTIKERNES FORVENTNINGER TIL FREMTIDEN	29
3.2 STRATEGISK ANALYSE FOR LEGO KONCERNEN	30
3.2.1 PÅVIRKNING FRA DET OMLIGGENDE SAMFUND	31
3.2.2 BRANCHE NIVEAU	35
3.2.2.1 Porters Five Forces	37
3.2.3 LEGO KONCERNENS INTERNE FORHOLD	44
3.3 OPSUMMERING – STRATEGISK ANALYSE	52
4. REGNSKABSANALYSE	53
4.1 ANVENDTE REGNSKABSPRAKSIS	54
4.2 REFORMULERING AF ÅRSREGNSKABET	54
4.2.1 REFORMULERING AF EGENKAPITALOPGØRELSEN	55
4.2.2 REFORMULERING AF BALANCEN	56
4.2.3 REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN	58
4.3 RENTABILITETSANALYSE	60
4.3.1 EGENKAPITALENS FORRENTNING	61
4.3.2 AFKAST PÅ DRIFTSRELATEREDE AKTIVITETER	62
4.3.3 AFKAST FRA FINANSIERINGSAKTIVITET	65
4.5 SAMMENLIGNING MED UDVALGTE KONKURRENTER	67
4.6 DELKONKLUSION - REGNSKABSANALYSE	73

5. BUDGETTERING	75
5.1.1 BUDGETTERING	75
5.1.2 BUDGET PERIODENS LÆNGDE	75
5.1.3 OMSÆTNING OG VÆKST	76
5.1.4 OVERSKUDSGRADEN FRA SALG FØR SKAT	77
5.1.5 NETTO DRIFTSAKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED	78
5.1.6 MARGINAL SELSKABSSKAT	78
5.2 PROFORMA OPGØRELSE AF DRIFTSOVERSKUD OG NDA	79
 6. VÆRDIANSÆTTELSE	 80
6.1 VÆRDIANSÆTTELSE MED DCF-MODELLEN	80
6.1.1 WACC – DEN VÆGTEDE GENNEMSNITLIGE KAPITALOMKOSTNING	81
6.1.2 KAPITALSTRUKTUR	81
6.1.3 ESTIMERING AF EJERAFKASTKRAVET	83
6.1.4 DEN RISIKOFRI RENTE	83
6.1.5 RISIKO DEFINITION	83
6.1.6 RISIKOPRÆMIEN PÅ AKTIEMARKEDET	84
6.1.7 SYSTEMATISK RISIKO (BETA)	85
6.1.7.1 Skal ejerafkastkravet justeres i en unoteret virksomhed?	87
6.1.8 GÆLDENS KAPITALOMKOSTNING	88
6.1.9 LEGO KONCERNENS WACC	89
6.1.10 TERMINALVÆRDIENS FORUDSÆTNINGER	89
6.2 DET FRIE CASH FLOW OG DFC-MODELLENS RESULTAT	90
6.2.1 FØLSOMHEDSANALYSE	91
6.2.1 ANDRE JUSTERINGER TIL DEN ESTIMEREDE VÆRDI	93
6.3 VÆRDIANSÆTTELSE MED EN RELATIV MODEL	94
OPSUMMERING PÅ VÆRDIANSÆTTELSEN	96
 7. KONKLUSION	 97
 8. LITTERATURLISTE	 100
 9. BILAG	 104
BILAG 1	105
BILAG 2	106
BILAG 3	108
BILAG 4	108
BILAG 5	109
BILAG 6	110
BILAG 7	111

1. Indledende afsnit

1.1 Indledning

Det er afhandlingens hovedformål, at foretage en værdiansættelse af den unoterede virksomhed LEGO A/S. Jeg har valgt emnet værdiansættelse, da det giver mig en unik mulighed for, at afprøve HD-studiets teori på et praktisk eksempel. Da mange af de børsnoterede selskaber, i bl.a. OMXC20, er analyseret i rigt omfang har jeg valgt LEGO¹ A/S ud fra nedenstående kriterier:

- En unoteret dansk virksomhed med et kendt brand, som størstedelen af danskerne har en referenceramme til.
- En virksomhed der tidligere har haft problemer med indtjeningen, men som har vendt udviklingen.
- En virksomhed der opererer internationalt.
- En virksomhed der ofte omtales i pressen.

1.2 Problemformulering

Der tages udgangspunkt i en fiktiv situation, hvor hovedaktionæren i LEGO A/S (KIRKBI A/S) ønsker en ekstern vurdering af legetøjsvirksomheden. På baggrund af resultatet ønsker de, at der udarbejdes en beregning af LEGO Koncernens markedsværdi. Eksterne analytikere, studerende og andre interesserede opfordres til at fremsende deres vurdering.

Til hvilke estimeret markedspris kan egenkapitalen i LEGO A/S værdiansættes, ud fra offentlig tilgængelig information, indsamlet i perioden frem til 16. april 2010?

¹ LEGO navnet er et registreret varemærke med særlige forhold omkring anvendelse, stavning mm. Der henvises til Virksomhedsprofil (2009) s. 19: I opgaven sættes der lighed mellem LEGO A/S og LEGO Koncernen. Koncernen har udgivet formalia til hvordan ”LEGO navnet” skal staves, da navnet ikke må stå alene.

For at besvare ovenstående hovedproblem vil følgende underspørgsmål blive anvendt:

- Hvilke strategiske faktorer har betydning for værdiansættelsen af LEGO Koncernen?
- Hvordan vurderes LEGO Koncernens rentabilitet, risiko og vækstpotentiale?
- Hvordan bestemmes beta i en unoteret virksomhed, når kursdata og markedsværdien af egenkapitalen ikke er tilgængelig?
- Skal afkastkravet til egenkapitalen korrigeres for manglende investor diversifikation, når der arbejdes med en unoteret virksomhed?
- Skal værdien af egenkapitalen korrigeres for illikviditet, når der arbejdes med en unoteret virksomhed?
- Hvordan vurderes resultatet fra værdiansættelsen?

1.3 Afgrænsning

Det endelige resultat af afhandlingens analyser afhænger bl.a. tilgængelig information, teoretiske og analytiske forudsætninger og opgavens omfangsmæssige størrelse. De valgte afgrænsninger er forsøgt præsenteret som følger:

Opgaven udarbejdes som en ekstern analyse, der kun baserer sig på offentlig tilgængelig information.

Til værdiansættelse af LEGO Koncernen, anvendes en kapitalværdibaseret metode kaldet DFC-modellen. Det teoretiske resultat fra DCF-modellen, er beregnet pr. 31/12 2009. Da selskabet ikke har nogen aktuelle aktiekurs at sammenligne med, er egenkapital værdien ikke fremdiskonteret (til eksempelvis 16. april 2010). Resultatet fra DCF-modellen, sammenlignes med resultatet fra en relativ værdiansættelsesmodel. De anvendte modeller vil blive præsenteret i opgaven, sammen med de nødvendige teoretiske forudsætninger. Opgaven afgrænses fra andre modeller.

Til udledning af ejerafkastkravet anvendes CAPM. For at estimere LEGO Koncernens betaværdi, analyseres niveauet hos udvalgte konkurrenter. Endvidere anvendes hjælpeværktøj fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer". Jeg er opmærksom på eksempelvis Millers og

Modigliani betarelation, der arbejder med ugearede/gearede betaestimer, men denne anvendes ikke i opgaven.

Nøgletalsanalysen anvender de fire regnskabsår i perioden 2006-2009. Da koncern i 2007 overgik til nye regnskabsprincipper jf. IFRS², er tidligere regnskaber ikke direkte sammenlignelige, hverken i resultatopgørelsen og balancen. Regnskabet 2007 er derfor anvendt, til fremskaffelse af de opdaterede oplysninger fra 2006.

Informationsniveauet i årsrapporterne er meget varierende. I 2007 er årsrapporten meget informativ og beskriver detaljeret fordeling af salget på regioner mm. I 2008 og 2009, er årsrapporten igen væsentlig begrænset i sin information og åbenheden er igen indskrænket.

I den overordnede præsentation vil regnskabsoplysninger, nøgletal mv. blive anvendt direkte fra de anførte årsregnskaber.

Aktierne i LEGO A/S er inddelt i aktieklasserne A, B og C. De har alle forskellige stemmerettigheder og forskellig ret til udbytte. Og det er ikke offentliggjort i årsrapporten hvordan aktiekapitalen, herunder de enkelte aktieklasser, er fordelt mellem ejerne. I opgaven er der ikke taget hensyn til disse forskelle, og der fokuseres derfor kun på den totale værdi af egenkapitalen.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i den værdiskabelse, som LEGO A/S skaber for ejerne. Rettighederne til "LEGO brandet" er af strategiske årsager placeret hos hovedaktionæren KIRKBI A/S. Der betales licens / royalties fra LEGO A/S, for deres brug af varemærket, og disse betalinger indgår i virksomhedens produktionsomkostninger. Det er antaget at denne aftale løber uændret og, at omkostningen for anvendelse af varemærket fremadrettet matcher det historiske niveau. Varemærkets placering behandles ikke yderligere i opgaven.

Det bemærkes endvidere, at LEGO Koncernen administrerer/modtager licensafgift, for andre virksomheders brug af LEGO varemærket. Denne post indgår i nettoomsætning, og udgjorde i 2009 ca. 0,9 % af denne. Det har ikke været muligt, at vurdere om LEGO Koncernen tjener på

² International Financial Reporting Standards

denne ordning, eller bare ”administrere” varemærket. Derfor er det antaget, at disse licensindtægter matcher, med en del af den licensafgift, som LEGO Koncernen betaler til varemærke ejeren KIRKBY A/S (indgår i produktionsomkostningerne). Det betyder at niveauet for nettoomsætningen og produktionsomkostningerne sløres marginalt, men driftsoverskud bliver det samme, som hvis det præcist var muligt, at udskille tallene.

Da LEGO Koncernen omsætter i hele verden, har koncernen naturligvis en risiko/option forbundet med handel i fremmed valuta. I opgaven er emnet ikke særskilt behandlet. Koncernen afdækker valuta på kort sigt, og det forudsættes at koncernen på langsigst kan tilpasse sig eventuelle ændringer³.

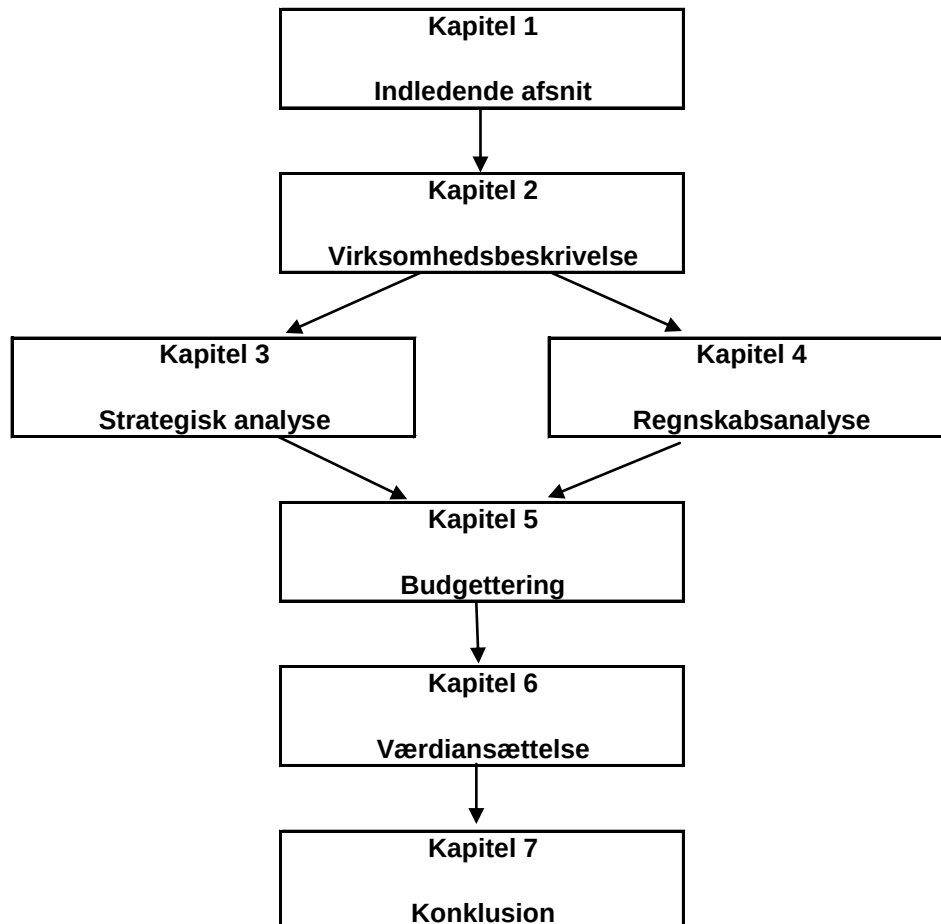
Det kan ikke afvises, at LEGO Koncernen har enkelte mindre engagementer med finansiel leasing, men der er ikke korrigeret for dette i opgaven.

³ LEGO Koncernens årsrapport (2009) s. 37

1.4 Struktur og metode

Med afsæt i problemformuleringen er afhandlingen struktureret, som det fremgår af figur 1.

Figur 1: Afhandlingens struktur



Kilde: Egen tilvirkning, frit efter Ole Sørensen (2009) s. 21

Strukturen er anvendt for at skabe en logisk og flydende proces. Efter en historisk præsentation af LEGO Koncernen, udarbejdes en strategisk analyse og en regnskabsanalyse. Resultaterne danner grundlaget for de udvalgte input til budgettering og værdiansættelsen.

1.4.1 Strategisk analyse

Via den strategiske analyse vurderes de nuværende, og fremtidige udsigter for LEGO Koncernens konkurrenceevne (komparative fordele), med udgangspunkt i nedenstående analyse modeller:

- | | |
|-----------------------|--|
| ➤ PEST-modellen | <i>(Analyse af omverdenen og samfundets indvirkning)</i> |
| ➤ Porters Five Forces | <i>(Brancheanalyse –LEGO og Legetøjsbranchen)</i> |
| ➤ Boston Matricen | <i>(Analyse af koncernens produkter)</i> |
| ➤ Porters Værdikæde | <i>(Analyse af LEGO Koncernens værdiskabelse)</i> |
| ➤ SWOT -analyse | <i>(Styrker, svagheder, muligheder og trusler)</i> |

Da LEGO koncernen er en forholdsvis lukket virksomhed, og flere vigtige informationer ikke er tilgængelige, kan flere af modellerne ikke anvendes i sin optimale form.

1.4.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i de valgte årsregnskaber for LEGO Koncernen, der er reformuleret⁴ og klargjort til analyseformål.

1.4.3 Budgettering

På baggrund af de to foregående analyser udarbejdes der et budget for LEGO Koncernens fremtidige indtjening mv.

1.4.4 Værdiansættelse

I værdiansættelsen anvendes en DCF-model⁵. I processen beregnes bl.a. virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) på baggrund af estimater for ejerafkastkravet, samt virksomhedens omkostning på fremmedkapital. Resultatet af værdiansættelsen vil blive sammenlignet med resultatet fra en relativ model.

⁴ Processen beskrives under kapitel 4

⁵ Discounted cash flow model

1.4.5 Konklusion

Konklusionen vil opsamle afhandlingens hovedpointer, og sikre en besvarelse af problemformuleringen.

1.4.6 Målgruppe

Målgruppen for afhandlingen er primært studerende og undervisere ved studiet H.D. i Finansiering på Copenhagen Business School, hvorfor der forventes et vist kendskab til de anvendte fagudtryk, teorier og modeller.

1.4.7 Kilder og kritik

De anvendte kilder er offentlig tilgængelig information, samt datamateriale og artikler jeg har haft adgang til via biblioteket på CBS. Læseren bedes være opmærksom på, at årsregnskaber, avisartikler mv. vil indeholde subjektivinformation om forventninger, holdninger, synspunkter eller lignende.

De anvendte kilder dækker efter min vurdering et troværdigt udgangspunkt. De anvendte bøger og artikler vurderes ubetinget troværdige, da de alle er skrevet af anerkendte undervisere fra danske, engelske eller amerikanske universiteter.

Opgaver fra andre studerende, vurderes troværdig på et normalt akademisk niveau, fejl kan ikke udelukkes, men jeg har foretaget stikprøvekontrol på de henvisninger jeg har anvendt.

Det anvendte data fra markedsdatabaser⁶, er primært estimerede makroøkonomiske nøgletal, baseret på variable som BNP, demografi, mv. Det indebærer af den årsag, en hvis usikkerhed.

Der henvises direkte til dataleverandøren for varedeklaration og forudsætninger for data.

Af litteraturlisten i kapitel 8, fremgår en signaturforklaring på de henvisninger der er anvendt i opgaven. Der er kun anvendt forkortelser på bøger, videnskabelige artikler og opgaver.

⁶ EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database

1.4.8 Data

I opgaven er figurer, tabeller tegninger mv. primært placeret i selve opgaven. Enkelte henvisninger er sekundære placeret i opgavens bilag. Der er anvendt 3 Excel regneark, ved opgavens udarbejdelse, hvorfra de anvendte beregninger og originaldata kan findes.

Tabel 1: Illustration af opgavens vedlagt Excel regneark

LEGO_analysedata	LEGO_konkurrent_analyse	TG_markedsdata ⁷
------------------	-------------------------	-----------------------------

Kilde: Egen bearbejdning

2. Virksomhedsbeskrivelse

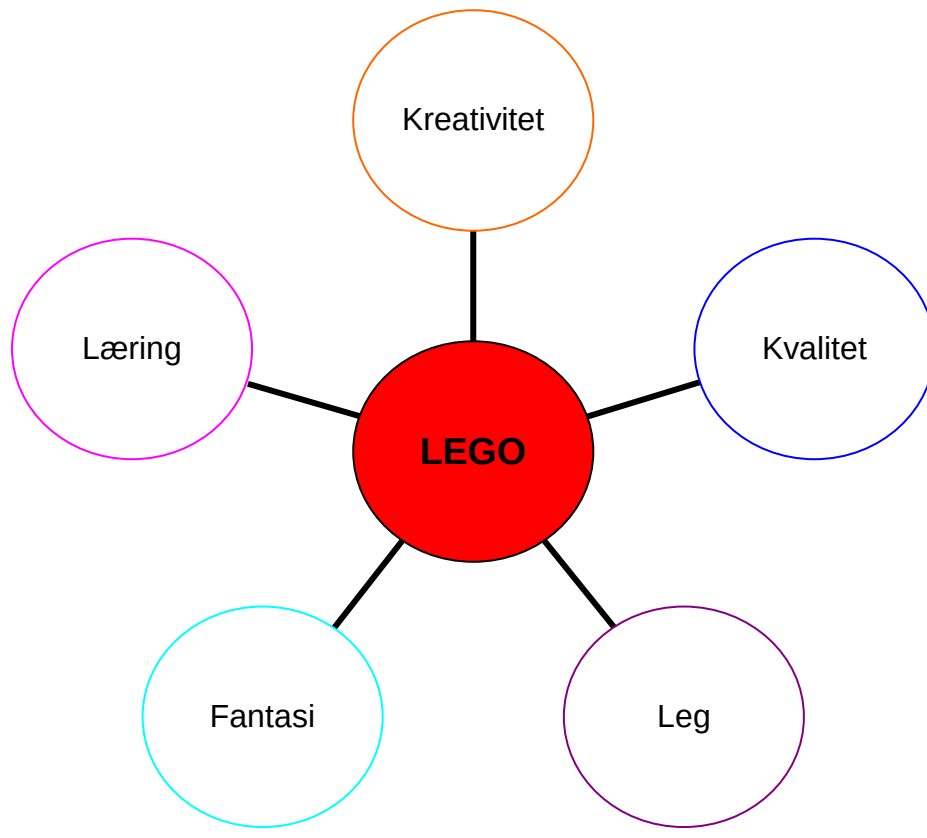
LEGO produkterne handler om **“læring gennem leg”**⁸.

LEGO Koncernen tilbyder gennem deres byggeklodser mm., børn muligheden for at eksperimentere med deres fantasi og kreativitet. Ønsket er at give børnene et legetøj, der udvikler deres kompetencer indenfor kreativ problemløsning, nysgerrighed, fantasi, motoriske egenskaber og evnen til at omgås andre.

⁷ TG = Toys & Games

⁸ <http://www.lego.com/dan/info/default.asp?page=vision>

Figur 2: LEGO Koncernens ønskede bidrag til børnenes legeoplevelse



Kilde: Egen bearbejdning, frit efter information fra www.lego.com

I 2008 kunne LEGO klodsen fejre 50 års fødselsdag⁹, mens nettoomsætningen på koncernniveau nåede DKK 9,5 mia. og antallet af fuldtidsansatte medarbejdere var gennemsnitligt 5.388 personer. Samtidig var de den 6.⁹ største legetøjsproducent i verden målt på omsætning. LEGO Koncernen er i dag repræsenteret i 32¹⁰ lande, bl.a. med selvstændig produktionskapacitet i Danmark, Mexico og flere af de gamle østlande. Virksomhedens produkter sælges i over 130 lande. Se bilag 1 for koncerndiagram.

⁹ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 8

¹⁰ <http://www.lego.com/dan/info/default.asp?page=locations>

2.1 Historie

Nedenstående er en opsummering af LEGO koncernens mangeårige historie, og fremhæver udvalgte begivenheder og produktlanceringer. For en komplet historisk gennemgang henvises til hjemmesiden for LEGO Koncernen¹¹, samt bøger om emnet.

Det startede i Billund, i året 1932¹² da grundlæggeren af LEGO Koncernen, tømrermester Ole Kirk Christiansen opfandt LEGO Navnet ved, at jonglere med ordene **leg** og **godt**. Han arbejder ud fra mottoet ”kun det bedste er godt nok”¹³, hvilket har fulgt virksomheden lige siden. I starten var legetøjet lavet i træ, men fra 1947 eksperimenterede de også med plastiklegetøj, og i 1949 lancerede de den første byggeklods i plastik. Fra 1950 overtog sønnen Godtfred Kirk Christiansen posten som direktør, og han lancerede ”LEGO system i leg” filosofien, med ”LEG og LÆR” konceptet¹⁴. I 1958 blev den berømte LEGO klods præsenteret, med sit unikke sammensætning system, og fundamentet til det LEGO vi kender i dag var lagt. (Klodsens blev endvidere patenteret).

I årene efter blev der etableret salgskanaler i Norden og Tyskland. I 1960 nedlægges produktionen af trælegetøj, og LEGO Koncernen begynder at målrette legetøjet til børnenes forskellige alders trin, hvorfor bl.a. DUBLO¹⁴ klodsens blev introduceret til de mindste børn.

I 1964 åbnes Billund Lufthavn bl.a. som følge af LEGO koncernens stigende aktivitet. I 1968 åbner LEGOLAND i Billund, som den første af koncernens forlystelsesparker. I perioden 1970-1979 introduceres bl.a. produktserierne LEGO TECHNIC og LEGO-familien. I 1973 starter barnebarnet Kjeld Kirk Kristiansen i virksomhedens afdeling i Schweiz. Kjeld Kirk Kristiansen blev administrerende direktør i 1979¹⁵, og han satte fra start yderligere fokus på ”system i systemet”, og ønskede at koncernen blev endnu bedre til at målrette produkterne til det enkelte barns udvikling og behov¹⁵.

I 1982 kunne virksomheden fejre 50 års jubilæum, mens de i 1985 opnåede status som kongelig hofleverandør. Ved hjælp af partnerskaber med bl.a. Massachusetts Institut of Technology, fik koncernen fra 1984 yderligere værdifuld viden om teknologi og indlæring¹⁶. Samarbejdet medførte bl.a. LEGO TECHNIC computer styring og andre LEGO robotter.

¹¹ <http://www.lego.com/dan/info/default.asp>

¹² LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 8

¹³ www.lego.com

¹⁴ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 9

¹⁵ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 9

¹⁶ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 10

I 1989 introducerede de Pirat-linjen, mens det særlige pigeprodukt LEGO BELVILL blev sendt på markedet i 1994¹⁶. I 1996 åbnede koncernen sin første LEGOLAND park i England¹⁷.

I 1997 offentliggjorde LEGO Koncernen for første gang et samlet regnskab, hvor resultatet viste et kraftigt fald i indtjeningen og stagnation i omsætningen. I 1998 offentliggjorde koncernen at de havde indgået en licensaftale med Lucasfilm Ltd.¹⁸. Den gav koncernen ret til, at producerer Star Wars legetøj baseret på de berømte film. Men 1999 var også året, hvor koncernen fik sit første underskud siden 1945. Derfor satte man gang i en større omstrukturering, men på trods af dette, åbnede de LEGOLAND i Californien. LEGO Koncernen gennemgik sin hidtil største krise i år 2000, hvor koncernen fik et gigantisk underskud på næsten en milliard kroner. Det betød bl.a., at LEGO Fonden blev storaktionær, og eneejer¹⁹ sammen med ”LEGO Familien”. I 2003 kunne LEGO Koncernen præsentere en Harry Potter linje, og samme år gik de sammen med filmselskabet Miramax, om produktion af en film baseret på deres Bionicle produkt. I periode 2003-2004 oplevede koncernen sin værste historiske udfordring. I begge regnskabsår var der et massivt underskud, der satte spørgsmålstegn ved koncernens eksistensberettigelse²⁰.

¹⁷ Andersen og Dinesen (2003) s. 25

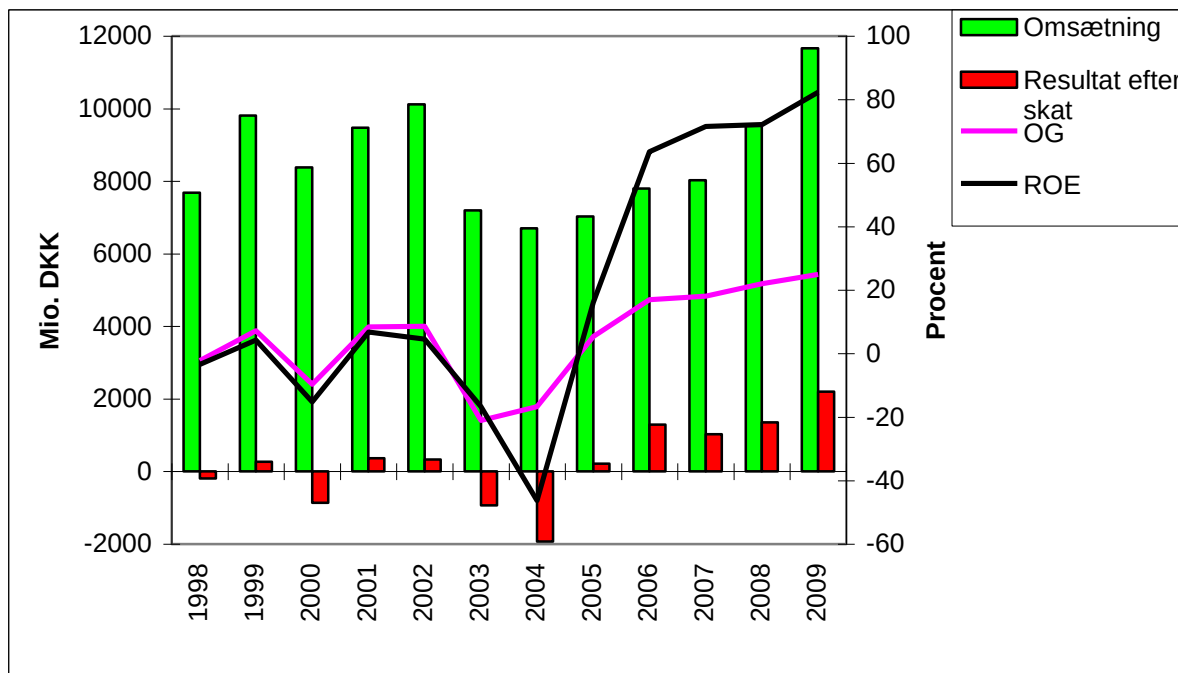
¹⁸ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 11

¹⁹ Andersen og Dinesen (2003) s. 12

²⁰ LEGO Koncernens årsregnskab 2007 s. 11

Af Figur 3 ses LEGO koncernens regnskabsmæssige resultater i perioden 1998-2009, sammen med nøgletallet overskudsgraden og egenkapitalens forrentning.

Figur 3: LEGO Koncernen (Netto) omsætning, resultat efter skat og udvalgte nøgletal (1998-2009)



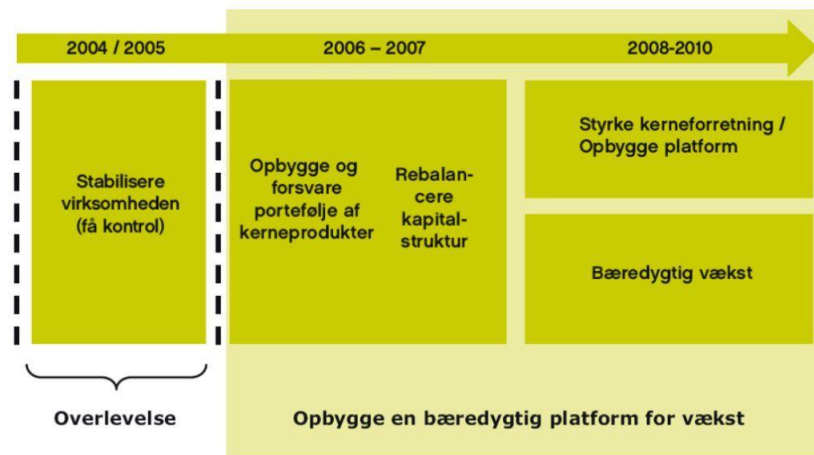
Kilde: Egen udarbejdelse, baseret direkte på koncernregnskabet 2002, 2004 og 2009.

Note: OG = Overskudsgraden, ROE = Egenkapitalens forrentning

I løbet af 2004 afløste den nuværende direktør Jørgen Vig Knudstorp, Kjeld Kirk Kristiansen som administrerende direktør for koncernen. Det var første gang, at selskabets administrerende direktør ikke kom fra Kirk Familien. Kjeld Kirk Kristiansen fortsatte sit arbejde i bestyrelsen, hvor han fortsat bidrager her i 2009. Men også de yngre generationer af familien er kommet på banen, bl.a. er sønnen Thomas Kirk Kristiansen indtrådt i bestyrelsen i 2007²¹.

²¹ LEGO Koncernens årsregnskab 2009 s. 5

Figur 4: Strategisk retning for LEGO Koncernen 2004-2010



Kilde: LEGO Koncernens årsregnskab 2007 s. 11

Koncernen var efter det katastrofale resultat i 2004 ude i en reel overlevelseskamp. Siden 2004 har LEGO Koncernen, som det fremgår af

Figur 4, fulgt en strategisk retning, mod fornyet bæredygtig vækst. I processen har koncernen bl.a. solgt LEGOLAND parkerne til Merlin Intertainment, samt flyttet eller ændret selskabets interne og eksterne processer. Fra 2008 var målet, at opnå en organisk vækst på 3-7 % om året²².

LEGO Koncernen har i forbindelse med deres turnaround, reformuleret virksomhedens holdningsmæssige fundament, i form af Mission, Vision, Promise, Spirit & Values:

Figur 5: LEGO koncernens holdningsmæssige fundament

Mission	Inspire and develop the builders of tomorrow	
Vision	Inventing the Future of play	
Promises	Play Promise Joy of building. Pride of creation.	Partner Promise Mutual value creation.
	Planet Promise Positive impact.	People Promise Succeed together.
Spirit	"Only the best is good enough"	
Values	IMAGINATION – CREATIVITY – FUN – LEARNING – CARING – QUALITY	

Kilde: LEGO Koncernens ProgressReport 2009 s. 13

2.2 Forretningsområder og produkter

2.2.1 Forretningsområder

LEGO Koncernens forretningsområder er legetøj, brætspil, computerspil, film og accessories som tasker, tøj mm. Inden for de områder hvor koncernen ikke har sin primære kompetence, samarbejdes med eksterne partnere, bl.a. er LEGO Star Wars spil tidligere leveret af Edios²³. LEGO tøj og tasker produceres og sælges af virksomheden KABOOKI A/S²⁴, hvor LEGO koncernen også har en strategisk aktiepost. LEGO Koncernens primære forretningsområde er den traditionelle LEGO Klods. Men nye forretningsområder som brætspil samt deres

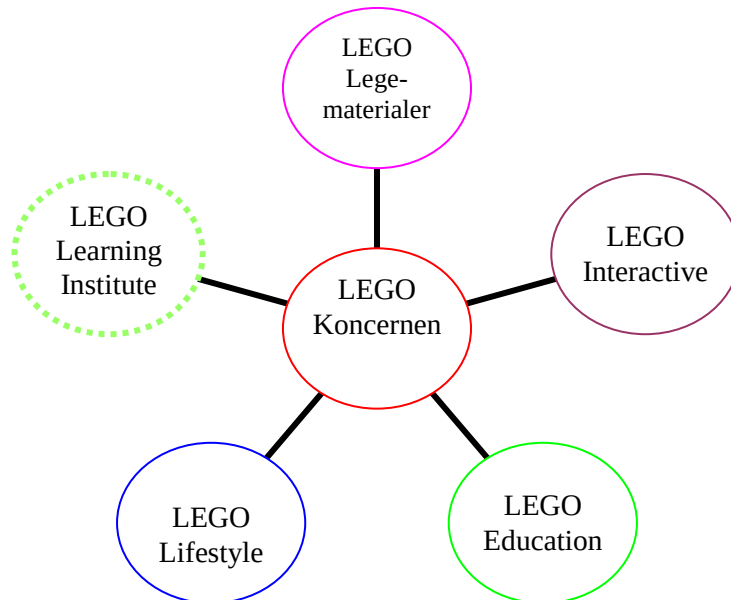
²² LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 15

²³ <http://www.eidosinteractive.com/games/info.html?gmid=156>

²⁴ <http://www.legowear.com/>

interaktive²⁵ platform på www.lego.com, med bl.a. onlinespil og computerbaserede byggemuligheder understøtter også forretningen.

Figur 6: LEGO Koncernens forretningsområder



Kilde: Egen bearbejdning - Frit efter information fra www.lego.dk

Note: LEGO Learning Institute er primært en support funktion med forskning i indlæring mm.

2.2.2 Produkter

LEGO Koncernens produkter er opdelt i mange forskellige kategorier, og flere af produkterne findes til forskellige aldersgrupper. Temaer som brandstationer, politi eller city findes både i førskoleprodukterne og til de lidt ældre børn. I vidt omfang findes produkterne både i en fysisk udgave, og i en online udgave.

Førskoleprodukter:

En kategori af produkter for børn mellem 2-6 år. Børnene skal inspireres til at bruge deres hænder og træne deres motoriske evner. Her er DUPLO serien placeret. Der er særlig fokus på sikkerhed, og alle produkter er udformet så selv børn under 2 år ikke kan sluge dem²⁶.

Bricks & More:

²⁵ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 5

²⁶ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 12

Store æsker og spande med LEGO klodser der opfordrer til fri leg og fantasifulde byggerier.

Figur 7: Udsnit af LEGO Koncernens produktpalette



Legetemaer:

Alle produkterne i denne serie er bygget op om temaer som, ridderborg, lufthavn, brandstation, politi, Bionicle mv.²⁷

Kilde: Billedet er fra www.lego.com

Licens produkter:

Licensprodukter er baseret på film og bøger, og her kan f.eks. nævnes Star Wars, Indiana Jones, Harry Potter eller Toy Story.

Mindstorms NXT:

Giver mulighed for at designe sine egen robotter, som styres med software så de kan udføre forskellige funktioner, med lys, lyd og motorer.

²⁷ LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009 s. 12

LEGO Education:

Specialprodukter der henvender sig til undervisningsbrug, hvor indlæringen kan styrkes og forbedres via praktisk udfordringer i byggeuniverset.

Nye satsninger

LEGO Koncernen har i 2009 introduceret sine brætspil (LEGO Games) på markederne i England og Tyskland med stor succes²⁸. I 2010 forventer koncernen at lancere produkterne i Nord Amerika og resten af Europa.

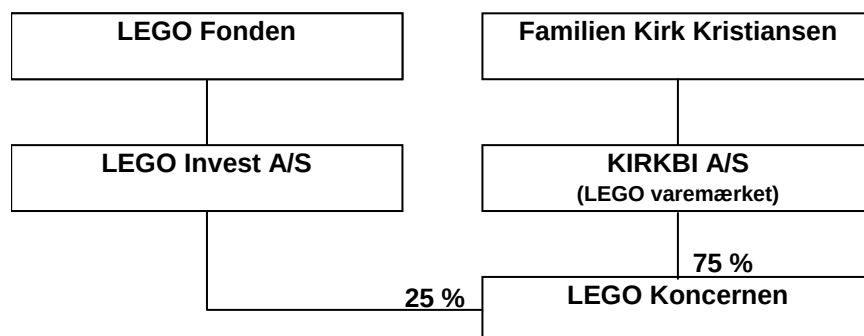
Endvidere forventer LEGO at lancere deres nye online computerspil ”LEGO Universe” i andet halvår af 2010²⁹. Der er tale om et multiplayer spil i samme genre, som det kendte ”World of Warcraft”³⁰. Målgruppen er de 8-12 årige drenge, selvom koncernen også håber at ældre LEGO Fans vil benytte spillet²⁹.

LEGO Koncernen forsøger løbende, at inspirere brugerne via hjemmesiden, computerspil eller DVD-tegnefilm.

2.3 Ejerforhold og koncernstruktur

LEGO Koncernen er primært et familieejet selskab, og efter nogle strukturelle ændringer hos ejerkredsen i 2007, ser ejerskabet ud som det fremgår af Figur 8.

Figur 8: Ejerne af LEGO Koncernen



note: 100 % ejerskab hvis ikke andet er angivet

²⁸ LEGO Koncernens årsregnskab (2009) s. 9

²⁹ www.computerworld.dk - LEGO's store online-spil tager form

³⁰ www.worldofwarcraft.com – se spillets hjemmeside for mere information.

Kilde: LEGO Koncerns årsregnskab 2007 s. 27

Familien Kirk Kristiansen besidder 75 % af aktierne, via selskabet KIRKBI A/S hvor også LEGO varemærket er placeret. De sidste 25 % ejes ultimativt af LEGO Fonden gennem LEGO Invest A/S.

3. Strategisk analyse

Kapitlet indledes med en analyse af det globale legetøjsmarked. Efterfølgende præsenteres en strategiske analyse, på samfunds-, branche- og virksomhedsniveau.

3.1 Det globale marked for legetøj og videospil

Der er mange leverandører af data og markedsanalyser, men de har alle det til fælles, at der er tale om estimer, baseret på makroøkonomiske nøgletal, samt leverandørens anvendte regneformler. I opgaven er det valgt, at anvende data fra (www.euromonitor.com), da man via biblioteket på CBS, har adgang til disse ”rådata” tilbage fra 2004. Andre leverandører er eksempelvis NPD Group (www.npd.com), som bl.a. Toy Industry Association Inc.³¹ henviser til i deres markedsestimat. Til illustration af de beregningsmæssige forskelle, anvendes nedenstående eksempel.

Figur 9: Detailværdien af markedet for legetøj - opgjort på dataleverandør – og relativ forskel

Mia. USD	Euromonitor	NPD Group	Relativ forskel Euromonitor ifht. NPD
2007 Markedsværdi	69,8	78,6	-12,6%
2008 Markedsværdi	74,6	78,0	-4,6%

Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database & NPD Group - Toy Markets in the World 2009 Edition (June 2009) - (egen bearbejdning)

Note: Euromonitor anvender betegnelsen ”markedet for traditionelt legetøj og spil” og værdien er detailværdien. NPD Group betegner det ”World Toy Market”.

Det bemærkes endvidere, at NPD Group ikke har nyere data en 2008, hvilket yderligere har styrket valget af data fra EUROMONITOR. EUROMONITOR opdeler verdens lande i regioner, som Vest Europa, Nord Amerika, Mellemøsten og Afrika mv. Der henvises direkte

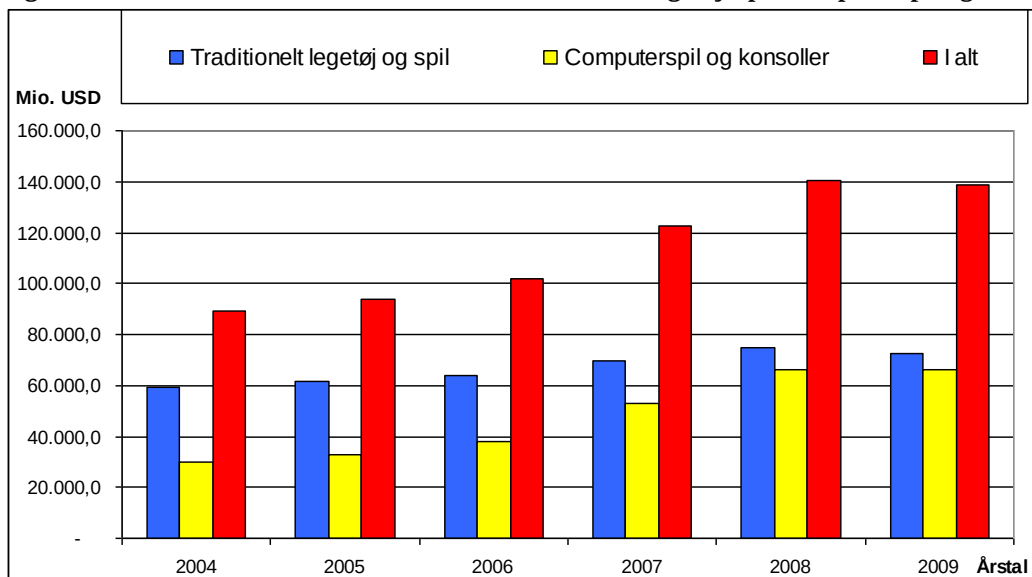
³¹ <http://www.toyassociation.org>

til EUROMONITOR for en komplet signaturforklaring. De anvendte rådata kan findes på Excel arket TG_markedsdata.

3.1.1 Markedsbeskrivelse

I 2009 var den estimerede detailværdi af markedet for legetøj og videospil (Toys & Games)³² ca. USD 138 mia. ifølge EUROMONITOR. Traditionelt legetøj og spil stod for USD 72 mia., mens computerspil og konsoller stod for USD 66 mia. Det samlede salg faldt ca. 1,3 % i forhold til 2008.

Figur 10: Detailværdien af det totale verdensmarked for legetøj, spil, computerspil og konsoller



Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database (egen bearbejdning)

Finanskrisen og den efterfølgende økonomiske afmatning, har efter min vurdering medført, at forbrugerne har haft faldende tillid til fremtiden³³. Arbejdsløsheden i kernelande som USA, EU og Japan begyndte at stige fra 2008³⁴, og tallene for bruttonationalproduktet (BNP) viste i 2009 produktionsfald i størrelsen ca. 2-4,5 % i kernelandene³⁴.

Fra 2008-2009 viste det samlede marked for T&G for første gang i flere år, negativ vækst.

Markedet for traditionelt legetøj og spil faldt mest, med næste 3 % i forhold til 2008.

Dette marked har i perioden 2004-2008 vist en gennemsnitlig årlig vækst på 5,8 %.

³² Fremover kan betegnelsen T&G anvendes som betegnelse for hele markedet.

³³ <http://www.fm.dk/Publikationer/2009/1779-OEkonisk%20Redegoerelse%20Maj%202009/1%20Sammenfatning.aspx>

³⁴ OECD Economic Outlook No. 86, november 2009

Salget af computerspil og konsoller har viste en marginal stigning på 0,4 % fra 2008-2009, men tidligere viste området to cifrede vækstrater flere år i træk. Den gennemsnitlige årlige vækst fra 2004-2008 var på 22,1 %. Den nuværende situation viser, at en markant del af væksten på markedet 2004-2008, var genereret af computerspil og konsoller. Men tallene 2009 viser også, at markedet for computerspil og konsoller, har vist den største vækststopbremsning på verdensplan.

Tabel 2: År til år vækst i legetøjsmarkedet fordelt på områder og i alt

Årlig procentvis vækstrate	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Traditionelt legetøj og spil		3,1%	4,5%	8,8%	6,9%	-2,8%
Computerspil og konsoller		9,9%	16,7%	39,1%	24,7%	0,4%
I alt		5,4%	8,7%	20,1%	14,6%	-1,3%

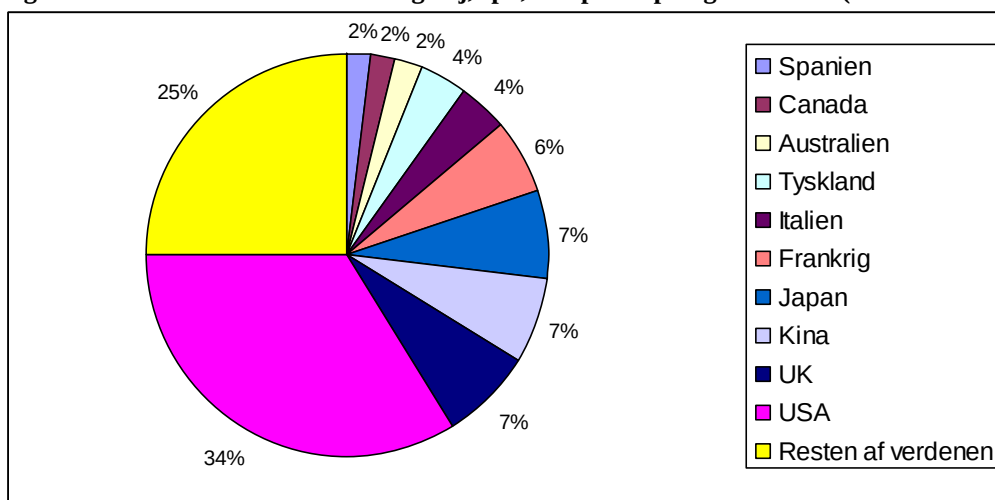
Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database (egen bearbejdning)

3.1.2 Vigtige markeder og deres størrelse

Det største marked for ”Toys and Games” var i 2009 igen USA. Det nåede en detailværdi af på ca. USD 47 mia., svarende til 34 % af det totale T&G marked³⁵. Computerspil og konsoller nåede en markedsandelen på 51,4 %, og for andet år i træk var andelen højere, end for det traditionelle legetøj³⁵.

De største markeder for T&G i 2009 målt på detailværdi er vist på nedenstående figur.

Figur 11: De største markeder for legetøj, spil, computerspil og hardware (T&G markedsandel)



Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s. 6 (Egen bearbejdning)

3.1.3 Udviklingen på markedet for legetøj og spil

Markedet for traditionelt legetøj og spil:

Aktivitets- og konstruktionslegetøj har i hele perioden oplevet en beskedent, men stigende markedsandel, som det fremgår af Tabel 3. Fra 15,9 % i 2004 til 18,5 % i 2009, svarende til ca. USD 13 mia.. Fra 2008-2009 voksede markedet ca. 1,5 %, og dermed blev kategorien det største enkeltstående marked. Førstepladsen blev tidligere indtaget af kategorien dukker og figurer. Markedsværdien for salg af dukker og figurer viste svaghedstegn i 2009, og skrumpede med ca. 5 % i forhold til året før.

³⁵ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s. 6

Indendørsspil har vist en faldende markedsandel frem til 2006, men har efterfølgende formået at fastholde sin markedsandel på 11,9 %. Før skoleprodukter har vist en pæn fremgang fra 10,3 % i 2004 til 12,2 % i 2009. Udviklingen fremgår af Tabel 3, mens

Figur 12 præsenterer kategorifordelingen i 2009. Det samlede marked havde en gennemsnitlig årlig vækst, på ca. 4 % i perioden 2004-2009.

Tabel 3: Detailværdien af markedet for traditionelt legetøj og spil - opdelt på kategori og markedsandel

Mio. USD / Kategori	2004	MA*	2005	MA*	2006	MA*	2007	MA*	2008	MA*	2009	MA*
Traditionelt legetøj og spil i alt	59.505		61.378		64.113		69.764		74.568		72.457	
Aktivitet / konstruktions legetøj	9.435	15,9%	9.843	16,0%	10.612	16,6%	11.917	17,1%	13.185	17,7%	13.385	18,5%
Dukker og figurer	11.019	18,5%	11.557	18,8%	11.766	18,4%	12.642	18,1%	13.337	17,9%	12.667	17,5%
Indendørs spil	7.437	12,5%	7.466	12,2%	7.635	11,9%	8.329	11,9%	8.888	11,9%	8.630	11,9%
Baby produkter	4.362	7,3%	4.589	7,5%	4.856	7,6%	5.306	7,6%	5.590	7,5%	5.222	7,2%
Model køretøjer	6.135	10,3%	6.206	10,1%	6.591	10,3%	7.273	10,4%	7.790	10,4%	7.619	10,5%
Udendørs spil	6.373	10,7%	6.458	10,5%	6.694	10,4%	6.996	10,0%	7.175	9,6%	6.864	9,5%
Før skoleprodukter	6.105	10,3%	6.601	10,8%	7.188	11,2%	7.983	11,4%	8.880	11,9%	8.857	12,2%
Bamser mm.	3.824	6,4%	3.769	6,1%	3.848	6,0%	4.183	6,0%	4.472	6,0%	4.349	6,0%
Andet traditionelt legetøj og spil	4.814	8,1%	4.889	8,0%	4.922	7,7%	5.135	7,4%	5.254	7,0%	4.864	6,7%

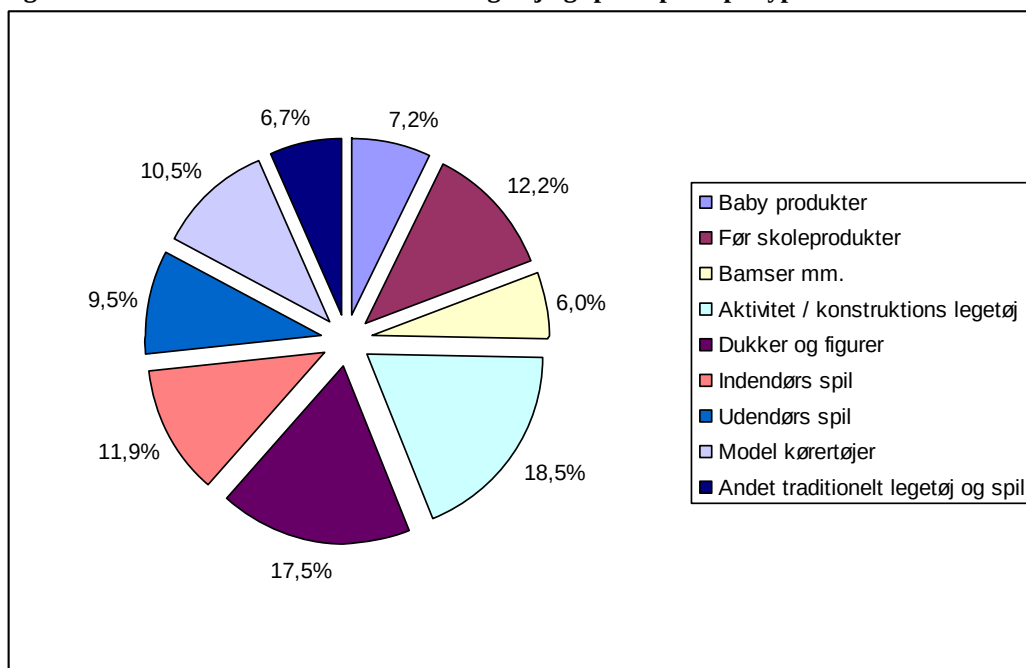
*MA = Markedsandel i procent

Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database (egen bearbejdning)

Note: *MA= markedsandel

I perioden 2004-2009 har kategorierne udendørsspil, bamser mm. Og andet traditionelt legetøj og spil, også tabt markedsandele. Data fremgår af Bilag 2.

Figur 12: Markedet 2009 for traditionelt legetøj og spil - opdelt på typer



Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database (egen bearbejdning)

Aktivitets- og konstruktionslegetøj

På verdensplan voksede aktivitets- og konstruktionslegetøj med en gennemsnitlig årlig vækst på 8,7 % fra 2004-2008. Væksten har været højest på de små markeder, som Østeuropa, Latinamerika samt Mellemøsten og Afrika. De største markeder i 2009 var Nordamerika (41,6 %), Vesteuropa (23,5 %) og Asien_Pacific (23,2 %).

Tabel 4: Markedsværdi af aktivitets- og konstruktionslegetøj opdelt på geografi - samt vækst i perioden

Aktivitets- og konstruktionslegetøj													2004-2008	2004-2009
Mio. USD	2004	MA*	2005	MA*	2006	MA*	2007	MA*	2008	MA*	2009	MA*	Gennem- snitlig årlig vækst	Gennem- snitlig årlig vækst
Verden	9.435	100%	9.843	100%	10.612	100%	11.917	100%	13.185	100%	13.385	100%	8,7%	6,3%
Asien (pacific)	1.878	19,9%	2.093	21,3%	2.303	21,7%	2.503	21,0%	2.884	21,9%	3.103	23,2%	11,3%	10,6%
Austral asia	174	1,8%	196	2,0%	211	2,0%	269	2,3%	296	2,2%	245	1,8%	14,2%	7,1%
Østeuropa	156	1,7%	177	1,8%	203	1,9%	277	2,3%	341	2,6%	286	2,1%	21,6%	12,9%
Latinamerika	267	2,8%	312	3,2%	364	3,4%	472	4,0%	544	4,1%	501	3,7%	19,5%	13,4%
Mellemøsten og Afrika	237	2,5%	293	3,0%	320	3,0%	446	3,7%	509	3,9%	530	4,0%	21,0%	17,5%
Nordamerika	4.033	42,7%	3.995	40,6%	4.317	40,7%	4.678	39,3%	5.109	38,7%	5.570	41,6%	6,1%	6,7%
Vesteuropa	2.691	28,5%	2.777	28,2%	2.894	27,3%	3.272	27,5%	3.503	26,6%	3.150	23,5%	6,8%	3,2%

*MA = Markedsandel i %

*MA = Markedsandel i %

Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database (egen bearbejdning)

På grund af sin markante markedsandel vægter Nordamerika tungt, og selv om den gennemsnitlige årlige vækst i perioden 2004-2008 lå på ca. 6,1 %, et stykke under de andre

markeder, så nåede den totale værdi i 2009 ca. USD 5,6 mia. svarende til 7,7 % af det totale marked for traditionelt legetøj og spil.

Markedet for computerspil og konsoller:

Det globale salg af computerspil og hardware er vokset med pæne vækstrater, især hvis man ser på perioden 2004-2008. Speciel har salget af computerspil-hardware (Video Games Hardware) som eksempelvis X-BOX, Playstation og Nitendo Wii³⁶, medført en gennemsnitlig årlig vækst i perioden 2004-2008 på hele 30,7 %. Inkluderes 2009 er væksten lidt lavere nemlig 24,9 % i gennemsnitlig årlig vækst.

Computerspil (Video Games Software) er i perioden 2004-2008 vokset noget langsommere, med en gennemsnitlig årligvækst på 16,9 %. Alligevel udgør Software fortsat den største del af markedet, med USD 35,7 mia. i 2009.

Tabel 5: Markedet for Computerspil og Hardware (Video Games Software & Hardware)

Mio. USD - Verden							2004-2008	2004-2009
Kategori	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gennemsnitlig årlig vækst	Gennemsnitlig årlig vækst
Video Games Hardware	10.004	12.453	16.672	24.343	29.212	30.466	30,7%	24,9%
Video Games Software	19.665	20.139	21.358	28.542	36.736	35.722	16,9%	12,7%

Kilde: EUROMONITOR INTERNATIONAL - Global Market Information Database (egen bearbejdning)

3.1.4 Markedsstatus og analytikernes forventninger til fremtiden

Den globale økonomiske krise, der for alvor kunne aflæses i tallene for 2009, havde en klar indvirkning på salget i T&G sektoren. Den negative økonomiske vækst, kombineret med stigende arbejdsløshed, fik forbrugerne til at udskyde deres indkøb, eller substituere forbruget med billigere alternativer. Specielt salget af computer hard & software er bremsset voldsom op i 2009. Det kan ikke afvises, at en del forældre, i lyset af den økonomiske krise har valgt, at købe f.eks. konstruktionslegetøj til børnene som alternativ.

I kølvandet på den økonomiske krise, forventer eksperter en øget konsolidering i branchen³⁷. Det forventes at forældre i stigende grad vil stille krav til legetøjets kvalitet og sikkerhed³⁸.

³⁶ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s. 41

³⁷ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.59

³⁸ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.24

Det populære aktivitets- og konstruktionslegetøj forventes fortsat at vinde markedsandele, da fokus på ”læring gennem leg” vægter tungt hos forældrene³⁹.

Selvom der er set faldende fødselsrater i mange lande, har baby- og før skoleprodukter henholdsvis fastholdt og øget deres markedsandel⁴⁰. Sammen med indendørs- og udendørsspil forventes det, at disse markeder, vil vise højere vækst, da produkterne giver børnene en oplevelse, der er vanskelig at efterligne for teknologibranchen⁴¹.

Flere producenter har rettet fokus mod bedsteforældregenerationen, der i kraft af en pæn økonomi, i endnu højere grad har mulighed for, at forkæle deres børnebørn med legetøj og spil.

På konsolområdet er forventningerne, at Microsoft og Sony vil intensivere deres udfordring af Nintendo's Wii, da konsollen har tiltrukket nye målgrupper som kvinder og mindre børn.

Effekten af licenser fra film og bøger forventes fortsat, at være af stor betydning for salget og den enkelte producents succes⁴². Endvidere mindskes markedsføringsomkostningerne ved anvendelse af de kendte brands.

3.2 Strategisk analyse for LEGO Koncernen

Den strategiske analyse har til formål, at afdække og identificere hvilke faktorer der har betydning for LEGO Koncernens nuværende og fremtidige vækstpotentiale. De afgørende ”ikke finansielle værdidrivere”, forsøges fremhævet, og anvendt i budgetteringsprocessen og den endelige værdiansættelse. Analysen vil tage udgangspunkt i nedenstående struktur.

³⁹ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.61

⁴⁰ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.31

⁴¹ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.65

⁴² EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.63

Figur 13: Struktur over den strategiske analyse

Struktur over strategisk analyse
1) Samfundet og legetøjsbranchen
* PEST Analyse
* Porters Five Forces
2) LEGO Koncernes interne forhold
* Strategi- og produktanalyse
* Værdikædeanalyse
3) Opsamling
* S.W.O.T Analyse

Kilde: Egen bearbejdning

Jeg vil analysere hvor attraktiv legetøjsbranchen er, herunder hvordan LEGO Koncernen har valgt at positionere sig på markedet. Ved hjælp af PEST-modellen ses først på LEGO Koncernen og dens omverden, og de eksterne påvirkninger der har betydning, for legetøjsproducenternes værdiskabelse. Det næste punkt er en brancheanalyse der udarbejdes efter Michael Porters model "Porters Five Forces". Efterfølgende analyseres koncernens konkurrencestrategi og deres produktpalette. LEGO Koncernens interne ressourcer afdækkes via en værdikædeanalyse. Afslutningsvist samles resultaterne i en SWOT- analyse, grupperet under styrker, svagheder, muligheder og trusler.

3.2.1 Påvirkning fra det omliggende samfund

PEST-Modellen giver mulighed for at analysere de samfundsmæssige påvirkninger indenfor politik, økonomi, sociale forhold og teknologi. Den kan fremhæve de nøgleområder, der har eller forventes at få størst betydning for LEGO Koncernen og legetøjsbranchens, strategiske beslutninger og finansielle præstationer. Modellen er illustreret i Tabel 6.

Tabel 6: PEST-modellen

Politiske forhold	Økonomiske forhold
➤ Ændringer i skatter og afgifter ➤ Stigende regulering og beskyttelse af forbrugerne ➤ Fair og fri handel ➤ Et effektivt retssystem ➤ Piratkopiering (Lovgivning)	➤ Konjunkturer ➤ Energipriser ➤ Valutakurser
Sociale forhold	Teknologiske forhold
➤ Demografisk udvikling ➤ Alderskompression (børn bliver hurtigere voksne)	➤ Øget piratkopier ➤ Internethandel ➤ Teknologisk udvikling

Kilde: Frit efter Lægaard & Vest (2010) s. 49 – (egen bearbejdning)

Politiske forhold

LEGO Koncernen er underlagt de politiske og lovgivningsmæssige rammer, der er til stede i landene hvor virksomheden opererer. Politisk stabilitet og en rimelig lovgivning, er af afgørende betydning for virksomhedens langsigtede investeringer. Hvis f.eks. skatter, afgifter, forbrugerbeskyttelse eller løn- og ansættelsesvilkår varierer meget, hæmmer det ledelsens mulighed for en langsigtet strategisk planlægning.

I Danmark er der i øjeblikket kamp mellem de politiske fløje, hvor bl.a. SF og Socialdemokratiet ønsker en forhøjelse af selskabsskatten⁴³ i Danmark, hvilket skaber usikkerhed om afkastet på afholdte og kommende investeringer, ifølge Tine Roed direktør i Dansk Industri⁴⁴. Da LEGO Koncernen opererer internationalt, er det ikke kun de danske skatter og afgifter der har betydning. For branchen generelt, betyder forudsigelige told og skattesatser rigtig meget, da langt størstedelen af den traditionelle legetøjsproduktion, forgår i lande med lav løn, som eksempelvis Kina.

Da LEGO Koncernen opererer internationalt med handel over utallige grænser, er frihandel⁴⁵ en særdeles vigtig parameter. Endvidere ønsker koncernen, at signalere socialansvarlighed, uden politisk indblanding. Derfor tilsluttede de sig FN's Global Compact⁴⁶ i 2003, der fokuserer på menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og antikorruption. I branchen ønsker man også at signalere socialansvarlighed⁴⁷, men det er min vurdering, at den som helhed, opererer med en væsentlig lavere standard⁴⁸ end LEGO Koncernen.

Endvidere er forbrugerbeskyttelse i fokus både i USA⁴⁹ og EU, hvor bl.a. plastikprodukter der indeholder stoffet ”bisphenol A”, og som er rettet mod børn, er i søgelyset. I januar 2010 var spørgsmålet om et reelt forbud⁵⁰ mod brug af stoffet til diskussion i det danske folketings. Et forbud vil få dramatiske konsekvenser for LEGO Koncernen, da materialet benyttes i flere af koncernens produkter, jf. chef for government relations Peter Trillingsgaard⁵⁰. Stoffet er pt.

⁴³ CEPOS 18.09.2009 – S OG SF'S FORHØJELSE AF SELSKATTEN KOSTER EN LØNMODTAGER 3.000 KR PÅ LANG SIGT

⁴⁴ business.dk 22.02.2010 - Frygter dansk solokurs på selskabsskat

⁴⁵ LEGO Koncernen rapport - Bæredygtighed 2007 s. 33

⁴⁶ LEGO Koncernen rapport - Bæredygtighed 2007 s. 29

⁴⁷ <http://www.toy-icti.org/info/socialresponsibility.html>

⁴⁸ <http://www.thisislondon.co.uk/news/article-23408572-mattels-real-toy-story-slave-labour-in-sweatshops.do>

⁴⁹ politikken.dk d. 19.01.2010 – USA bekymret over plastik-stof

⁵⁰ Politikken.dk d. 09.02.2010 – Kemikalie-lov kan kvæle Lego-klassiker

ikke blevet forbudt i LEGO Klodser⁵¹, kun i produkter der anvendes til fødevarer⁵², men i løbet af 2011 kommer der et nyt EU direktiv⁵³ omkring legetøj, der strammer reglerne for producenterne. Myndighederne har større fokus på området, og flere producenter er blevet tvunget til, at trække legetøj tilbage fra markedet, fordi det indeholdt tungmetaller eller allergifremmende stoffer⁵⁴.

LEGO Koncernen er endvidere afhængig af et ordentligt retssystem, så de har mulighed for at beskytte design, logo og varemærke. Det oprindelige LEGO Patent udløb i 1988⁵⁵, og det har betydet nye udfordringer. LEGO Koncernen kæmper for at begrænse piratkopiering af deres produkter, men området er meget vanskeligt at kontrollere jf. Poul Nielsen, tidligere juridisk chef i Lego⁵⁶. I 2005 tabte LEGO en retssag i Canada⁵⁷ til Mega Blocks⁵⁸, om retten til LEGO Klodsens uregistrerede varemærke, samt goodwill, hvorfor alternative klodser kan sælges i bl.a. Canada, USA eller England. Også i Tyskland⁵⁹ og Polen⁵⁵ giver den nuværende lovgivning mulighed for salg af alternative klodser. I 2008 tabte LEGO Koncernen igen en principalsag mod Mega Brands (tidligere Mega Blocks). Denne gang ved EU-domstolen der ikke mente, at klodsen med otte dupper var ”særlig unik”⁶⁰. Sagen blev appelleret af LEGO Koncernen, men d. 26. januar 2010 har generaladvokaten for EU-domstolen anbefalet, at appelsagen afvises⁶⁰. Så lovgivningen har ikke været med LEGO Koncernen, når der ses på retten til at producere legetøjsklodser, heller ikke ”kopiklodser” der kan bygges sammen med de originale.

Økonomiske forhold

De økonomiske forhold i verdensøkonomien har en vis betydning, for det overordnede legetøjsmarked (T&G), der som beskrevet i kapitel 3.1, faldt ca. 1,3 % fra 2008-2009.

⁵¹ Der er indført et forbud mod anvendelse af stoffet, i produkter rette mod børn under 3 år, hvis det anvendes i forbindelse med føde vare. Eksempelvis sutteflasker mv.

⁵² Forbud mod bisphenol A i fødevarekontaktmaterialer til 0-3-årige – Fødevare ministeriet d. 26.03.2010

⁵³ The European Union - The safety of toys from 2011

⁵⁴ Mattel Settles Suits Over Dangerous Toys 15.10.2009

⁵⁵ dr.dk 24.02.2010 - Polske klodser presser Lego

⁵⁶ politikken.dk 18.05.2003 - Piratkopier koster Lego dyrt

⁵⁷ Patent- og Varemærkestyrelsen 21.11.2005 - LEGO klon lovlig i Canada

⁵⁸ Nu MEGA Brands

⁵⁹ business.dk 03.02.2005 - Lego under beskydning i patentkrig

⁶⁰ business.dk 26.01.2010 - Nyt nederlag for legoklodsen i EU

LEGO Koncernens afsætningsmuligheder, synes ikke at være særlig påvirket af konjunkturerne. Det bekræftes, endvidere af LEGO Chef Jørgen Vig Knudstorp ved interviews på TV2-News, i både 2008 og 2009⁶¹. Her forklarede han, at indkøb af LEGO klodser, udgør en relativt lille andel af forbrugerens samlede indkøb. Derfor falder deres salg ikke kraftigt under en lavkonjunktur, og normalt stiger det ikke voldsomt i opgangstider. En væsentlig faktor der påvirker LEGO Koncernens indtjening, er udviklingen i oliepriserne, hvor en stigning medfører øgede råvarepriser, energi- og transportomkostninger⁶². Specielt udviklingen i Nordamerika har særlig betydning, da koncernen henter ca. en tredjedel af sin omsætning⁶³ på dette marked. Valutakursen kan have en særlig betydning, da en faldende dollarkurs medfører, at lønsomheden på salg til det amerikanske marked mindskes. Den fremtidige oliepris, forventes jf. Nationalbanken i høj grad, at blive bestemt af efterspørgslen fra landene uden for OECD⁶⁴. På udbudssiden kan OPEC-landene på kort sigt øge produktionen marginalt. Men på lidt længere sigt, kan produktionen komme under pres. Specielt som følge af, at flere og flere oliefelter leverer faldende produktion⁶⁴.

Sociale forhold

Den demografiske udvikling i flere af de gamle I-lande viser faldende fertilitet og fødselstal.⁶⁵ Det faldende antal børn, kan intensivere kampen om kunderne på de nuværende kernemarkeder som USA og Vesteuropa. Det kan tænkes, at forholdet kan opvejes af øget vækst på andre markeder eller, at de færre børn skal have mere legetøj i den tid hvor de er børn.

Den væsentligste udfordring for den traditionelle legetøjsbranche, er ”alderskompression”⁶⁶. Nutidens børn modnes hurtigere⁶⁷ end tidligere generationer, hvilket forkorter den periode de gider lege, med det traditionelle legetøj. Børnene oplæres allerede i de mindste år, til den interaktive underholdningsteknologi der tilbydes, i form af TV, computer, internettet og mobiltelefoner mv.⁶⁸

⁶¹ <http://borsen.dk/investor/nyhed/137900/> - Lego opjusterer og vinder markedsandele + <http://borsen.dk/finans/nyhed/163767/> - Lego-direktør jubler over Lego

⁶² LEGO Koncernens årsrapport 2007 s. 31

⁶³ LEGO Koncernens årsrapport 2007 s. 31

⁶⁴ KVARTALSOVERSIGT, 1. KVARTAL 2010 Nationalbanken s. 73

⁶⁵ <http://www.oecd.org/dataoecd/37/59/40192107.pdf>

⁶⁶ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s.65

⁶⁷ <http://www.ebst.dk/publikationer/rapporter/boernogleg/boernogleg.pdf> s. 39

⁶⁸ <http://www.ebst.dk/publikationer/rapporter/boernogleg/boernogleg.pdf> s. 41

Teknologiske forhold

Stigende internethandel, kan gøre forbrugerne i stand til, at købe deres vare overalt i verden. Det kan gøre det vanskeligere for producenterne, at prisdifferentiere mellem de forskellige markeder, med et øget pres på indtjeningen som resultat.

Den teknologiske udvikling har betydet, at piratkopiering er en industri i betydelig vækst⁶⁹. Både producenter af traditionelt legetøj, og dem der producerer computerspil oplever et stigende pres fra kopiprodukter.

3.2.2 Branche niveau

I de følgende afsnit vurderes branchen i relation til LEGO Koncern. LEGO Koncernen er meget lukket og detaljer om konkurrenter, vigtigste detailkunder, omsætning på produkttype og geografisk placering, er næsten ikke eksisterende. Koncernen oplyser gerne procentuelle vækstrater for salget i enkelte lande/områder, men aldrig beløbsmæssige størrelser. De seneste oplysninger med en rimelig detaljeringsgrad, er fra årsregnskabet 2007.

I 2007 var omsætningen på det engelsksprogede marked ca. 30,1 %⁷⁰ (ca. 2,4 mia. DKK) og derfor det største delmarked for LEGO Koncernen. I 2009 fik koncernen en markant fremgang på det amerikanske marked med en stigning i salget på 31 %⁷¹, og koncernen satser massivt på vækst i USA. Dette marked er derfor særdeles interessant, for vækstmulighederne, idet markedsandelen fortsat er relativt beskeden. LEGO Koncernen vurderer selv, at deres andel af det amerikanske marked udgør ca. 4 %, og 4,8 %⁷² af det globale legetøjsmarked. LEGO Koncernens amerikanske chef, Søren Torp Laursen vurderer at 10-15 % af det amerikanske marked ikke er urealistisk⁷³.

LEGO Koncernens egen opgørelse af markedsandelen, kan ikke overføres direkte på de tidligere omtalte markedsdata under kapitel 3.1, da opgørelsesmetoden og definitionen af legetøjsmarkedet ikke er specificeret. Ud fra LEGO Koncernens estimat, udgør det traditionelle legetøjsmarked⁷³ ca. 45,4 mia. USD i 2009, hvilket er en væsentlig forskel, i forhold til EUROMONITOR INTERNATIONAL og NPD Group.

⁶⁹ <http://www.um.dk/da/servicemenu/Nyheder/Eksportraadgivning/Nyhedsarkiv2008/%C3%98get+kamp+mod+piratkopiering.htm>

⁷⁰ LEGO Koncernens årsrapport 2007 s. 9 (Nordamerika, Australien, New Zealand og Storbritannien)

⁷¹ <http://www.business.dk/industri/lego-blaeser-til-angreb-i-usa>

⁷² LEGO Koncernens årsrapport 2009 s. 9 – koncernens markedsandel er opgjort til 4,8 %

⁷³ Det vurderes at LEGO Koncernen hentyder til markedet for Traditionelt legetøj og spil.

Tabel 7: LEGO Koncernens markedsandel som estimat for totalmarkedet

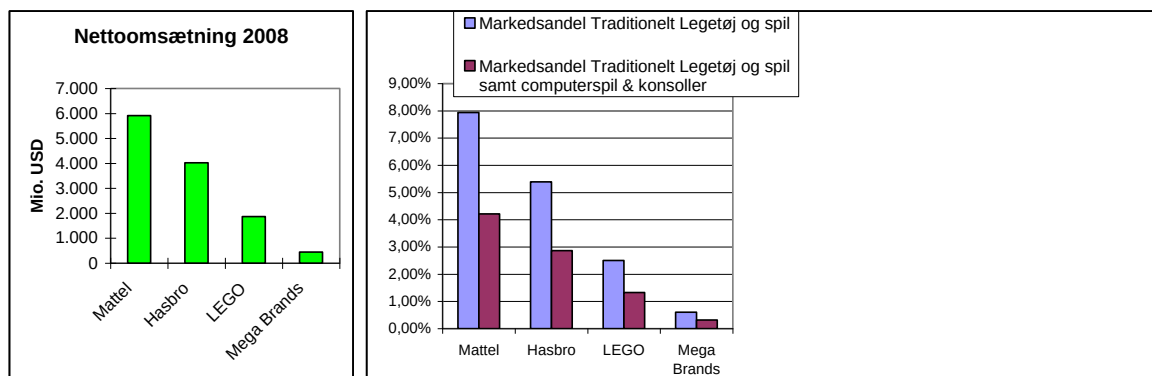
LEGO omsætning 2009 mio. DKK	11.661
Markedsandel i pct.	4,8
Totalt marked i mio. DKK	242.938
Totalt marked i mio. USD	45.366
Valutakurs DKK pr.USD	5,355
Nationalbanken, historisk gnm.kurs ultimo 2009 www.nationalbanken.dk	

Kilde: LEGO Koncernens årsregnskab 2009 s. 9

Det vurderes, at markedsandelen primært er opgjort på salg fra LEGO (producent) til detailledet. Mens de to analysebureauer som tidligere beskrevet, estimerer detailværdien. Det betyder at producenterne i 2009 fik ca. 61 % af detailmarkedsværdien for traditionelt legetøj og spil, mens salgsledet fik ca. 39 %. Tallene er selvsagt behæftet med usikkerhed. Det kan ikke afklares, hvordan direkte forbrugersalg i eksempelvis LEGO Koncernens konceptbutikker eller internetsalg vægter i opgørelsen.

På Figur 14 er markedsandelen i 2008 opgjort ud fra nettoomsætning, for Mattel, Hasbro LEGO Koncernen og MEGA Brands.

Figur 14: Nettoomsætning udvalgte selskaber & markedsandel i forhold til detailværdien af markedet



Kilde: Årsregnskabet 2008 for selskaberne, samt ERUOMONITOR INTERNATIONAL

Note 1: LEGO Koncernens omsætning er omregnet til USD, pba. Nationalbankens historiske valutakurs-gennemsnit i 2008 på USD. www.nationalbanken.dk

Note 2: Markedet er opgjort på detailværdien af legetøjsmarkedet

Til den nærmere brancheanalyse, anvendes primært informationer fra de amerikanske selskaber Mattel og Hasbro, og sekundært canadiske MEGA Brands⁷⁴. Da alle selskaberne er børsnoterede, er informationsniveauet noget højere end for LEGO Koncernen.

Der er primært anvendt regnskabsinformationer fra 2008, da de fleste amerikanske selskaber først offentliggør det endelige årsregnskab, i de sidste dage af marts eller starten af april⁷⁵. Det har i forhold til opgavens skriveproces ikke været hensigtsmæssigt, at vente på de endelige regnskaber for 2009. Regnskabstal kommer i en mindre udgave allerede i slutningen af januar eller starten af februar, hvorfor jeg vil se nærmere på disse i den finansielle konkurrentanalyse i kapital 4.

3.2.2.1 Porters Five Forces

For at vurdere hvor attraktiv legetøjsbranchen er, anvendes analysemodellen ”Porters Five Forces”⁷⁶. Via den belyses LEGO Koncernens position i branchen, og den konkurrencemæssige rivalisering måles ved hjælp af følgende fem kræfter:

1. Kundernes forhandlingsstyrke
2. Leverandørernes forhandlingsstyrke
3. Truslen fra nye konkurrenter
4. Truslen fra substituerende produkter
5. Konkurrencen i branchen

De enkelte områder vil blive vurderet, og efterfølgende bedømt på en tretrinsskala (se Figur 15), der benyttes som hjælpeværktøj i den endelig bedømmelse og vurdering af branchen.

Figur 15: Styrke barometer

Stærk	Mellem	Svag

Kilde: Egen bearbejdning

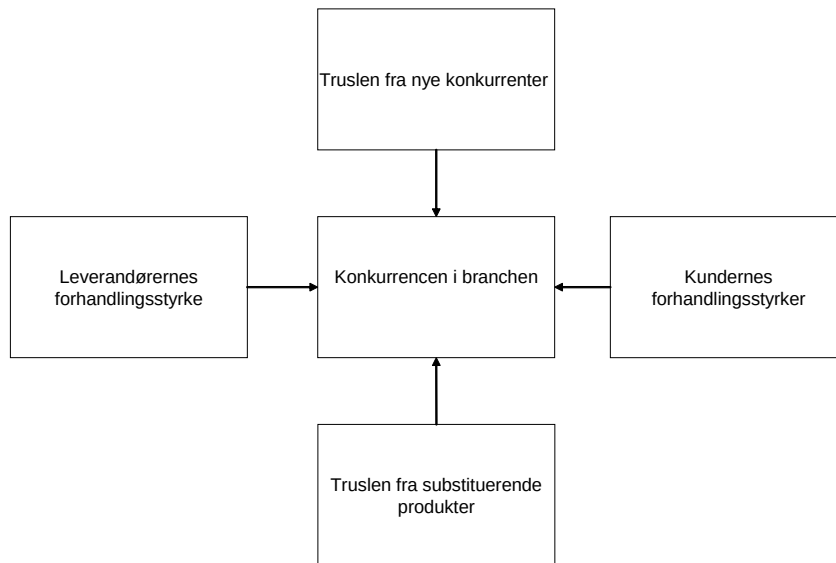
⁷⁴ Selskaber der har regnskabsår fra januar-december

⁷⁵ I USA kommer selskaberne ofte med årets finansielle resultater, i slutningen af januar/ starten af februar.

Årsrapporten kommer som beskrevet senere, og vurderes mest at relateres sig til selskabets generalforsamling.

⁷⁶ Lægaard & Vest (2010) s. 61

Figur 16: Porters Five Forces-model

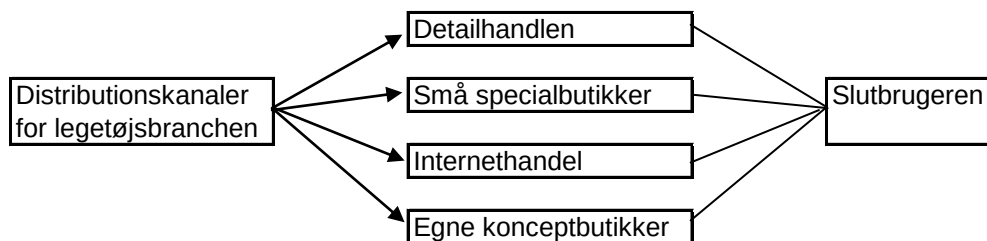


Kilde: Egen bearbejdning, frit efter Lægaard & Vest (2010) s. 62

Kundernes forhandlingsstyrke

Branchen har flere distributionskanaler til rådighed, men detailbranchen er for de fleste legetøjsproducenter den primære kunde.

Figur 17: Legetøjsbranchens distributionskanaler



Kilde: Egen tilvirkning

I det meste af verden er koncentrationen på detailmarkedet vokset, og få kæder sidder på en markant del af markedet. I Danmark kender vi det fra bl.a. Dansk Supermarked, COOP og BR-Legetøj, og i USA er det kæder som Wal-Mart, TARGET Corporation og Toys' R'us.

Hasbro oplyser i deres regnskab for 2008, at salget til de tre størst kunder udgør ca. 47 % af den totale omsætning, og ses der kun på USA og Canada er det hele 71 %⁷⁷. Ligeledes omtaler Mattel i 2008, at 38 % af omsætningen kommer fra de samme tre kunder⁷⁸. Udviklingen på de andre regionale delmarkeder vurderes, at vise samme koncentrations tendens⁷⁹.

LEGO Koncernen oplyser i regnskabet 2009, at ca. 10 % af salget sker direkte til slutbrugeren via egne butikker eller internettet⁸⁰. LEGO Koncernens egne butikker giver mulighed for større og mere varieret produktudbud samt bedre kontrol af salgsprisen, men til gengæld falder eksponeringen af LEGO, da kunderne ikke kommer forbi så ofte, som når de eksempelvis handler i det lokale supermarked.

Internettet byder på nye muligheder og udfordringer. Producenterne har direkte adgang til forbrugeren uden om mellemhandlerne. Til gengæld kan forbrugeren meget nemt sammenligne priser på tværs af landegrænse, hvilket gør det sværere at prisdifferentiere på forskellige markeder.

De små specialbutikker (legetøjs- og hobbybutikker) står generelt svagt, da de har vanskeligt ved at forhandle gode rabatter⁸¹, og præsentere attraktive omsætningshastigheder for producenterne. Det vurderes at det kun er en meget lille del af salget, der distribueres gennem disse kanaler. Mærkevare producenterne som eksempelvis LEGO Koncernen, står stærkt over for disse butikker.

De store detailkæder er meget magtfulde, og producenterne er yderst afhængige af dem. En markant del af salget distribueres gennem disse butikker, og det kan få store økonomiske konsekvenser for en legetøjsproducent, hvis de store kæder fravælger en som leverandør⁸².

⁷⁷ Hasbro Inc. Årsregnskab (2008) s. 12

⁷⁸ Mattel Inc. Årsregnskab (2008) s. 7

⁷⁹ EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects” s. 23

⁸⁰ LEGO Koncernens årsregnskab (2009) s. 9

⁸¹ Andersen og Schultz (2005) s. 48

⁸² Hasbro Inc. Årsregnskab (2008) s. 13

Det er den overordnede vurdering, at kundernes forhandlingsstyrke er stærk.

Kundernes forhandlingsstyrke		
Stærk	Mellem	Svag
X		

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Almindelige leverandører:

Branchen får primært produceret sine produkter hos underleverandører i Kina⁸³. Der er et stort antal af leverandører, hvilket giver branchen gode muligheder for at presse indkøbspriserne.

LEGO Koncernen har tidligere eksperimenteret med outsourcing af produktionen, til bl.a. selskabet Flextronic⁸⁴. Men erfaringerne har generelt været dårlige, hvorfor koncernen ændrede strategi og iværksatte en insourcing af produktionen der sluttede i 2009⁸⁵.

Koncernens vigtigste råvare er plastic-granulat hvor olie er en væsentlig bestanddel. Der er flere producenter på markedet, men ultimativt styres prisen i høj grad af olieprisen.

Det vurderes at leverandørernes forhandlingsstyrker på branche niveau er svag, men at råvarepriser på plastic og transport i høj grad er styret af makroøkonomiske forhold.

Leverandørernes forhandlingsstyrke		
Stærk	Mellem	Svag
		X

Licens og rettighedshavere

Licenser og eksklusive rettigheder er en altafgørende produktions komponent i legetøjsbranchen. STAR WARS, Batman, Spiderman, Disney, Indiana Jones osv., Er nødvendige for at sikre salget. Ejerne af disse varemærker har en meget stærk forhandlingsstyrke over for branchen.

⁸³ Hasbro Inc. Årsregnskab (2008) s. 13

⁸⁴ <http://ing.dk/artikel/95176-lego-overtager-flextronics-fabrik-i-ungarn>

⁸⁵ LEGO Koncernens Årsregnskab (2009) s. 8

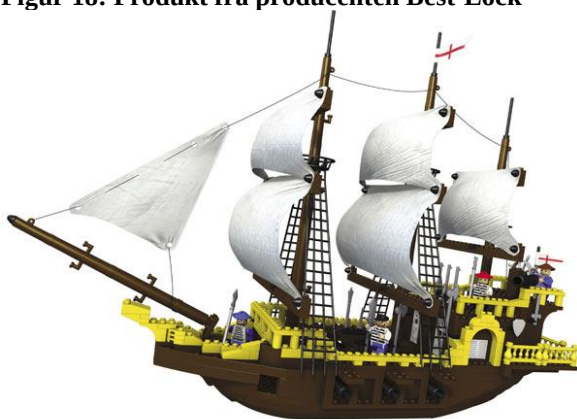
Licens- og rettighedshavere (Forhandlingsstyrke)		
Stærk	Mellem	Svag
X		

Truslen fra nye konkurrenter

Nye konkurrenter er en evig trussel, da adgangsbarriererne er beskedne, i den almindelige legetøjsbranche⁸⁶. Nye udbydere kan på lige fod indgå aftaler med de kinesiske producenter, og tilbyde produkterne på markedet.

LEGO Koncernen har et differentieret produkt, der kræver specielle maskiner og produktspecifik viden om plaststøbning. Men området er i stigende grad udsat for nye aktører (Andre en MEGA Blocks⁸⁷). Både polske Cobi og tyske Best-Lock har formået, at introducere produkter der ligner og fungerer sammen med de originale LEGO klodser.

Figur 18: Produkt fra producenten Best-Lock



Kilde: <http://www.best-lock.com>

Figur 19: Produkt fra producenten Cobi



Kilde: <http://www.cobi-klodser.dk>

En anden og meget seriøs trussel er ”baglæns integration” fra kunderne. Ultimo marts 2010 oplyste Wal-Mart og film producenten DreamWorks, at detailkæden var tildelt rettighederne til, at sælge legetøj og merchandise i forbindelse med tegnefilm ”How to Train Your Dragon”⁸⁸. Wal-Mart løber en lille risiko på varelager mm., hvis filmen bliver et flop. Men er trækker succesfuldt, kan det betyde en helt ny situation på markedet. Hvis detailkæderne

⁸⁶ Hasbro Inc. Årsregnskab (2008) s. 8

⁸⁷ MEGA Blocks produceres af MEGA Brands

⁸⁸ <http://ir.dreamworksanimations.com/press-release-sub.html?id=1404143>

fremover sætter sig på licenser og eksklusivrettigheder, kan de i endnu højere grad styre markedet og legetøjsbranchen.

En trend der tillige vinder indpas er den stigende anvendelse af ”Private Labels”⁸⁹. Det vil sige, fokus på udvikling af detailkædernes egne mærkevare. Indtjeningsmarginalerne på disse produkter er typisk noget højere, da mellemhandleren skæres væk, eller ”tvinges /presses” til at sælge originalen billigere, i særlige indpakninger med detailkædens logo. Target har eksperimenteret med inhouse design af legetøj, som de fik produceret direkte i Kina. Samtidig blev pladsen (antal hyldemeter⁹⁰) til egne produkter øget fra 4 % til 20-25%⁸⁹, hvilket medførte en reduceret eksponering af de andre legetøjsproducenter. Amazone.com og Toys ”R” Us eksperimenterer med lignende tiltag. Wal-Mart har inden for konstruktionslegetøj sit eget brand Erector, der sælges til ca. 75 %⁸⁹ under prisen for mærkevarer som LEGO, MEGA Brands, Fisher-Price og K’Nex.

Det vurderes, at presset på legetøjsbranchen er højt, og den potentielle trussel fra nye konkurrenter er stor. Det traditionelle legetøjsmarked har, som tidligere beskrevet en begrænset vækst, hvorfor udbyderne i høj grad må kannibalisere på hinanden for, at vinde markedsandele. Da LEGO koncernen er markedsleder på området for konstruktionslegetøj vurderer jeg, at de er noget mindre presset end branchen som helhed.

Trussel fra nye konkurrenter		
Stærk	Mellem	Svag
X		

⁸⁹ <http://www.toydirectory.com/monthly/print-article.asp?id=3917>

⁹⁰ I detailhandlen er antallet af hyldemeter et udtryk for; Hvor eksponeret det enkelte produkt bliver, og afgørende for afsætningen af det enkelte produkt.

Truslen fra substituerende produkter

Som tidligere omtalt, medfører den teknologiske udvikling inden for tv, mobiltelefoner, mp3-afspillere, spillekonsoller mv. at børnenes opfattelse af underholdning og leg er ændret.

Børnene bliver hurtigere interesseret i elektronisk underholdning, og den tid de leger med traditionelt legetøj er blevet mindre. Truslen fra substituerende produkter vurderes stærk.

Truslen fra substituerende produkter		
Stærk	Mellem	Svag
X		

Konkurrencen i branchen

I LEGO Koncernens virksomhedsprofil 2009 nævnes LEGO, som den 6. største legetøjsproducent målt på omsætning i 2008.

Figur 20: Producenter målt på omsætning 2008

1. Mattel
2. Hasbro
3. Bandai
4. TOMY/Takara
5. MGA Entertainment
6. LEGO Koncernen

Kilde: LEGO Virksomhedsprofil (2009) s. 6

Branchen er præget af ca. en håndfuld store spillere, og en sand underskov af små regionale og nationale virksomheder. De største spillere er primært amerikanske og japanske selskaber.

Branchen er konstant på jagt efter den næste sæsons ”block buster”, der skal booste salget.

Filmbranchen har generelt været storleverandør af licenser og historier, som legetøjet kunne bygges op omkring. Branchen er stærkt afhængig af disse leverandører.

Producenternes adgang til detailhandlens hylde er altafgørende for succes, men de står svagt over for detailhandlen, der kræver billigere produkter, bedre rabatter og private labels.

Internt i branchen anvendes chikane⁹¹ og sagsanlæg⁹² på regelmæssig basis, i et forsøg på at stække konkurrenterne.

Konkurrencen i branchen vurderes overordnet som hård og intens. Der konkurreres både på et homogent marked, hvor standardvare, pris og discountprodukter er i fokus. Og på et

⁹¹ <http://www.e-pages.dk/politikenannoncer/83/> - Lego truer legetøjsbutikker

⁹² <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601127&sid=akWGS0.Ya29M>

heterogent marked hvor købernes præferencer for ”Brand” eller licensnavnet driver markedet. Da antallet af udbydere er enormt, må markedsformen betegnes som henholdsvis fuldkommenkonkurrence⁹³, og på det heterogene marked er formen monopolistisk konkurrence. Det vurderes at de store legetøjsproducenter har en delvis konkurrencefordel ved ”Economies of scale”, inden for de enkelte driftsområder som salg, administration, indkøb, produktion og distribution. Indtjeningen i branchen afhænger i høj grad, af den enkelte legetøjsproducents konkurrencestrategi og effektivitet.

3.2.3 LEGO Koncernens interne forhold

LEGO Koncernens konkurrencestrategi

For at præcisere hvilken konkurrencestrategi LEGO Koncernen har valgt, tages udgangspunkt i Michael Porters generiske strategier⁹⁴. Udgangspunktet er, at virksomhedens succes afhænger af valget mellem fire overordnede strategier: Omkostningsleder, differentiering, omkostningsfokus eller differentieret fokus.

Figur 21: LEGO Koncernens generiske konkurrencestrategi

		Lave omkostninger	Differentiering
Konkurrence- mæssigt sigte	Bred	1. Omkostningsleder	2. Differentiering 
	Smal	3. Omkostningsfokus	4. Fokuseret differentiering

Kilde: Frite efter Lægaard & Vest s. 303 (egen bearbejdning)

⁹³ Så tæt man nu kan komme på markedsformen i den ”virkelige verden”.

⁹⁴ Lægaard & Vest (2010) s. 302

LEGO Koncernen har valgt en differentieret konkurrencestrategi, der satser på ”LEGO brandet”, kvalitet og den specielle, kreative, sjove og lærerige leg. Koncernens produkter ligger prismæssigt i den høje ende, da en høj pris understøtter og signalerer troværdighed og kvalitet (Den absolutte modsætningen til kina-discount). Koncernen sigter på en bred skare af slutbrugere i alderen 0-12 år, samt voksne legebørn, og målsætninger en pæn markedsandel.

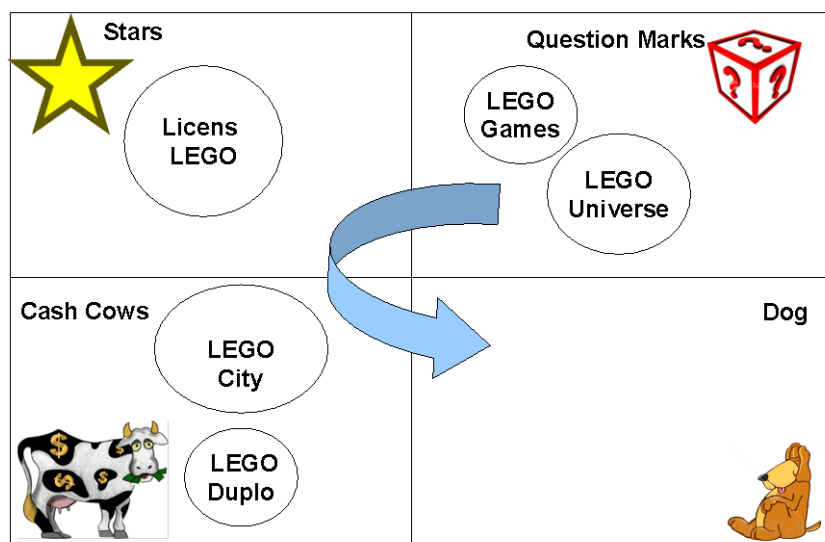
Produktporteføljen

For at få et overblik over LEGO Koncernens produktportefølje, har jeg hentet inspiration fra Boston modellen. Normalt analyseres en produktportefølje ud fra markedsvæksten, og produktets relative markedsandel i forhold til konkurrenterne.

Modellen giver det bedst resultat, når den anvendes internt i virksomheden, hvor ledelse og medarbejdere kender salget på produktniveau.

Det har ikke været muligt at udskille de enkelte produkter til en almindelig Boston-matrice. Men med udgangspunkt i årsregnskabet 2009 og diverse oplysninger fra pressen, er der udvalgt nogle af LEGO Koncernens produkter, som efterfølgende er rangordnet i forhold til deres nuværende eller kommende forretningspotentiale.

Figur 22: Boston-matrice ”light” - Rangordning af udvalgte produkter fra LEGO Koncernen primo 2010



Kilde: LEGO Koncernens årsregnskab 2009, Egen bearbejdning,

LEGO Koncernen har de seneste år igen haft vækst i salget, og de forsøger løbende at produktudvikle, samtidig med at deres stabile produkter generer en flot indtjening. Som tidligere præsenteret i markedsanalyser, er væksten i det generelle legetøjsmarked faldet fra 2008-2009. For LEGO Koncernen har udviklingen vist den stik modsatte retning, og de har oplevet markant fremgang i salget. I USA var fremgangen hele 31 %, England 28 % og Polen på 50 %. Koncernen oplyser i årsregnskabet 2009, at de primære drivere af salget var produkterne LEGO Star Wars og LEGO City⁹⁵. LEGO Games som blev introduceret i 2009 gik bedre end forventet, og koncernen har store forhåbninger til produktkategorien⁹⁵. Den 5. marts 2010 udtaler koncernchefen Jørgen Vig Knudstorp til dagbladet Børsen, at han har store forhåbninger til det kommende onlinespil Lego Universe, men han tror fortsat, at klodserne vil udgøre kerneforretningen⁹⁶.

Hvordan skaber LEGO Koncernens værdi?

Det er tidligere i opgaven omtalt, at LEGO Koncernen i 2003 og 2004 havde problemer med indtjeningen. Dette forhold fik ledelsen til at iværksætte opbygningen af en ny virksomhedsstruktur, der berørte alle dele af koncernen.

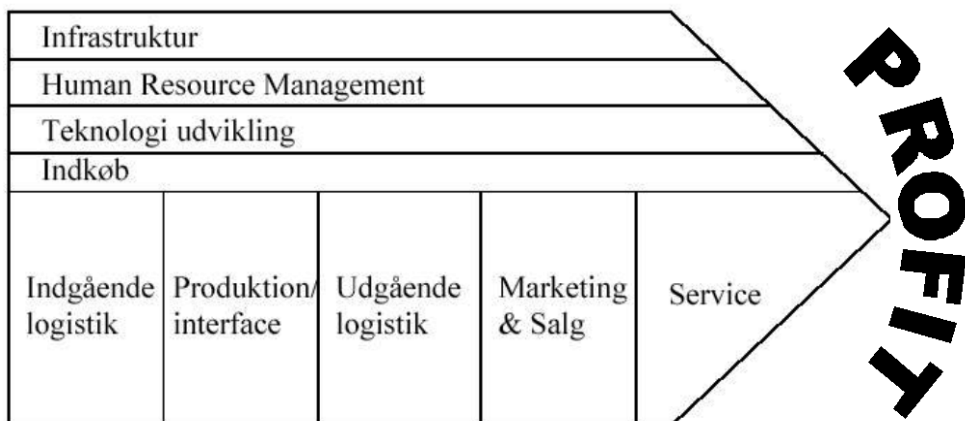
Med inspiration i Michael Porters værdikædemodel, har jeg udvalgt de væsentligste områder i LEGO Koncernen, som efter min opfattelse har været af størst betydning for koncernens turnaround og den værdiskabelse det har medført.

⁹⁵ LEGO Koncernens Årsrapport (2009) s. 9

⁹⁶ Dagbladet Børsen d. 5. marts 2010 – Onlinesatsning klar til efteråret

Porters værdikæde indeholder ni aktiviteter. De nederste er den primære aktivitet, dvs. de processer som produktet skal igennem, inden det ender hos kunden. De fire øverste er støtteaktiviteter, (Det hele er illustreret i Figur 23).

Figur 23: Porters værdikæde - analyse af LEGO Koncernen



Kilde: Frit efter Lægaard & Vest (2010) s. 176, (egen bearbejdning, figuren er forstørret hvilket påvirker farverne)

Ud fra virksomhedens interne ressourcer, kan den jf. Porter⁹⁷ vælge mellem to alternative fokus strategier.

1. En strategi der fokuserer på omkostningsminimering i alle dele af værdikæden.
2. Eller en strategien om, at gøre den største forskel for kunderne, ved at differentiere sig i forhold til konkurrenterne på alle led i værdikæden⁹⁸.

De enkelte områder kan enkeltvis, men oftest i en kombineret interaktion, generere en synergi, der skaber merværdi, og som derigennem giver virksomheden en konkurrencefordel.

LEGO Koncernen har valgt, at fokusere på omkostningsminimering (styring) i værdikæden. Men det er klart at, i den virkelige verden er tingene ikke helt så opdelt, som modellen foreskriver, hvorfor LEGO Koncernen selvfølgelig også forsøger at differentiere sig i forhold til konkurrenterne, på kvalitet, levering, service mm.

LEGO Koncernen erkendte efter regnskabsåret 2004, at koncernens situation var uholdbar pba. dårlig lønsomhed. I løbet af de foregående 10 år var koncernens kompleksitet

⁹⁷ Lægaard & Vest (2010) s. 176

⁹⁸ Lægaard & Vest (2010) s. 176

eksploderet, både på produktpaletten der indeholdt mere end 12.000 komponenter⁹⁹ i 30 forskellige farver, og pga. knopskydning i produkter, kundeporteføljen og de enkelte segmenter af markedet. Omkostningerne i virksomheden var særdeles ugenomsigtige, og kapacitetsomkostningerne udgjorde ca. 70-80 %⁹⁹. Flere hundrede mellemledere sub optimerede på lokalt områdeniveau, uden sigte på koncernen som helhed. Men de manglede et ordentligt økonomistyringsværktøj, for at gøre tingene anderledes.

Derfor iværksatte koncernen i 2005 et projektarbejde, der skulle revolutionere omkostningsstyringen, og rette fokus på bundlinjen, helt ud på produkt- og kundeniveau.

I starten af 2006 havde man allerede de første resultater, hvilket blev signaleret af administrerende direktør Jørgen Vig Knudstorp. I en udtalelse til Børsen Nyhedsmagasin d. 24. februar udtalte han, at LEGO var på vej tilbage, til det den var god til for 30-40 år siden, nemlig ”godt købmandskab”.

Infrastruktur

Et meget vigtigt støtteredskab i LEGO Koncernen, var implementeringen af et nyt Activity Based Cost regnskabsprogram. Alle omkostninger, som rabatter, aktivitetstilskud, pack, transport, lager, marketing mv. der indgår i produktionen udspecificeres på produkt- og kundeniveau, ud fra en specifik fordelingsnøgle. Det har øget hele koncernens omkostningsfokus. Eksempelvis i udviklingsafdelingen, hvor der tidligere var tendens til hurtigt, at udvikle nye klodser til høje omkostninger, men nu vurderes det om eksisterende design kan anvendes⁹⁹. Koncernen mener ikke længere, at det er interessant at henvføre omkostninger på afdelinger, det skal henvføres på kunder og produkter¹⁰⁰.

Human Resources Management

Det er LEGO Koncernens opfattelse, at medarbejderne er afgørende og undværlige i forsøget på at give forbrugeren den totale LEGO Oplevelse.

⁹⁹ Valcon - LEGO Koncernen indfører radikal ny styring af værdikæden s.3-11

¹⁰⁰ Valcon - LEGO Koncernen indfører radikal ny styring af værdikæden s. 3-11

De investerer løbende i medarbejderudvikling, som via individuelle udviklingsplaner sikrer, at medarbejderne får styrket eller genopfrisket deres kompetencer¹⁰¹. Der afholdes endvidere specifikke talentudviklingsprogrammer for koncernens specialister og ledere.

De fokuser på et ordentligt arbejdsmiljø, med lige muligheder for alle uanset køn, etnisk baggrund mm. For at sikre en god trivsel, gennemføres årlige medarbejderanalyser¹⁰², der år for år har vist gode resultater. Det gamle ordsprog ”Kun det bedste er godt nok” gennemsyrrer på ny virksomheden. Det vurderes, at der internt i virksomheden er en stærk og stolt fællesskabsfølelse, der motiverer og bidrager til koncernens finansielle præstationer.

Teknologi udvikling

Kvalitet, sikkerhed og design er LEGO Koncernens kendetegn, og de går ikke på kompromis. De afsøger nye produktområder, og satser afgrænset for fortsat at kunne styre omkostningerne.

Global Supply Chain

De enkelte områder i forsyningskæden er ikke længere skarpt opdelt. Det hele er samlet i Global Supply Chain, der står for indkøb af råvarer, produktion og distribution til koncernens 14.000 kunder i 135 lande¹⁰³.

Produktion

Efter flere års forsøg med udlicitering, har koncernen endegyldigt valgt at satse på egen produktion og placeret denne i Danmark, Tjekkiet, Ungarn og Mexico.

Vice præsidenten for LEGO Global Distribution Logistics Eigil Møller Nielsen¹⁰³, mener det er en af koncernens største fordele, at de producerer tæt på markederne i USA og Europa. Hvis produktionen var i Kina, ville det forlænge transporttiden, omkostningerne og forringe fleksibiliteten.

¹⁰¹ www.lego.com

¹⁰² The LEGO Group – Progress Report 2009 s.

¹⁰³ Logistik i LEGO – The Brick LEGO Annual Magazin 2008 s.21-24

Distribution

Koncernen har effektiviseret sin logistik, og reduceret antallet af distributionscentraler i Europa fra 10 til 1¹⁰⁴, hvilket har reduceret omkostningerne markant. Centeret er placeret ved Prag i Tjekkiet, og forsyner hele Europa og Asien. I samarbejde med logistik selskabet DHL, har man indgået et ”Open Boks” samarbejde, hvor DHL står for bemandingen. I de stille perioder er der 400 medarbejdere, mens der op til højsæsonen er ca. 1.000. DHL er en vigtig partner, men koncernen lægger aldrig alle æg i én kurv, hvorfor de på logistik siden har ca. 10 leverandører.

Endvidere har man flyttet ansvaret for reklamedisplays, fra produktionen til logistikken.

Distributionscentrene er tæt på markedet og har derfor mulighed for, at reagere hurtigt ved nye salgssignaler.

Koncernen undersøger årligt kundetilfredsheden inden for logistikområdet. På en skala fra 1-5 ligger de ofte tæt på 5, når deres store kunder som Wal-mart eller Dansk Supermarked skal bedømme dem¹⁰⁴.

Markets & Products

Marketing og salg

I forbindelse med koncernens turnaround, nåede man frem til, at koncernen havde fokuseret for ensidigt på slutbrugeren, og glemt lønsomheden for detailledet. Indtjeningsmarginalen for de primære kunder, var i årenes løb blevet udhulet så der ikke var et incitament til, at fokuserer på salg af LEGO Koncernens produkter¹⁰⁴. Der fokuseres nu på gensidig lønsomhed i forretningen, og kunderne betragtes som strategiske partnere¹⁰⁵.

Der er implementeret særlige bonusordninger for LEGO-ansatte sælgere. De aflønnes bl.a. efter hvor meget det lykkedes kunderne, at sælge til slutbrugerne.

Det har øget fokus og samarbejdet med kunderne. Og med nogle har det medført en yderligere integration, bl.a. Wal-mart, Target og Toy's R Us, udveksler nu data med koncernen om salget¹⁰⁵. LEGO får på den måde adgang til værdifulde oplysninger om; hvad der sælger, hvor når det sælger og hvor meget det sælger.

¹⁰⁴ Logistik i LEGO – The Brick LEGO Annual Magazin 2008 s.21-24

¹⁰⁵ Dagbladet Børsen d. 11. 03.2010 – Samarbejde baner vej for LEGO-succes

Det har givet koncernen markant mere hyldeplads i forretningerne, bedre eksponering i julekataloger og invitation til yderligere partnerskaber¹⁰⁵.

Endvidere har koncernen samlet afdelingerne for produktudvikling og salg & marketing under samme ansvarsområde, hvilket har givet bonus, da det er blevet lettere at ramme markedet med de rigtige produkter.

SWOT analysen

Interne forhold i virksomheden	Eksterne forhold (Omverdenen)
Styrker (S)	Muligheder (O)
➤ Super brand'et LEGO ➤ Markedsleder inden for konstruktionslegetøj ➤ Repræsenteret i mange lande ➤ Finansiell styrke ➤ Diversificeret produktion ➤ God logistik tæt på kernemarkeder i Europa og USA	➤ Mattel, Hasbro og andre producenter er lidt pressede i det nuværende marked ➤ Stort fokus på sikkert legetøj fra forbrugere og myndigheder ➤ Flere ældre LEGO fans
Svagheder (W)	Trusler (T)
➤ Meget afhængig af eksterne licensrettigheder ➤ Energikrævende produktion og distribution ➤ Overvurdere slutbrugernes loyalitet (præference) på lang sigt	➤ Demografisk udvikling ➤ Børn bliver hurtigere voksne ➤ Detailbranchens støt stigende magt ➤ Detailbranchens indtog som legetøjsproducent og licenstagere ➤ Øget kamp om fremtidige legetøjslicenser fra film og bøger ➤ Regulering og/eller handelshindringer ➤ Nye konkurrenter ➤ Stigende råvare- og energipriser

Kilde: Frit efter Lægaard & Vest (2010) s. 241 Egen bearbejdning

3.3 Opsummering – Strategisk analyse

Detailværdien af det totale marked for ”legetøj, spil og konsoller ” udgjorde i 2009 ca. 138 mia. USD, svarende til ca. 716 mia. DKK¹⁰⁶. Af det stod ”Traditionelt legetøj og spil” for ca. 374 mia. DKK, som detailhandlen og producenterne delte procentuelt ca. 39/61. Fordelingen vurderes langt fra, at være ens for alle legetøjsproducenter, hvorfor markedets karakter, forbrugernes præferencer, de enkelte producenters strategi og forhandlingsstyrke, er af afgørende betydning for værdiskabelsen, hos den enkelte legetøjsproducent. LEGO Koncernen har positioneret sig strategisk på det heterogene marked, hvor ”The LEGO Brand” er sat i fokus. Denne placering vurderes, at give koncernen mulighed for, at tage højere marginalpriser for deres produkter. Det har samtidigt medført at koncernen har mulighed for, at tilbyde detailkunderne en højere marginal, for salget af deres produkter. Det har medført yderligere plads hos detailhandlen og mulighed for strategisk samarbejde. LEGO Koncernen har en stærk produktpalette, hvor traditionelle cash cow’s, som LEGO DUBLO og LEGO City sælger stort. Samtidig har koncernen været dygtig til løbende, at indgå licenssamarbejde på produkter som Star Wars, Indiana Jones, Harry Potter mv. Nye potentielle produkter forberedes løbende, og koncernen er for nylig gået ind på brætspil markedet med pæn succes. Endvidere er en ny elektroniske satsning på trapperne, hvorfor der også er en mulighed for, at få en større andel af det elektroniske software spillemarked. Det have i 2009 en estimeret detailværdi på ca. 185 mia. DKK¹⁰⁶.

LEGO Koncernens turnaround har vist sig meget succesfuld, og ønsket om vækst er indtrådt tidligere en planlagt. På de indre linjer har koncernen reduceret antallet af byggekomponenter, og omkostningsfokus har forplantet sig ud i hele organisationen, bl.a. som følge af et nyt rapporteringsværktøj, der har understøttet processen. De har i 2009 afsluttet insourcing af hele produktionen, og placeret faciliteterne centralt, i forhold til de primære markeder i Europa og USA. Det vurderes internt i LEGO, som en stor komparativ fordel, da det giver øget fleksibilitet, i forhold til en alternativ produktion i Kina. Distributionen er ligeledes centraliseret og effektiviseret, bl.a. ved samarbejdet med DHL. Det har betydet lavere omkostninger, da bemanningen bedre kan afpasses i forhold til det aktuelle aktivitetsniveau.

¹⁰⁶ Historisk valutakurs ultimo 2009 (USD 519,01) – Nationalbanken www.nationalbanken.dk

På kort og mellemlang sigt vurderes LEGO Koncernen, at besidde flere komparative fordele. De har et stærkt brand hos slutbrugeren, finansiell styrke, og en strømlinet organisation. Forældregenerationen har stor tillid til koncernens produkter, og tiltrækkes af ”læring gennem leg” konceptet, samt holdbarheden i lege/byggeoplevelsen.

Konkurrencen i branchen er meget hård, og på sigt, vurderer jeg, at andre konkurrenter vil kopiere LEGO klodsen, i endnu større omfang end i dag. I takt med konstruktionslegetøjets stigende popularitet, vurderes det overvejende sandsynligt, at andre ønsker en større bid af kagen.

På licensområdet vurderer jeg, at konkurrencen om licenser intensiveres yderligere. Det vil stille endnu større krav til producenternes finansielle styrke. Det kan blive vanskeligt at overføre disse meromkostninger på detailledet/slutbrugeren og presse indtjeningsmarginalen. Primært pga. detailhandlens store forhandlingsstyrke, og evige krav om skarpere og bedre marginaler, rabatter, omsætningshastigheder mv.

4. Regnskabsanalyse

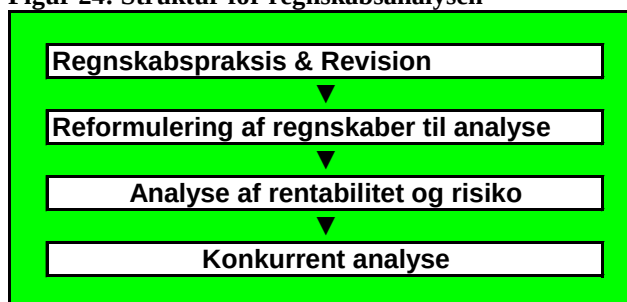
Regnskabsanalysen har til formål at vurdere LEGO Koncernens finansielle præstationer i et historisk perspektiv, og identificere de finansielle ”value drivere”. Sammen med den strategiske analyse skal de danne grundlaget for den efterfølgende budgettering.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede DuPont model¹⁰⁷, og baserer sig på input fra LEGO Koncernens regnskaber, der er reformuleret til analyseformål. Til sidst vil LEGO Koncernen blive sammenlignet med andre legetøjsproducenter. I denne sammenligning anvendes data fra Thomson ONE Banker, og LEGO Koncernens supplerende årsrapporter.

¹⁰⁷ Sørensen (2009) s. 255

Analysen indeholder følgende faser, der vil blive behandlet i de efterfølgende afsnit.

Figur 24: Struktur for regnskabsanalysen



Kilde: Egen bearbejdning, frite efter Sørensen (2009)

4.1 Anvendte regnskabspraksis

LEGO Koncernen aflægger regnskab i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder IFRS¹⁰⁸ og den danske Årsregnskabslov.

Årsrapporterne fra 2007-2009¹⁰⁹ på koncernniveau er gennemgået, og Revisorfirmaet PricewaterhouseCoopers har uden forbehold vurderet, at de giver et retvisende billede af virksomhedens finansielle status og situation. Der henvises til årsregnskabet 2009 s. 16 for yderligere information. Ved gennemgang af regnskaberne er det min vurdering, at der ikke har været behov for særlige regnskabsmæssige korrektioner. De korrektioner der er foretaget, er sket i forbindelse med reformuleringen jf. kapitel 4.2. Det bemærkes, at alle beregninger og data tillige kan findes i Excel arkene LEGO_analysedata og LEGO_konkurrentanalyse.

4.2 Reformulering af årsregnskabet

En virksomhed kan skabe værdi fra to typer af aktivitet, driftsaktivitet og finansieringsaktivitet¹¹⁰.

Det primære område er driftsaktivitet, der vedrører f.eks. salg, indkøb, produktion eller lignende. Vedligeholdelse af det eksisterende produktionsapparat eller investering i ny kapacitet, er også kategoriseret som driftsaktivitet.

¹⁰⁸ International Financial Reporting Standards

¹⁰⁹ Da koncernen overgik til de nye IFRS standarder i 2007, er dette regnskab også anvendt til fremskaffelse af tallene for 2006.

¹¹⁰ Sørensen (2009) s. 18

Det sekundære område er finansieringsaktivitet, der består i fremskaffelse af det kapitalbehov, som driften generer. Samt midlertidig anbringelse af overskydende likviditet i aktier, obligationer eller lignende finansielle aktiver.

Det reformulerede regnskab opdeler alle posterne efter formål og ikke, som det normale regnskab efter art. Det giver mulighed for, at spore værdiskabelsen fra de to områder. Det reformulerede regnskab er udarbejdet på baggrund af Ole Sørensens bog ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang” (2009). De nøgletal der anvender balancetal i beregningen, anvender en gennemsnitsbetragtning baseret på $(\text{år } t + \text{år } t_{-1})/2$. Regnskabsåret 2006 er primært anvendt som begyndelses år for analysen, hvorfor det kun fremgår af den reformulerede resultatopgørelse og balancen.

4.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalen er den første komponent man som analytiker bør analysere. Det gøres for at sikre sig, at man får alle områder med, der vedrører ejerne. I en værdiansættelse, er det nødvendigt at betragte overskuddet fra virksomheden på totalindkomstniveau, og fratrække andelen der vedrører minoritetsaktionærerne. LEGO Koncernen har udarbejdet en egenkapitalopgørelse i hele perioden. Da selskabet ikke operere med aktieoptioner eller aktieløn, er de primære korrektioner *dirty surplus*¹¹¹ poster som skat, valutakursreguleringer og regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi.

¹¹¹ Postering af indtægter og omkostninger + gevinst/tab uden om resultatopgørelse, direkte på egenkapitalen jf. Sørensen (2009) s. 158

Tabel 8: Egenkapitalopgørelse og totalindkomst for LEGO Koncernen (moderselskab) 2006-2009

EX minoritetsinteresser				
År	2006	2007	2008	2009
DKK mio.				
Egenkapital 1. januar	559	1.184	1.671	2.058
Beregning af totalindkomst				
Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	31	-2	37	0
Skat af egenkapitalbevægelser	-8	1	-10	0
Valutakursreguleringer	-184	-135	17	21
Nettoindkomst indregnet direkte på egenkapitalen	-161	-136	44	21
Åretsresultat	1.286	1.023	1.343	2.197
Totalindkomst for året	1.125	887	1.387	2.218
Tranksaktioner med ejerne				
Betalt udbytte	-500	-400	-1.000	-1.000
Køb af egne aktier	0	0	0	0
Salg af egne aktier	0	0	0	0
Nettodividenden	-500	-400	-1000	-1000
Egenkapital 31. december	1.184	1.671	2.058	3.276

Kilde: Egen tilvirkning, pba. årsregnskaber og Sørensen (2009)

4.2.2 Reformulering af balancen

LEGO Koncernen har som alle virksomheder behov for driftslikviditet til, at betale regninger, løn mv., i takt med, at de forfalder. Driftslikviditet (ikke rentebærende) er et driftsaktiv på linje med bygninger og maskiner. Det anføres ikke i regnskabet, hvor stor driftslikviditeten er, hvorfor den er estimeret til en ½ % af nettoomsætningen¹¹².

Den tilbageværende likviditet klassificeres, som et finansielt aktiv i den reformulerede balance. LEGO Koncernen har i enkelte lande ydelsesbaserede pensionsordninger.

Pensionsforpligtigelsen indregnes altovervejende i den normale balance, som en netto størrelse. I LEGO Koncernen er den anført som et passiv¹¹³. Forholdet er korrigeret¹¹⁴, så pensionsaktivet og passivet er indregnet som bruttostørrelser, under ikke kerne driftsaktiver og driftsforpligtigelser. Beløbsmæssigt er det af mindre betydning i forhold til den samlede balance, hvorfor forholdet ikke er behandlet yderligere.

¹¹² Sørensen (2009) s. 184

¹¹³ LEGO Koncernen har indregnet en marginal andel som pensionsaktiv (Årsregnskabet 2009) s. 32

¹¹⁴ Sørensen (2009) s. 188

Tabel 9: Reformuleret balance - LEGO Koncernen 2006-2009

DKK mio.	2006	2007	2008	2009
Udviklingsprojekter og forudbetaling for immatrielle aktiver	0	30	90	116
Egenudviklet software	0	0	13	33
Patenter	0	4	2	83
Grunde, bygninger og installationer	705	543	549	699
Produktionsanlæg og maskiner	358	431	500	766
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	97	126	139	246
Aktiver under udførelse og forudbetaling for materielle anlægsaktiver	38	54	78	219
Udskudte skatteaktiver	388	281	132	94
Varebeholdninger	930	946	870	1.056
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	1.824	1.796	1.822	2.128
Andre tilgodehavender	421	681	439	604
Tilgodehavende selskabsskat	71	71	130	111
Tilgodehavende hos nærtstående parter	0	0	600	0
Driftslikviditet (Estimat ½ % af nettoomsætning)	39	40	48	58
Kernedriftsaktiver (DA)	4.871	5.003	5.412	6.213
Udskudte skatteforpligtelser	127	128	98	82
Pensionsforpligtelser	168	160	123	145
Hensatte forpligtelse1 -	215	93	63	20
Leverandører af varer og tjenesteydelser	749	778	1036	1336
Aktuelle skatteforpligtelser	108	121	83	94
Hensatte forpligtelser2 (omstruk, nedlukning, løn, retsager mv.)	176	174	138	100
Anden kortfristet gæld (Her af lønrelateret gæld og afgifter)	518	566	649	679
Driftsforpligtigelser (DF)	2.061	2.020	2.190	2.456
Kerne netto driftsaktiver (Kerne NDA)	2.810	2.983	3.222	3.757
Ikke-kernedriftsaktiver (IKDA)				
Pensionsaktiver (ej indregnet i originalbalancen)	106	97	73	89
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	3	3	3
Anlægsaktiver besiddet med henblik på salg (Ejd. Til salg)	303	42	0	0
Andre Langfristede aktiver bestemt for salg / DIVERSE				
Netto driftsaktiver (NDA)*	3.219	3.125	3.298	3.849
Likvidebeholdninger (Likvidier totalt - Driftslikviditet)	-1.658	-961	-1.081	-1.572
Andre værdipapirer og kapitalandele (obligationsbeholdning 2006)	-75	0	0	0
Langfristede gældsforpligtigelser				
Ansvarlig lånekapital	1.100	1.100	500	0
Lån	376	237	839	832
Anden langfristet gæld	78	79	72	71
Kortfristede gældsforpligtigelser				
Lån	4	77	4	5
Gæld vedr. omstrukturering af koncernen	1.288	0	0	0
Anden kortfristet gæld	915	914	898	1.222
Netto finansielle forpligtigelser (NFF)	2.028	1.446	1.232	558
Koncerenegenkapital	1.191	1.679	2.066	3.291
Minoritetsinteresser	7	8	8	15
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	1.184	1.671	2.058	3.276

Kilde: Egen tilvirkning, pba. årsregnskaber og Sørensen (2009)

*Note: Netto driftsaktiver benævnes også "Investeret kapital".

4.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

I Selskabets normale regnskab indregnes skatteomkostningen med et samlet beløb. For at måle bidraget fra henholdsvis drifts- og finansieringsaktivitet, er man nødt til at udarbejde en opgørelse af totalindkomsten efter skat, fordelt på de to aktiviteter. Ved beregning af skatten på driftsoverskuddet, tages der udgangspunkt i skatteomkostningen fra årsregnskabet. Denne forhøjes med skattefordelen på de fradragsberettigede renteudgifter, da driftsoverskuddet beskattes fuld ud. Efterfølgende reguleres skattefordelen på gæld i netto finansielle omkostninger, hvilket giver netto finansielle omkostninger efter skat.

Af Tabel 10 ses, at den altovervejende del af driftsoverskuddet kommer fra den primære drift, mens andet driftsoverskud altovervejende er værdireguleringer på langfristede aktiver, eller valutarelaterede forhold.

Tabel 10: Reformuleret resultatopgørelse - LEGO Koncernen 2006-2009

DKK mio.	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	7.798,00	8.027	9.526	11.661
Produktionsomkostninger	-2.739,00	-2.812	-3.165	-3.463
Bruttoresultat	5.059,00	5.215,00	6.361,00	8.198,00
Salgs- og distributionsomkostninger	-2.655,00	-2.794	-2.969	-3.602
Administrationsomkostninger	-496,00	-575	-645	-855
Andre driftsomkostninger	-644,00	-599	-743	-739
Driftsoverskud fra salg (før skat)	1.264,00	1.247,00	2.004,00	3.002,00
Skat her på:				
Rapporteret skatteomkostning	-9,00	386,00	500	683
Skattefordel på finansielle poster	12,32	8,50	62	4
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	58,52	-44,50	-29,00	3,75
Samlet skatteeffekt	61,84	350,00	533,00	690,50
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	1.202,16	897,00	1.471,00	2.311,50
Andet driftsoverskud (før skat poster)				
Andre driftsindtægter	141,00	224,00	0	0
Omstruktureringsomkostninger og andre særlige poster (+ indt. / - omk.)	-350,00	-46,00	116	-15
Netto sum	-209,00	178,00	116,00	-15,00
Skatteeffekt på andet driftsoverskud brutto	58,52	-44,50	-29,00	3,75
Total skatteeffekt på andet driftsoverskud	-150,48	133,50	87,00	-11,25
Andet driftsoverskud (efter skat poster)				
Nedskrivning af langfristede aktiver		0	-20	-85
Nedskrivning på kapitalandele og mellemværende	0,00	0	0	
+/- SKAT beregnet direkte på egenkapitalen	-8,00	1	-10	0
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder	0,00	-1	0	0
Tilbageførsel af nedskrivninger af langfristede aktiver	270,00	24	0	0
Værdi- og valutakursregulering	-184,00	-135	17	21
Gevinst/tab på sikringsinstrumenter	31,00	-2	37	0
Driftsoverskud efter skat (DO)*	1.160,68	917,50	1.582,00	2.236,25
Netto finansielle omkostninger				
Finansielle omkostninger	-179,00	-157	-289	-146
Finansielle indtægter	135,00	123	41	131
Netto finansielle omkostninger før skat	-44,00	-34,00	-248,00	-15,00
Skatteeffekt (- hvis Finan. indtægter > omkostninger)	12,32	8,50	62,00	3,75
Netto finansielle omkostninger efter skat	-31,68	-25,50	-186,00	-11,25
Totalindkomst for koncernen	1.129,00	892,00	1.396,00	2.225,00
Minoritetsinteresser	-4,00	-5,00	-9,00	-7,00
Totalindkomst for moderselskabet	1.125,00	887,00	1.387,00	2.218,00
Selskabsskatteprocent	28%	25%	25%	25%
* DO kan også kaldes NOPAT = Net Operating Profit After Tax				

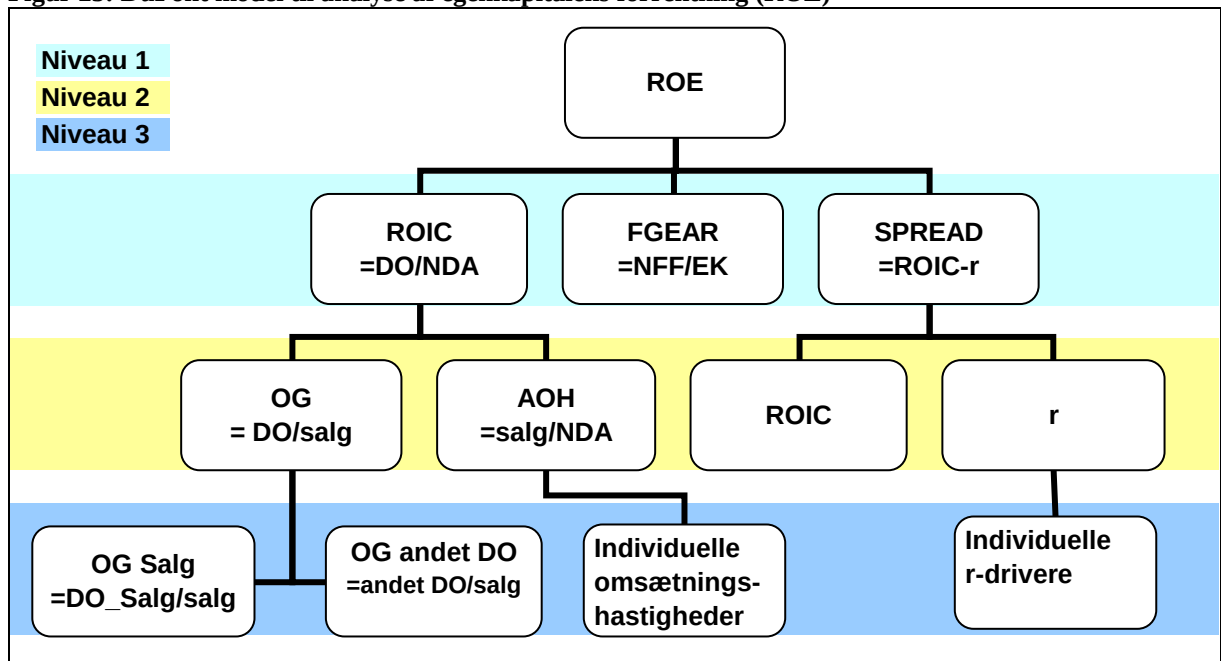
Kilde: Egen tilvirkning, pba. årsregnskaber og Sørensen (2009)

4.3 Rentabilitetsanalyse

I den følgende analyse afdækkes LEGO Koncernens finansielle præstationer, og de finansielle værdi drivere fremhæves. Der tages udgangspunkt i egenkapitalens forrentning (ROE)¹¹⁵, der dekomponeres ved hjælp af den udvidede DuPont-model. (Illustreret på Figur 25). De anvendte forkortelser præsenteres under gennemgangen, og der henvises endvidere til Bilag 3, for en samlet signaturforklaring.

Udviklingen i ROE afhænger dels af rentabiliteten på driften (ROIC), altså hvor effektivt virksomheden udnytter nettodriftsaktiverne. Endvidere afkastet på de finansielle aktiviteter, og betydningen af den finansielle gearing.

Figur 25: DuPont model til analyse af egenkapitalens forrentning (ROE)



Kilde: Egen bearbejdning, frit efter Sørensen (2009) s. 255

Pyramidens niveauer er benævnt 1,2 og 3. De individuelle omsætningshastigheder, og r-drivere i niveau 3 er medtaget i figuren som illustration, men de vil ikke blive behandlet yderligere i opgaven.

¹¹⁵ Retur On Equity

4.3.1 Egenkapitalens forrentning

Virksomhedens øverste finansielle målepunkt er egenkapitalens forrentning. Nøgletallet viser hvilken forrentning aktionærerne har fået af deres investering i virksomheden.

ROE kan beregnes på to forskellige formler, en direkte og en indirekte. Formel 2 er anvendt.

1) $ROE = (\text{Totalindkomst til moderselskabets ejere}) / (\text{gennemsnitlig EK til moderselskabet ejere})$
2) $ROE = \{ ROIC + [(FGEAR \times SPREAD)] \} * MIA$
$FGEAR = NFF / (EK + MIN)$, $SPREAD = (ROIC - r)$, $MIA = \text{Minoritetsinteressernes andel}$

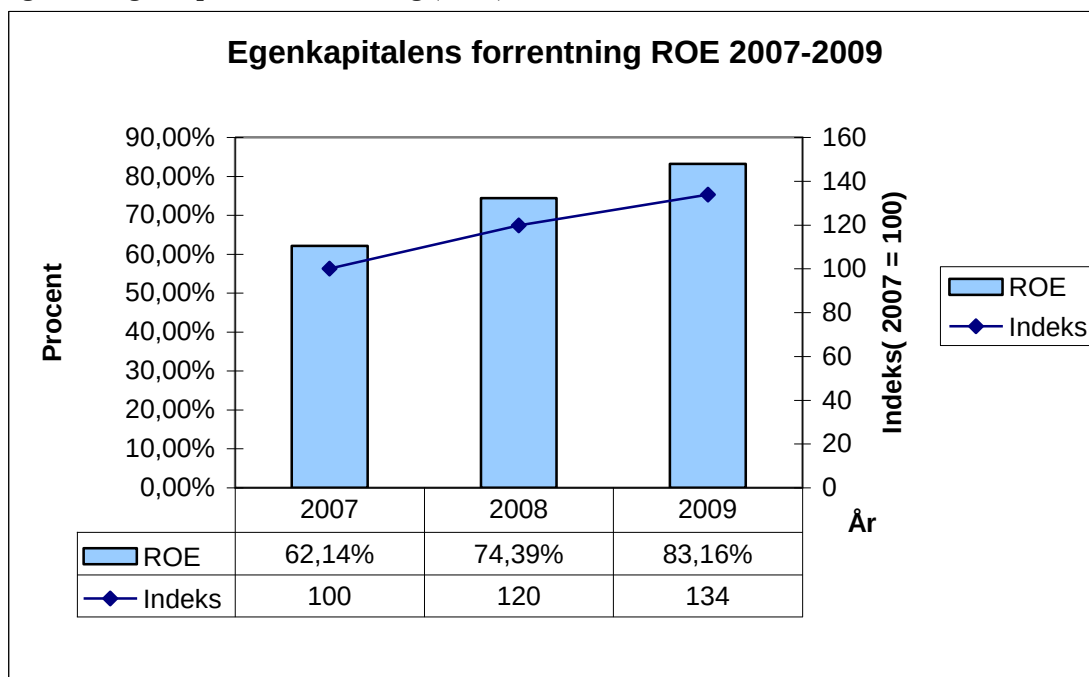
Når der er minoritetsinteresser på balancen er det reviderede udstyk for FGEAR $[NFF / (EK + MIN)]$, og MIN udtrykker minoriteternes andel¹¹⁶. Da minoritetsinteresserne udgør en forsvindende lille andel, bliver de ikke selvstændigt analyseret i opgaven¹¹⁷.

Egenkapitalens forrentning (ROE) har været kraftigt stigende i løbet af perioden, og forrentningen ligger på et meget højt niveau. Den særdeles høje forrentning, kan til dels begrundes med, at LEGO Koncernen i kriseårene modtog et ansvarlig lån. Alternativt kunne ejerne have tegnet ny aktiekapital, hvilket naturligvis ville bringe forrentningen ned. Løsningen er valgt, da LEGO Koncernen finansieres langt billigere med gæld, end med egenkapital.

¹¹⁶ Sørensen (2009) s. 256

¹¹⁷ Faktoren MIA er i 2007(0,99), 2008(0,99) og 2009(1,0)

Figur 26: Egenkapitalens forrentning (ROE) i LEGO Koncernen 2007-2009



Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-261

NOTE: Der er anvendt gnm. Egenkapital i beregningen.

4.3.2 Afkast på driftsrelaterede aktiviteter

Afkastningsgraden på netto driftsaktiverne (ROIC)

Nøgletallet ROIC der fremgår under niveau 1, viser det relative forhold mellem driftsoverskuddet efter skat og netto driftsaktiverne. Hvilket udtrykker den samlede forrentning af den investerede kapital.

Tabel 11: Afkastet på den investerede kapital ROIC

	Symbol	2007	2008	2009
Afkastningsgraden på NDA				
ROIC = DO/ NDA	ROIC	28,92%	49,26%	62,58%
Indeks 2007=100		100	170	216

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-261

Det ses at LEGO Koncernen i perioden har realiseret et flot afkast på netto driftsaktiverne, men nøgletallet ligger under ROE. Det tyder på, at LEGO Koncernen tjener på fremmedkapitalen, hvilket løfter den samlede forrentning (ROE).

Overskudsgraden OG

Når man dekomponerer ROIC, er den ene faktor der indgår overskudsgraden (fremgår af Figur 25 niveau 2). Overskudsgraden måler hvor meget overskud der genereres fra en kroners salg. (OG = Driftsoverskud efter skat / Salg¹¹⁸)

Tabel 12: Overskudsgraden OG - LEGO Koncernen 2007-2009

	Symbol	2007	2008	2009
Overskudsgraden				
OG = DO/Salg	OG	11,43%	16,61%	19,18%
Indeks 2007=100		100	145	168

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

Overskudsgraden er vokset mærkbart i hele perioden, og ligger i 2009 på et relativt højt niveau. Sagt mere præcist har koncernen formået at øge indtjeningen fra deres salg.

Som det fremgår af Figur 25, kan overskudsgraden dekomponeres i de underliggende drivere, OG_fra salg og OG_andet driftsoverskud. Af Tabel 13 ses det, at den helt overvejende driver af overskudsgraden, stammer fra den primære forretning med salg af LEGO klodser. Andet driftsoverskud bidrager marginalt.

Tabel 13: Overskudsgraden opdelt på salg og andet driftsoverskud (se noten for*)

	Symbol	2007	2008	2009
Overskudsgraden Salg efter skat				
OG_Salg = DO_salg/salg	OG_salg	11,17%	15,44%	19,82%
Indeks 2007=100		100	138	177
	Symbol	2007	2008	2009
Overskudsgraden Andet DO				
OG_andet DO = Andet DO/salg	OG_andet	0,26%	1,17%	-0,65%
Indeks 2007=100		100	456	-253
	Symbol	2007	2008	2009
Overskudsgraden Salg før skat				
OG_Salg før skat = DO_salg før skat /salg	OG_salg.fs.	15,54%	21,04%	25,74%
Indeks 2007=100		100	135	166

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

Note: *Overskudsgraden fra salg før skat er supplerende medtaget i figuren, da den skal anvendes senere i forbindelse med budgetlægning.

¹¹⁸ I formelen anvendes salg og omsætning analogt.

Af Tabel 14 ses udviklingen i udvalgte drivere for overskudsgraden. Det ses eksempelvis af tabellen, at LEGO Koncernen har øget bruttoavanceprocenten med 8 % fra 2007-2009, mens de samtidig har effektiviseret deres salg og distribution, hvor omkostningerne er faldet med 11 % fra 2007-2009. Bruttoavancen og salgs- og distributionsomkostningerne har særlig betydning, pga. deres store bidrag(andel) til udviklingen i OG.

Tabel 14: Udvalgte driver med betydning for overskudsgraden

OG-drivere	2007	2008	2009
Bruttoavanceprocent	65,0%	66,8%	70,3%
Indeks 2007 =100	100	103	108
Salgs- og distributionsomkostninger	-34,8%	-31,2%	-30,9%
Indeks 2007 =100	100	90	89
Administrationsomkostninger	-7,16%	-6,77%	-7,33%
Indeks 2007 =100	100	95	102
Andre driftsomkostninger	-7,46%	-7,80%	-6,34%
Indeks 2007 =100	100	105	85

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed viser hvor meget salget udgør, for hver krone investeret i netto driftsaktiverne. (Salg pr. krone investeret i NDA)

Tabel 15: Aktivernes omsætningshastighed –LEGO Koncernen 2007-2009

	Symbol	2007	2008	2009
Aktivernes oms.hastighed				
AOH = Salg / Netto driftsaktiver	AOH	2,53053	2,966324	3,263217
Indeks 2007=100		100	117	129

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

LEGO Koncernen har i hele perioden øget AOH, hvilket betyder, at virksomheden har formået at optimere deres netto driftsaktiver, samtidig med at salget er vokset.

Hvis man anvender den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed ($1/AOH$), får man et udtryk der beskriver hvor meget kapital virksomheden har bundet i netto driftsaktiver, pr. krone salg.

Tabel 16: Den inverse aktivernes omsætningshastighed – LEGO Koncernen 2007-2009

	Symbol	2007	2008	2009
Aktivernes oms.hastighed (Invers)				
1/AOH	1/AOH	0,40	0,34	0,31
Indeks 2007=100		100	85	78

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

Som illustrer i

Tabel 16, har LEGO Koncernen en faldende kapitalbinding/investering i netto driftsaktiverne, i forhold til det aktuelle salg.

4.3.3 Afkast fra finansieringsaktivitet

Finansiel gearing (FGEAR)

Alle virksomheder har behov for finansiering af deres netto driftsaktiver, hvilket sker med en kombination af netto finansielle forpligtigelser og egenkapital.

Nøgletallet FGEAR fremgår af Figur 25 niveau 1, og beskriver virksomhedens finansielle gearing. Det vil sige, den relative andel, som de netto finansielle forpligtigelser udgør af egenkapitalen.

Tabel 17: Finansiel gearing FGEAR – LEGO Koncernen 2007-2009

	Symbol	2007	2008	2009
Finansiel gearing				
FGEAR = NFF/EK+MIN	FGEAR	1,210	0,715	0,334
Indeks 2007=100		100	59	28

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

Det ses, at FGEAR i perioden har været kraftigt faldende, bl.a. fordi egenkapitalen er vokset, samtidig med at koncernen har nedbragt gæld. Fra 2007-2009 afviklede koncernen bl.a. et ansvarligt lån på 1,1 mia. DKK. (Ydet af KIRKBI A/S - Det ansvarlige lån er kategoriseret, som en almindelig gældsforpligtigelse, da lånet først har særlige vilkår, hvis LEGO Koncernen ikke kan opfylde sine betalingsforpligtigelser over for sine kreditorer).

Hvis FGEAR fremover skulle udvikle sig negativ, som følge af, at LEGO koncernen får netto finansielle aktiver, kan det føre til en dårligere forrentning af egenkapitalen.

Får koncernen netto finansielle aktiver omskrives ligningen for ROE som følger:

$$ROE = ROIC - \left[\frac{NFA}{EK + MIN} \times (ROIC - RONFA) \right]$$

RONFA beskriver nettofinansielle indtægter i forhold til netto finansielle aktiver. Hvis RONFA er mindre end ROIC forringes egenkapitalens forrentning.

Netto finansielle omkostninger kontra netto finansielle forpligtigelser

Symbolet r , udtrykker de netto finansielle omkostninger i forhold til de netto finansielle forpligtigelser.

	Symbol	2007	2008	2009
Relativ renteomk. i procent				
$r = \text{NFO} / \text{NFF}$	r	1,47%	13,89%	1,26%
Indeks 2007=100		100	946	86

Det ses af tabellen, at r ligger forholdsvis lavt i 2007 og 2009, mens 2008 viser et spring. Niveaulet ligger forholdsvis lavt i perioden.

SPREAD

SPREAD er forkortelsen for faktoren (ROIC- r). Den viser afkastningsgraden på driftsaktiverne efter renteomkostninger. Til illustration betyder et negativt SPREAD, at de netto finansielle omkostninger overstiger afkastet fra driften, hvorfor virksomheden taber penge på finansiering med gæld.

Tabel 18: SPREAD - LEGO Koncernen 2007-2009

	Symbol	2007	2008	2009
Forskel mellem ROIC og r				
ROIC - r	SPREAD	27,46%	35,37%	61,32%
Indeks 2007=100		100	129	223

Kilde: Egen bearbejdning, pba. de reformulerede regnskaber og Sørensen (2009) s. 254-273

Af Tabel 18 ses det, at LEGO Koncernen er langt fra et negativt SPREAD, og at de har et fornuftigt afkast på driftsaktiviteten, selv når der tages for renteomkostninger.

Den nuværende kombination af SPREAD og FGEAR bidrager til, at løfte den samlede forrentning af egenkapitalen (ROE) jf. Figur 26.

4.5 Sammenligning med udvalgte konkurrenter

LEGO Koncernen konkurrerer primært i branchen for traditionelt legetøj, og slutbrugeren har valgt mellem en række produkter fra forskellige producenter jf. analysen i kapitel 3. I LEGO

Koncernens Virksomhedsprofil (2009) s. 7 nævnes de største legetøjsproducenter målt på omsætning i 2008¹¹⁹. Selskaberne er primært amerikanske og japanske. De japanske virksomheder er fravalgt i sammenligningen, da flere af dem, drives som konglomerater med mange forskellige forretningsområder, eller også leveres regnskabsmaterialet kun på japansk.

Der er udvalgt syv legetøjsproducenter, som alle konkurrerer på mindst et, af de geografiske markeder, som LEGO Koncernen opererer på. Da LEGO Koncernen selv har tilkendegivet, at USA er et særdeles vigtig marked, har jeg valgt seks amerikanske og et canadisk selskab. De toneangivende producenter¹²⁰ er medtaget, sammen med nogle mindre spillere, for på den måde, at få et bredere indblik i branchens finansielle præstationer.

I udvælgelsen er der indgået overvejelser omkring selskabernes eventuelle forhold til LEGO Koncernen, men også selskabernes informationsniveau, og det faktum at de skulle være børsnoterede, har spillet ind på valget. Bl.a. er MEGA Brands udvalgt, da selskabet i årevis har konkurreret med LEGO Koncernen, med deres udgave af LEGO Klodsen.

Først ses kort på selskabernes omsætning og hvordan den har udviklet sig i perioden. Derefter ses på egenkapitalens forrentning (ROE), og afkast på den investerede kapital (ROIC). Efterfølgende et skridt dybere ned, hvor bruttoavancen og overskudsgraden før skat ($OG_{\text{før_skat}}$) analyseres, sammen med udgaver af aktivernes omsætningshastighed (AOH). Slutteligt ses på egenkapital niveauet, der belyses via soliditetsgraden (SG). Der fokuseres på LEGO Koncernens placering i forhold til konkurrenterne, pba. de overordnede tendenser, for tallenes retning, styrke og niveau. De anvendte regnskabstal er hentet fra Thomson ONE Banker, samt LEGO Koncernens regnskaber i perioden.

¹¹⁹ Se Figur 20: Producenter målt på omsætning 2008

¹²⁰ Mattel er verdens største legetøjsproducent, mens Hasbro er nummer to.

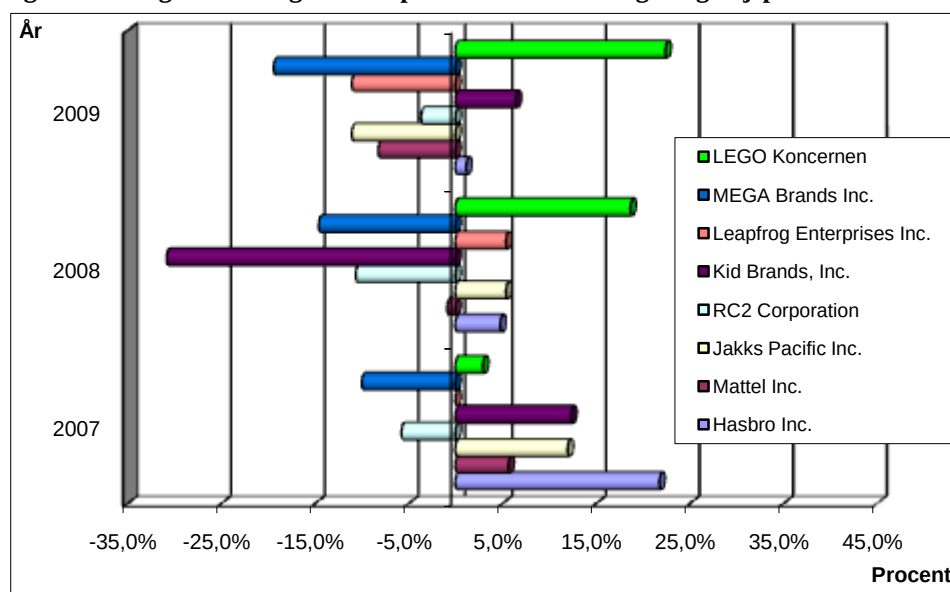
Figur 27: Udvalgte virksomheder 2007-2009 - Omsætning og evt. børsoplysning

Omsætning i mio. USD				Børs aktien er noteret på
	2007	2008	2009	
Hasbro Inc.	3.838	4.022	4.068	New York Stock Exchange
Mattel Inc.	5.970	5.918	5.431	NASDAQ
Jakks Pacific Inc.	857	903	804	NASDAQ
RC2 Corporation	489	437	421	NASDAQ
Kid Brands, Inc.	331	229	244	New York Stock Exchange
Leapfrog Enterprises Inc.	857	903	804	New York Stock Exchange
Omsætning i mio. CAD				
MEGA Brands Inc.	557	476	384	Toronto Stock Exchange
I mio USD	520	447	337	
Omsætning i mio. DKK				
LEGO Koncernen	8.027	9.526	11.661	
I mio USD	1.474	1.868	2.178	
Note om valutakurs: I beregningen er anvendt Nationalbankens historiske valutakursgennemsnit ultimo året. www.nationalbanken.dk				

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

De udvalgte selskaber har en samlet omsætning på ca. USD 14,3 mia., der svare til ca. 20 % af den samlede detailværdi af markedet for traditionelt legetøj og spil (USD 72 mia. i 2009). Anvendes LEGO Koncernens estimat på producentniveau (ca. USD 45,4 mia. i 2009), sidder ovenstående selskaber på ca. 32 % af markedet for traditionelt legetøj og spil.

Figur 28: Årlig omsætningsvækst i pct. 2007-2009 udvalgte legetøjsproducenter



Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

Note: For diagrammets læseanvendelighed er Leapfrog tal 2007 fjernet da oms. væksten var 70,6 %. Væksten er beregnet på selskabernes nationale valuta.

Af figur 28 ses selskabernes årlige omsætningsvækst i perioden 2007-2009. Flere konkurrenter har haft faldende omsætning i hele perioden, især MEGA Brands er inde i en meget vanskelig periode. Markedslederne Mattel og Hasbro, har i 2008-2009 vist beskeden vækst eller direkte faldende omsætning. LEGO Koncernens omsætningsvækst, er meget høj sammenlignet med konkurrenterne. Kun Hasbro og Leapfrog har i enkelt år kunne matche dette niveau.

Tabel 19: Egenkapitalens forrentning 2007-2009 - udvalgte selskaber¹²¹

Egenkapitalensforrentning (ROE)				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	71,6%	72,2%	82,3%	75,4%
Hasbro Inc.	23,1%	22,4%	23,8%	23,1%
Mattel Inc.	25,3%	17,2%	22,5%	21,7%
Jakks Pacific Inc.	14,1%	11,0%	-68,9%	-14,6%
RC2 Corporation	5,1%	-75,4%	13,7%	-18,9%
Kid Brands, Inc.	4,6%	-68,8%	12,4%	-17,3%
MEGA Brands Inc.	-40,4%	NA	-4,6%	-22,5%
Leapfrog Enterprises Inc.	-35,1%	-32,2%	-1,4%	-22,9%

Note: MEGA Brand tal 2008 ikke medtaget pga. negativ EK og resultat.

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

Note: MEGA Brand har i starten af 2010 søgt om frivillig betalingsstandsning, i forbindelse med et forsøg på at reetablere selskabskapitalen via en ny IPO.

¹²¹ Nøgletal ROE = (Åretsresultat*100)/Gennemsnitlig Egenkapital

Af ovenstående figur kan det aflæses, at LEGO Koncernen har leveret en meget høj forrentning af egenkapitalen, sammenlignet med konkurrenterne. De store spillere Mattel og Hasbro har leveret en pæn forrentning mellem 17,2 % - 25,3 %. Som omtalt i kapitel 3, tyder det på, at virksomhedens størrelse og stordriftsfordele har en væsentlig betydning for producenternes rentabilitet. De mindre spillere klare sig betydeligt dårligere, og eksempelvis Jakk Pacific viser den højeste forrentning i perioden med 14,1 %, for efterfølgende i 2009 at levere en negative forrentning på -68,9 %.

Afkastningsgraden på den investerede kapital (ROIC)

Tabel 20: Afkast på den investerede kapital 2007-2009 - udvalgte selskaber¹²²

Afkast på den investerede kapital (ROIC)				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	22,4%	33,6%	40,6%	32,2%
Mattel Inc.	20,2%	13,8%	18,2%	17,4%
Hasbro Inc.	16,6%	15,5%	17,1%	16,4%
Kid Brands, Inc.	4,7%	-46,6%	9,5%	-10,8%
Jakks Pacific Inc.	12,4%	9,5%	-57,4%	-11,9%
RC2 Corporation	4,7%	-54,7%	11,1%	-13,0%
Leapfrog Enterprises Inc.	-35,1%	-32,1%	-1,4%	-22,9%
MEGA Brands Inc.	-13,4%	-130,4%	31,8%	-37,3%

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

LEGO Koncernen ligger med en gennemsnitlig ROIC i perioden på 32,2 %, næsten dobbelt så højt, som den nærmeste konkurrent Mattel. De tre største spillere viser igen, at de ligger i en klasse for sig. De mindre spillere har særdeles svært ved, at levere et ordentligt afkast på driften.

¹²² For den eksakte beregningsformel henvises til bilag 4 (ROIC)

Overskudsgraden OG

Tabel 21: Overskudsgraden (før renter og skat) 2007-2009 - udvalgte selskaber¹²³

Overskudsgraden før renter og skat (OG)				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	18,1%	22,0%	24,9%	21,7%
Hasbro Inc.	13,5%	12,3%	14,5%	13,4%
Mattel Inc.	12,3%	9,7%	14,8%	12,3%
Kid Brands, Inc.	8,9%	7,8%	11,3%	9,3%
RC2 Corporation	11,6%	4,4%	11,2%	9,1%
Jakks Pacific Inc.	12,5%	8,9%	-3,0%	6,1%
MEGA Brands Inc.	-13,4%	-15,4%	1,8%	-9,0%
Leapfrog Enterprises Inc.	-22,9%	-13,1%	-2,2%	-12,7%
Branchegennemsnit årligt	5,1%	4,6%	9,2%	
Branchegennemsnit over 3 år				6,3%

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

LEGO Koncernen har en markant højere overskudsgrad, end de andre konkurrenter. Mattel og Hasbro ligger meget tæt på hinanden i perioden i spændet 9,7-14,8 %, mens de små spillere ligger med en gennemsnitlig OG fra 9,3 % ned til -12,7 %.

Tabel 22: Bruttoavanceprocenten 2007-2009 - udvalgte selskaber¹²⁴

Bruttoavanceprocenten				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	65,0%	66,8%	70,3%	67,4%
Hasbro Inc.	57,2%	56,0%	56,7%	56,6%
Mattel Inc.	46,4%	45,2%	49,8%	47,1%
RC2 Corporation	44,6%	43,7%	43,8%	44,0%
Leapfrog Enterprises Inc.	37,1%	37,1%	36,3%	36,8%
Kid Brands, Inc.	42,2%	30,3%	30,8%	34,4%
Jakks Pacific Inc.	37,8%	35,6%	25,3%	32,9%
MEGA Brands Inc.	23,1%	23,6%	35,4%	27,3%

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

LEGO Koncernens bruttoavance, er som tidligere beskrevet forbedret i perioden, og gennemsnittet ligger ca. 10,8 % højere end den nærmeste konkurrent Hasbro.

Hasbro har ligget meget stabilt i perioden, mens Mattel har udvist en forbedring fra 46,4-49,8 %. For de mindre producenter har perioden vist et pres på bruttoavancen, da alle selskaberne har oplevet et faldende niveau siden 2007 (på nær MEGA Brands).

¹²³ Nøgletal OG_før skat og renter = Resultat af primær drift(Operating Income)/nettoomsætning

¹²⁴ Nøgletal Bruttoavanceprocent = Bruttoresultat/ nettoomsætning

Aktivernes omsætningshastighed AOH

Tabel 23: Aktivernes omsætningshastighed 2007-2009 - udvalgte selskaber¹²⁵

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	1,34	1,47	1,50	1,43
Mattel Inc.	1,38	1,43	1,26	1,36
Leapfrog Enterprises Inc.	1,16	1,50	1,25	1,30
Hasbro Inc.	1,20	1,29	1,05	1,18
Kid Brands, Inc.	0,97	1,11	1,39	1,16
MEGA Brands Inc.	0,83	1,18	1,31	1,11
RC2 Corporation	0,75	1,30	1,12	1,06
Jakks Pacific Inc.	0,87	0,88	1,38	1,04

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

LEGO Koncernen ligger også i front, når man ser på kapitaltilpasningen. I 2009 ligger koncernen væsentligt over konkurrenterne.

På baggrund af det foreliggende datamateriale, er der udarbejdet et estimat for konkurrenternes netto driftsaktiver (NDA). Det har ikke været tidsmæssigt muligt, at analysere regnskabernes noter mv. i forbindelse med denne beregning. Men estimatet kan give et skøn over branchens niveau for netto driftsaktiver (NDA).

Tabel 24: Estimat for konkurrenternes Netto driftsaktiver og LEGO Koncernen 2007-2009

Netto driftsaktivernes omsætningshastighed (NDA AOH)				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	2,53	2,97	3,26	2,92
Leapfrog Enterprises Inc.	2,52	3,53	2,61	2,89
Mattel Inc.	2,60	2,48	2,47	2,52
Jakks Pacific Inc.	1,55	1,36	4,33	2,41
Hasbro Inc.	1,23	2,84	2,12	2,06
MEGA Brands Inc.	1,23	2,84	2,12	2,06
RC2 Corporation	1,01	1,97	2,06	1,68
Kid Brands, Inc.	1,21	1,59	1,64	1,48

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

Note: Det absolutte niveau for estimatet af Netto driftsaktiverne fremgår af bilag 5.

LEGO koncernen skaber markant mere salg pr. kr. investeret i netto driftsaktiver, end de fleste konkurrenter. Enkelte konkurrenter har vist enkelte hop i nøgletallet. Nøgletallet viser ikke en klar forskel på de store og små spillere, da de små spillere ligger både i toppen og i bunden. De fleste producenter har vist en øget AOH i perioden når der sammenlignes med 2007.

¹²⁵ Nøgletal AOH = Nettoomsætning/ Aktiver i alt

Andel af egenkapital

Tabel 25: Soliditetsgraden 2007-2009 - udvalgte selskaber og LEGO Koncernen¹²⁶

Soliditetsgrad				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
Jakks Pacific Inc.	70,32%	72,65%	64,09%	69,0%
Leapfrog Enterprises Inc.	64,08%	58,64%	63,23%	62,0%
RC2 Corporation	61,11%	44,17%	65,13%	56,8%
Mattel Inc.	53,18%	51,01%	58,87%	54,4%
Kid Brands, Inc.	60,00%	37,72%	51,79%	49,8%
Hasbro Inc.	43,40%	44,64%	41,26%	43,1%
LEGO Koncernen	27,90%	31,80%	42,30%	34,0%
MEGA Brands Inc.	32,97%	-72,16%	-78,90%	-39,4%
Branchegennemsnit årligt	51,6%	33,6%	38,5%	
Branchegennemsnit over 3 år				41,2%

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)

Af ovenstående figur ses, at egenkapitalniveauet fortsat ligger højt ved udgangen af 2009, hvis man ser bort fra MEGA Brands. Af selskaberne med positiv egenkapital, ligger LEGO Koncernen næst sidst i feltet, med en soliditet på 42,30 %. Da flere af konkurrenterne har en ringe indtjening vurderer jeg, at flere af dem som modvægt til dette, er nød til jeg at opretholde en relativ høj stødpude af egenkapital. Endvidere bemærkes det, at der bl.a. indgår driftsforpligtigelser i ovenstående gældsniveau.

4.6 Delkonklusion - regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen var, at vurdere LEGO Koncernens finansielle præstation i et historisk perspektiv (2006¹²⁷-2009).

LEGO Koncernen har i perioden 2007-2009 vist en meget høj forrentning af egenkapitalen (ROE) på mellem 62,1 %-83,1 % pr. år. Stigningen skyldes primært forbedret drift, der har løftet ROIC fra 28,9 %-62,5 %. Overskudsgraden efter skat er forbedret fra 11,4 % -19,2 %, som følge af højere bruttoavance og lavere kapacitetsomkostninger. Kapitaltilpasningen er forbedret, da aktivernes omsætningshastighed er løftet fra 2,5 i 2007 til 3,3 i 2009, hvilket betyder, at LEGO sælger mere, for hver krone de har investeret i netto driftsaktiverne.

Den finansielle gearing (FGEAR) er kraftigt reduceret i perioden fra 1,2-0,3 baseret på reformulerede balancer.

¹²⁶ Soliditetsgrad =Bogført egenkapital/ passiver i alt

¹²⁷ Da Sørensen (2009) foreskriver anvendelse af gnm. Balance tal, er nøgletallene for 2006 ikke præsenteret.

Sammenligning med konkurrenterne

LEGO Koncernens driftsmæssige og finansielle situation, vurderes sammenlignet med konkurrenterne særdeles stærk ved udgangen af 2009, og koncernen ligger stort set i front, på alle områder.

Koncernen har vist stærk vækst i omsætningen, de seneste to år ca. 20 % om året. Det generelle billede er, at ingen af konkurrenterne kan måle sig med LEGO Koncernen, når der måles på salgsvækst¹²⁸.

Sammenlignes egenkapitalens forrentning (ROE), ligger LEGO Koncernen markant højere end de andre legetøjsproducenter. Med 82,3 % i 2009 er det næsten 3,5 gange højere end den nærmeste konkurrent Hasbro med 23,8 %.

Undersøges afkastet på driften (ROIC) inkl. dekomponering, ligger driverne bruttoavance, overskudsgrader, og aktivernes omsætningshastighed markant over konkurrenterne.

Analysen har også afdækket, at de store legetøjsproducenter Mattel, Hasbro og LEGO Koncernen, generelt ligger i en klasse for sig. Det vurderes at der er klare stordriftsfordele i branchen.

De mindre producenter har vanskeligt ved, at vise en tilfredsstillende forrentning, og salget vurderes meget svingende. Mange af de små producenter har realiseret underskud i perioden, og 2009 var i særdeleshed et vanskeligt år for de analyserede producenter.

Kun når man sammenligner den totale soliditetsgrad(2009), placere LEGO Koncernen sig i bunden af feltet sammen med Hasbro (omkring de 40 %). De andre producenter har alle en soliditet over 50 % (på nær Mega Brands).

Det forholdsvis høje soliditets niveau, vurderes dog primært at være en nødvendighed for flere i branchen, da mange af producenterne har realiseret underskud i flere år.

Da Hasbro og LEGO Koncernen generelt har en god forretning, vurderes det ikke som et problem for dem. Det bekræftes endvidere af, at LEGO Koncernen pt. tjener på fremmed finansiering jf. kapitel 4.3.3.

¹²⁸ På nær Hasbro og Leapfrog, der begge havde et enkelt år med høj oms.vækst i analyseperioden.

5. Budgettering

5.1.1 Budgettering

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen fra kapitel 4, udarbejdes et forecast over LEGO Koncernens fremtidige budget. Da LEGO Koncernen ikke oplyser om omsætningen på f.eks. geografisk region eller produktniveau, bliver budgettet udarbejdet på et meget overordnet niveau.

Der antages nogle budgetforudsætninger om salgsvæksten, overskudsgraden fra salg før skat, skattesatsen og investeringsniveauet i netto driftsaktiverne. Ud fra disse input fremkommer en lille proforma resultatopgørelse og balance. Andet driftsoverskud har historisk kun haft marginal betydning for overskudsgraden, og det endelige driftsoverskud. Posten har primært relateret sig til omkostninger/indtægter ved koncernens tidligere omstrukturering, eller valutakurs-udsving. Der fremgår ikke et præcist mønster af de historiske poster, hvorfor jeg har valgt at sættes posten til nul, i det fremtidige budget. Den usikkerhed, som altid indeholdes i denne type budgetter, vil blive analyseret i opgavens følsomhedsanalyse.

5.1.2 Budget periodens længde

Der er mange forskellige meninger om hvor lang budgetperioden bør være, alt efter vækstudsigter for branchen, virksomhedens nuværende konkurrencefordel mv. Eksempelvis anbefaler Copeland (2000) 10-15 år som det normale udgangspunkt¹²⁹. Thomas Plenborg Et All (2006)¹³⁰, har i analyseret det danske marked for værdiansættelse af unoterede virksomheder. De kom frem til, at den gennemsnitlige budgetperiode var ca. 6 år, hos de rådgivere der deltog i undersøgelsen¹²⁹.

Den almindelige legetøjsbranche klassificerer jeg som en moden branche, hvorfor vækstudsigterne vurderes beskedne jf. analysen i kapital 3 og Sørensen (2009) s. 318. De høje vækstrater vurderes primært, at relatere sig til de små markeder i Mellemøsten, Latinamerika og Østeuropa. På det største marked i USA, har analytikere fra EUROMONITOR INTERNATIONAL forecastet den gennemsnitlige årlige vækst til ca. 3,8 % i perioden fra

¹²⁹ Thomas Plenborg Et All (2006) s. 162 – ”Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”

¹³⁰ Thomas Plenborg Et All (2006) s. 157 – 172 ”Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”

2009-2014¹³¹. På grund af markedsstørrelse på 374 mia. DKK i 2009, kan selv en beskedent markedsvækst, godt medføre pæne vækstrater for LEGO Koncernen, så længe de har held med, at vinde markedsandele.

Jeg har valgt at anvende en budgetperiode på 6 år, hvor jeg vurderer at LEGO Koncernen kan opretholde, sine virksomhedsspecifikke konkurrencefordele.

5.1.3 Omsætning og vækst

LEGO Koncernen har haft succes med sin turnaround, og selskabet har i øjeblikket momentum i forretningen, som genererer et særdeles højt afkast. Det vil over tid tiltrække eksisterende eller nye konkurrenter, og det vil udkonkurrere den overnormale profit¹³².

Endvidere vil der også være en grænse for, hvor mange LEGO klodser forbrugerne ønsker at købe. Men på kort sigt, har LEGO Koncernen flere komparative fordele.

- Et godt ”brand” navn hos slutbrugeren der er i høj kurs.
- En strømlinet virksomhed med fokus på omkostningseffektivitet, klar til yderligere vækst.
- Et godt samarbejde med detailbranchen der pt. gavner begge parter
- Finansiell styrke.

Væksten i nettoomsætningen udtrykker aktivitetsniveauet i koncernen, og de seneste to år har koncernen haft to cifrede vækstrater, på i gennemsnit 20,5 % om året. Ifølge Ole Sørensen (2009) s. 319, har virksomhedsspecifikke konkurrencefordele en mindre betydning, end væksten i branchen. Samtidig anfører han, at analytikere m.fl. generelt overvurderer den periode, som en virksomhed kan opretholde sine konkurrencefordele¹³³. I den forbindelse bemærkes det, at LEGO Koncernen ikke længere har patent på LEGO Klodsen¹³⁴.

¹³¹ Traditional Toys and Games – US Euromonitor International : Country Sector Briefing December 2009 s. 5

¹³² Sørensen (2009) s. 319

¹³³ Sørensen (2009) s. 319 bemærker dog, at der er undtagelser hvor monopol lignende selskaber, som eks. Coca Cola og Microsoft har skabt et helt særligt nøglebeskyttet aktiv.

¹³⁴ Endvidere henvises til den tabte dom ved EU-domstolen omtalt i kapitel 3, der med meget høj sandsynlighed stadfæster, at LEGO Koncernen som udgangspunkt kun har rettigheden til ”Brandet LEGO” mens klodserne kan produceres af alle der vil.

Jeg har vurderet, at LEGO Koncernen allerede startede deres vækstperiode i 2007, lidt tidligere end i den oprindelige turnaround plan. Her forventede selskabet først at være klar til vækst i 2010. Den nuværende vækst i omsætningen, vurderes at ligge på et forholdsvist højt niveau, og det kan for sammenligningens skyld nævnes, at den meget medieomtalte virksomheden Google havde en omsætningsvækst på 17 % i 2009¹³⁵.

Væksten i omsætningen er budgetteret som følger:

Historisk periode				Budgetperioden						Terminal- periode
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
Nettoomsætning	8.027	9.526	11.661	13.993	16.092	17.701	19.118	20.265	21.075	21.707
Årlig vækst i procent	2,94%	18,67%	22,41%	20,00%	15,00%	10,00%	8,00%	6,00%	4,00%	3,00%

Jeg vurderer at LEGO Koncernen i 2010 får det sidste år, med den meget høje salgsvækst, som sættes til 20 %. Det bemærkes, at i perioden 2007-2009, er det kun lykkedes to konkurrenter, at realisere en omsætningsvækst på over 20 %, og aldrig over flere år i træk.

I 2011 og 2012 opretholdes en pæn vækst, som dog aftager 5 pct. Point om året. Efterfølgende aftager væksten 2 pct. Point om året i perioden 2013-2015, som følge af den intensiverede konkurrence og begyndende mætning af markedet, til den når steady state i terminalperioden.

Væksten i terminalperioden er sat til 3 %, der tilnærmelsesvis vurderes at afspejle en langsigtet økonomiskvækst¹³⁶. I følsomhedsanalysen simuleres på denne faktor.

5.1.4 Overskudsgraden fra salg før skat

Ved fastlæggelse af overskudsgraden, har jeg taget udgangspunkt i LEGO Koncernens historiske niveau. I perioden 2010-2012 sættes $OG_{\text{fra_salg_før_skat}}$ til 26 %. I perioden 2013-2015 medfører stigende konkurrence og voksende produktionsomkostninger¹³⁷, at overskudsgraden presse ned med 3 pct. Point om året.

¹³⁵ http://investor.google.com/earnings/2009/Q4_google_earnings.html

¹³⁶ Sørensen (2009) s. 320

¹³⁷ I takt med at verden kommer sig oven på finanskrisen og de økonomiske tilbagesalg, forventer jeg, at vi vil se en øget efterspørgsel efter olie. Det vil presse oliepriserne op, og medføre et øget omkostningsniveau. Endvidere intensiveres kampen om licensrettigheder jf. vurderingen i kap. 3 hvilke også påvirker omkostningerne.

	Historisk periode									Terminal- periode
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
OG salg før skat	15,54%	21,04%	25,74%	26,00%	26,00%	26,00%	23,00%	20,00%	17,00%	16,00%

De store legetøjsproducenter har som tidligere indikeret, en højere OG_{fra_salg_før_skat} end de små spillere. For at fastlægge niveauet i terminalperioden, har jeg valgt at sammenligne med de to store konkurrenter. De to har en mere afdæmpet udvikling i omsætning, end LEGO Koncernen, og de har heller ikke foretaget gennemgribende ændringer af forretningen i de seneste år. Mattel og Hasbro ligger ved udgangen af 2009 begge med en OG_{fra_salg_før_skat} på ca. 15 % og et treårigt gennemsnit på ca. 13 %. Jeg har taget udgangspunkt i ovenstående branche sammenligning, og estimeret OG_{fra_salg_før_skat} i terminalperioden til 16 %, da jeg fortsat forventer, at LEGO Koncernen vil være en anelse mere rentabel end ovenstående konkurrenter.

5.1.5 Netto driftsaktivernes omsætningshastighed

LEGO Koncernen har effektiviseret og rationaliseret koncernens nettodriftsaktiver igennem hele perioden fra 2007-2009. Det har medført en ganske høj omsætningshastighed, og sammenlignet med konkurrenterne ligger koncernen i en klasse for sig. Det er min vurdering, at koncernen på de indre linjer, fortsat vil være dygtig til at foretage en effektiv kapitaltilpasning, samtidig med at der investeres i udvikling og vedligeholdelse af driften. Om niveauet i 2009 er et godt estimat for fremtiden, der umiddelbart kan anvendes i hele budgetperioden, vurderes usikkert. Jeg har derfor anlagt en gennemsnitsbetragtning ud fra perioden 2007-2009, hvorfor $AOH_{\text{netto driftsaktiverne}}$ budgetteres til 2,92 i hele budgetperioden. Den inverse $AOH_{\text{netto driftsaktiverne}}$, der som tidligere beskrevet, viser hvor meget der investeres i netto driftsaktiver pr. kr. salg, bliver derfor $(1/2,92)$ 0,34.

	Historisk periode									Terminal- periode
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
1/ AOH Netto driftsaktiver (NDA)	0,40	0,34	0,31	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,34

Note: Alle historiske omsætningshastigheder er beregnet med gnms. Balancetal

5.1.6 Marginal selskabsskat

LEGO Koncernen har i perioden 2006-2009 haft forskellige skattebetalinger, bl.a. påvirket af tidligere års underskud. I 2006 var den officielle skattesats 28 %, men efterfølgende er den sænket til 25 %, i forbindelse med den lovmæssige nedsættelse af selskabsskatten.

Af tabellen se koncernens effektive skatteprocent i perioden.

Tabel 26: Effektiv skatteprocent 2006-2009

Årstal	2006	2007	2008	2009
Årets effektive skatteprocent	9 %	27 %	27 %	24 %

Kilde: Egen bearbejdning - LEGO Koncernens årsregnskab 06, 08 og 09

Koncernen er påvirket af skatteforhold i andre lande, men som det fremgår af ovenstående tabel, giver det ikke et entydigt billede af en effektiv skatteprocent. Derfor har jeg valgt, at anvende den officielle danske selskabsskatteprocent på 25, i hele budgetperioden.

5.2 Proforma opgørelse af driftsoverskud og NDA

Ud fra de anlagte budgetforudsætninger kan proforma resultatopgørelsen udarbejdes, og periodens driftsoverskud kan estimeres.

Tabel 27: LEGO Koncernen - Budgetteret driftsoverskud i budget- og terminalperioden

Budgetteret driftsoverskud efter skat	Historisk periode			Budgetperioden						Terminal- periode
Mio. DKK	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
Nettoomsætning	8.027	9.526	11.661	13.993	16.092	17.701	19.118	20.265	21.075	21.707
Driftsomkostninger*	6.780	7.522	8.659	10.355	11.908	13.099	14.720	16.212	17.492	18.234
Driftsoverskud fra Salg før skat (DO_Salg)	1.247	2.004	3.002	3.638	4.184	4.602	4.397	4.053	3.583	3.473
Skat på driftsoverskud	350	533	691	910	1.046	1.151	1.099	1.013	896	868
Driftsoverskud i alt efter skat (DO)	897	1.471	2.312	2.729	3.138	3.452	3.298	3.040	2.687	2.605

* Det bemærkes at afskrivninger indgår i driftsomkostningerne

Kilde: Egen bearbejdning – (Historisk periode stammer fra de reformulerede regnskaber)

Endeligt udarbejdes en opgørelse over LEGO Koncernens investering i netto driftsaktiver.

Tabel 28: LEGO Koncernen - Budgetterede netto driftsaktiver i budget- og terminalperioden

Budgetterede netto driftsaktiver (NDA)	Historisk periode			Budgetperioden						Terminal- periode
Mio. DKK	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
Netto driftsaktiver (NDA)	3.125	3.298	3.849	4.758	5.471	6.018	6.500	6.890	7.166	7.381

Kilde: Egen bearbejdning – (Historisk periode stammer fra de reformulerede regnskaber)

6. Værdiansættelse

6.1 Værdiansættelse med DCF-modellen

De foregående analyser, har nu skabt fundamentet for de inputvariable, der skal anvendes til den endelige værdiansættelse af LEGO Koncernen.

Til formålet anvendes en fri cash flow model, hvor de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres i en specifik budgetperiode, hvorefter der tillægges en terminalværdi¹³⁸, der repræsenterer tiden efter budgetperioden. Der findes direkte og indirekte metoder af DCF-modellen. Den direkte metode (FCFE) estimerer kun cash flow til selskabets ejere og derigennem egenkapitalens værdi. De indirekte metoder estimerer det totale cash flow til virksomheden (cash flow to firm * FCFF), hvorefter værdien af nettorentebærende gæld fratrækkes, for at få værdien af egenkapitalen. Begge modeller giver i teorien samme resultat, men FCFF-modellen anvendes mest i praksis, da den udelukkende fokuserer på driften som det værdiskabende element¹³⁹. Samtidig er sidstnævnte model også nemmere at anvende, hvis den fremtidige kapitalstruktur er usikker, da justeringer kan tilrettes direkte i beregningen af selskabets gennemsnitlige kapitalomkostninger.

I opgaven anvendes en indirekte model, der er illustreret på Figur 29. Det frie cash flow forecasts via budgettet, og efterfølgende tilbagediskonteres det med LEGO Koncernens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (r_{wacc}), der skal afspejle risikoen på afkastet for kapitalindskyderne. Budgetperioden løber fra tidspunkt t til T , og terminalperioden begynder på tidspunkt $T+1$. Variablen g angiver den konstante vækst i FCFF i terminalperioden.

Figur 29: DCF-model med cash flow to firm, hvor værdien af egenkapitalen V^E er;

$$= \underbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+r_{wacc})^t}}_{\text{Virksomhedsværdi}} + \underbrace{\frac{FCFF_{T+1}}{(r_{wacc} - g)(1+r_{wacc})^T}}_{\text{Terminalværdi}} - V^{NFF}$$

Kilde: Egen bearbejdning, frit efter Sørensen (2009) s. 36

¹³⁸ Kaldes også Gordons vækstmodel – jf. Sørensen (2009) s. 38

¹³⁹ Elling & Sørensen (2003) s. 184

Hvor:

- V^E = Værdi af egenkapitalen
- FCFF = Frit cash flow til virksomheden
- r_{WACC} = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger¹⁴⁰
- t = Tidspunkt t i budgetperioden
- T = Slut tidspunkt i budgetperioden
- g = Langsigtet vækstrate for FCFF i terminalperioden
- V^{NFF} = Netto finansielle forpligtelser

6.1.1 WACC – den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning

WACC er som nævnt ovenfor, den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning, som de frie pengestrømme skal diskonteres med. Terminalværdien udgør ofte en væsentlig del af virksomhedens beregnede markedsværdi, hvorfor WACC'en har særdeles stor betydning. WACC kan beregnes ved hjælp af formlen i Figur 30.

Figur 30: Beregning af WACC

$$r_{WACC} = G_{andel} * r_g + EK_{andel} * r_e$$

Kilde: Sørensen (2009) s. 54

EK_{andel} = Markedsværdi af egenkapitalen

G_{andel} = Markedsværdi af gælden

r_g = gældens kapitalomkostning efter skat

r_e = Ejerafkastkrav

6.1.2 Kapitalstruktur

Fastlæggelse af kapitalstrukturen indeholder et paradoks. Opgørelsen tager udgangspunkt i markedsværdien af egenkapital og gæld, og da hele værdiansættelsen går ud på at estimerer værdien af LEGO Koncernens egenkapital, får man som analytiker et afhængighedsproblem.

¹⁴⁰ Fremadrettet sættes lighedstegn mellem r_{wacc} og WACC.

Ofte løses problemet ved at skønne over en ”target kapitalstruktur”¹⁴¹ på lang sigt, eller der kan alternativt sammenlignes med et branche gennemsnit. LEGO Koncernen har tidligere haft en højere gearing end konkurrenterne, når der anvendes bogført egenkapital. Men i de senere år er gælden kraftigt reduceret. Endvidere sløres soliditeten af det ansvarlige lån, der i en periode har støttet kapitalgrundlaget i koncernen (indfriet i 2009). Det bemærkes, at LEGO Koncernen indregner lån til amortiseret kostpris i balancen, hvilket forudsættes tæt på markedsværdien¹⁴².

Da opgørelsen skal baseres på markedsværdier, har jeg udarbejdet en tabel der skal synliggøre¹⁴³ det nuværende gælds niveau, ved forskellige markedsværdier af virksomheden. Hvis man ser på det aktuelle niveau af NFF på 558 mio. DKK, så svare det til ca. 1 % af virksomhedens værdi, hvis markedsværdien af egenkapitalen estimeres til 60 mia. DKK (99 %), jf øverste del af Tabel 29.

Tabel 29: Estimat for egenkapitalandel ved aktuelt gælds niveau - og ved en Target EK på 90 %

I mio. DKK									
Markedsværdi af egenkapital	10.000	15.000	20.000	30.000	40.000	50.000	60.000	70.000	80.000
Markedsværdi af gæld (NFF 09)*	558	558	558	558	558	558	558	558	558
Egenkapital andel i pct.	94,715%	96,413%	97,286%	98,174%	98,624%	98,896%	99,079%	99,209%	99,307%
Markedsværdi af egenkapital	10.000	15.000	20.000	30.000	40.000	50.000	60.000	70.000	80.000
Markedsværdi af gæld*	1.111	1.667	2.222	3.333	4.444	5.556	6.667	7.778	8.889
Egenkapital andel (Target pct.)	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%

*Det antages at NFF= markedsværdien af gælden

Kilde: Egen bearbejdning

Da opgørelsen anvender markedsværdier, og skeles til den nuværende anvendelse af gæld, så vurderer jeg, at LEGO Koncernen på sigt vil anvende en kapitalstruktur med 90 % egenkapital og 10 % gæld (baseret på markedsværdier)¹⁴⁴. På den nederste del af Tabel 29, fremgår det absolutte niveau af egenkapital og gæld, med den fastlagte kapitalstruktur.

¹⁴¹ Elling & Sørensen (2003) s. 206

¹⁴² Det følger metoden hos Sørensen (2009) s. 331

¹⁴³ Virksomhedens markedsværdi= Markedsværdi af glæd + markedsværdi af egenkapitalen

¹⁴⁴ Det er min subjektiver vurdering som analytiker, hvorfor forholdet naturligvis er behæftet med usikkerhed.

6.1.3 Estimering af ejerafkastkravet

For at bestemme ejerafkastkravet (egenkapitalomkostningen) anvendes Capital Asset Pricing Modellen, også kaldet CAPM¹⁴⁵. Det er en ligevægtsmodel der kan anvendes til prisfastsættelse af enkelt aktiver. Ejerafkastkravet kan bestemmes ud fra formel i Figur 31.

Figur 31: Ejerafkastkravet (CAPM -modellen)

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

Kilde: Sørensen (2009) s. 51

Hvor:

r_e = Ejernes afkastkrav

r_f = Risikofri rente

β = Beta (systematisk risiko for virksomheden)

$E(r_m)$ = Markedets forventede afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

For at ejernes afkastkrav kan beregnes, udledes de nødvendige variable.

6.1.4 Den risikofri rente

Den risikofri rente har ingen konkurs eller reinvesteringsrisiko. I teoretisk forstand bør renten basere sig på nulkuponobligationer, hvor obligationerne tilpasses tidshorisonten på den betalingsrække, der skal tilbagediskonteres¹⁴⁶. I praksis anvendes normalt en statsobligation, ofte en 10-årige¹⁴⁷. Derfor har jeg fastsat den risikofrie rente til 3,39 % jf. bilag 6.

6.1.5 Risiko definition

Udgangspunktet for CAPM er forholdet mellem en enkelt aktie, og markedsporteføljen, hvor en investor kræver et merafstak for, at påtage sig en øget risiko.

¹⁴⁵ Michael Christensen (2003) s. 125

¹⁴⁶ En 1-årig nulkuponobligation til t_1 og en 2-årig nulkuponobligation til t_2 osv. Dvs. forskellig risikofri rent til t_1 , t_2 osv.

¹⁴⁷ Sørensen (2009) s. 56

Modellen har flere specifikke forudsætninger¹⁴⁸, bl.a. at investor har en spredt portefølje, så den usystematiske risiko (virksomhedsspecifikke risiko) er diversificeret bort. Den eneste risiko der giver en præmie til investor er den systematiske risiko (tilfældig/ uundgåelig risiko).

Det kan diskuteres om LEGO Koncernens ejer KIRKBI er tilstrækkelig diversificeret til, at fjerne den virksomhedsspecifikke risiko i LEGO Koncernen. Men i første omgang anvendes CAPM-modellen i sin normale form, hvor investeringen betragtes fra en marginal investor. Senere i kapitel 6 diskuteres forholdet omkring den usystematisk risiko, samt eventuel korrektioner for den manglende likviditet i unoterede aktier.

6.1.6 Risikopræmien på aktiemarkedet

Investorerne kræver en risikopræmie for at investere i f.eks. en aktie frem for et risikofrit aktiv. Der findes forskellige metoder til at estimere denne risikopræmie¹⁴⁹.

1. Der kan foretages undersøgelser i markedet, hvor investorerne skønner over præmien.
2. Risikoen kan estimeres på baggrund af historiske data.
3. Eller man kan forsøge at estimere præmien (ex ante) ud fra de nuværende aktiekurser.

Der er foretaget flere forskellige undersøgelser af risikopræmien på det danske aktiemarked. Parum (2001) har estimeret præmien til ca. 3 %¹⁵⁰, mens bl.a. en revisionsvirksomhed beregnede præmien til 4,7 % i 2008¹⁵¹. På det amerikanske aktiemarked er den historiske præmie tidligere estimeret til mellem 4,1 % - 7,5 %¹⁵², alt efter den valgte analyse periode. Jyske Bank har i februar 2010 anvendt en risikopræmie på 5,6 % i forbindelse med en værdiansættelse af Novo Nordisk¹⁵³.

På baggrund af ovenstående empiri har jeg valgt, at anvende en risikopræmie på 5 %¹⁵⁴.

Det forventede afkast på markedsporteføljen kan derefter bestemmes som:

$E(r_m) = 3,39 \% + 5 \% = 8,39 \%$

¹⁴⁸ Michael Christensen (2003) s.125-126

¹⁴⁹ Sørensen (2009) s. 51-52

¹⁵⁰ Sørensen (2009) s. 52

¹⁵¹ Sørensen (2009) s. 56

¹⁵² Copeland (2000) s. 217

¹⁵³ http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=272034&src=novonordiskq42009analyse.pdf

¹⁵⁴ $E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

6.1.7 Systematisk risiko (Beta)

En akties følsomhed over for ændringer i værdien af markedsporteføljen har betegnelsen beta. (Brealey, Myers) forklare, at beta måler den risiko, som den enkelte aktie marginalt bidrager med til markedsporteføljen¹⁵⁵. Beta for aktiv i beregnes som beskrevet i Figur 32.

Figur 32: Beta og den systematiske risiko for aktiv "i"

Beta for aktiv i	=	$\frac{\text{Kovariansen mellem aktiv } i\text{'s og markedsporteføljen afkast}}{(\text{Markedets standardafvigelse})^2}$
Den Syntematiske risiko for aktiv i	=	Beta for aktiv i x Markedets standardafvigelse

Kilde: Koed & Nielsen (2006) s. 70

Investorerne ønsker det højeste forventede afkast, til den laveste risiko under hensyn til deres risikoaversion¹⁵⁶. På Figur 33 er betydningen af betaværdien beskrevet, i forhold til den risikofri rente og markedsporteføljen.

Figur 33: Betydningen af Beta

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med risiko større end markedsporteføljen

Kilde: Sørensen (2009) s. 53

For at fastlægge LEGO Koncernens beta-værdi anvendes en branche sammenligning, og et beta-skema.

Tabel 30: Beta værdier for de børsnoterede selskaber fra analysen i kapitel 4

	Mattel	Hasbro	Jakks Pac.	Leapfrog	Kid Brands	RC2 Corp.	Mega Brands*
Beta den 16/4 2010	1,07	1,02	0,74	2,39	3,43	2,67	1,15
Markedsværdi i mio. USD	8.682	5.427	412	430	202	356	Mio. CAD 19

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker – (Egen bearbejdning) Note: Thomson anvender, 156 ugentlige afkast-observationer, samt SP500 på amerikanske aktier og et lokalt indeks for udenlandske aktier.

*Endvidere bemærkes det, at Mega Brands aktien ikke er handlet i lang tid.

¹⁵⁵ Brealey, Myers, Allen (2006) s. 191

¹⁵⁶ Kan også betegnes som risikovillighed.

Et simpelt branchegennemsnit giver en beta-værdi på 1,78, hvilket vurderes for højt som risiko mål. LEGO Koncernen har i konkurrentanalysen i kapitel 4 ofte ligget i gruppe med Mattel og Hasbro. Derfor er det også er dem, som LEGO Koncernen efter min vurdering bedst kan sammenlignes med, når niveauet af beta skal fastlægges.

Jeg har via Tabel 31 og analyserne i kapitel 3 og 4 vurderet, at de to amerikanske konkurrenter, opererer med en neutral drifts- og finansiell risiko. Det placerer dem i beta-intervallet [0,85-1,15], der matcher markedets beta-værdier.

Tabel 31: Skema til udledning af Beta værdien

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta interval
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Kilde: Frit efter, FSR - "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 59 (Egen bearbejdning)

LEGO Koncernen vurderes ud fra de tidligere analyser, at have en neutral driftsmæssig risiko og en lav finansiell risiko. Selvom om LEGO Koncernen har den laveste soliditet i brancheanalysen, så har jeg valgt at tage udgangspunkt i analysen i kapitel 4.3.3 hvor det fremgik, at FGEAR i 2009 var 0,334 mens SPREAD udgjorde 61,32 %. Det signalerer efter min opfattelse en lav finansiellrisiko, hvilket placerer koncernen i beta-intervallet [0,6-0,85].

Efter den anlagte sammenligning med de to amerikanske konkurrenter, og LEGO Koncernens beta-interval fra tabel 31, vurderes en betaværdi på 0,85, at være et sandsynligt og acceptabelt estimat.

Det medfører at ejernes afkastkrav kan beregnes til:

$$r_e = 3,39 + 0,85(8,39 - 3,39) = 7,64 \%$$

6.1.7.1 Skal ejerafkastkravet justeres i en unoteret virksomhed?

Som nævnt er antagelsen i CAPM bl.a. at investor har en veldiversificeret portefølje, så der kun skal kompenseres for den systematiske risiko. I unoterede virksomheder er forholdet imidlertid ofte, af en helt anderledes karakter. Ejeren har ofte en betydelig andel, af sin totale formue investeret i det samme aktiv. I faglitteraturen anbefaler både [Pratt og Damodaran]¹⁵⁷, at den usystematiske risiko inddrages i beregningen. Der er forskellige tilgangsvinkler til denne justering. Damodaran anbefaler, at beta-værdien justeres til et ”Totalt-beta”, der indeholder både systematisk og usystematisk risiko¹⁵⁸. Det medfører et højere ejerafkastkrav, og derigennem påvirkes egenkapitalens værdi. S.P. Pratt foreslår, at den beregnede værdi af egenkapitalen efterfølgendes nedjusteres for, at korrigere for den manglende diversifikation hos investor¹⁵⁸.

I analysen udført af Thomas Plenborg Et All (2006), svarede kun 6 % af de 39 adspurgte rådgivere¹⁵⁹, at de korrigerede for den usystematiske risiko. De rådgivere som justerede for denne risiko, valgte at forhøje ejerafkastkravet med 1-3 %¹⁵⁸. Hele 33 deltagere i analysen fandt det irrelevant.

Det kan derfor konkluderes, at der i den danske undersøgelse, kun justeres for den usystematiske risiko i meget få tilfælde, ved værdiansættelse af unoterede virksomheder. Ultimativt vurderes det, at spørgsmålet i høj grad afhænger af hvilken ”Fagskole” man følger.

Ejerafkastkravet er ikke justeret i opgaven, men i den kommende følsomhedsanalyse simulerer jeg på konsekvensen ved en forhøjelse af (beta/WACC).

¹⁵⁷ Thomas Plenborg Et All (2006) s.166 (Pratt = Shannon P. Pratt / Damodaran = Aswath Damodaran)

¹⁵⁸ Thomas Plenborg Et All (2006) s.166

¹⁵⁹ De analyserede rådgivere var opdelt i = Afhængige, uafhængige finansielle rådgivere og Private Equity Fonde.

6.1.8 Gældens kapitalomkostning

Gældens kapitalomkostning omregnes til en efter skat rente, da det frie cash flow fra driften måles efter skat. Teoretisk bør kapitalomkostningen være den nuværende markedsrente, som LEGO Koncernen betaler. Renten kan beregnes med formelen i Figur 34.

Figur 34: Formel til beregning af gældens kapitalomkostning

$$r_g = (r_f + r_s) \times (1 - t)$$

Kilde: Frit efter Sørensen (2009) s. 56

- r_f = Risikofri rente
- r_s = Virksomhedsspecifikt risikotillæg
- t = Selskabsskatteprocent

Det virksomhedsspecifikke risikotillæg er en kompensation til långiver for den kreditrisiko, udlån til selskabet indebærer. Der findes forskellige metoder til at estimere denne rente. Enten kan man med hjælp fra rentebetalingerne i regnskabet regne baglæns, eller man kan anvende en form for syntetisk rating.

Det er valgt at estimere en syntetisk rating¹⁶⁰ ved hjælp af et modelværktøj fra Damodaran¹⁶¹. Modellen anvender rentedækningsgraden til at rate selskabet. På baggrund af LEGO Koncernens regnskab 2009 får selskabet en AAA rating hvorfor risikotillægget opgøres til 0,5 pct. point (Se Bilag 7). Det kan ikke afvises, at der kan være forskel på kreditvurderingen i USA og Danmark, men her er det antaget at risikomarginalen matcher. Gældens kapitalomkostning før skat estimeres derfor til 3,89 % p.a.

Gældens kapitalomkostning efter skat estimeres ved indsættelse i formlen, hvilket giver:

$r_g = (3,39 \% + 0,5 \%) \times (1 - 0,25) = 2,92 \%$
--

¹⁶⁰ Thomas Plenborg et al (2006) s. 166

¹⁶¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/ratings.xls>

6.1.9 LEGO Koncernens WACC

Efter de foregående beregninger er alle input tilstede for at beregne WACC'en, der skal anvendes som diskonteringsfaktor på LEGO Koncernens frie cash flow. Beregningen fremgår af Tabel 32.

Tabel 32: Beregning af LEGO Koncernens WACC

Beregning af WACC	
Selskabsspecifikt risikotillæg på gæld	0,50%
Skatteprocenten	25,00%
Risikofri rente	3,39%
Gældens kapitalomkostning efter skat	2,92%
Afkast på markedsporteføljen	8,39%
Beta	0,85
Ejernes afkastkrav	7,64%
Egenkapital andel	90,00%
WAAC =	7,17%

Kilde: Egen bearbejdning

6.1.10 Terminalværdiens forudsætninger

I terminalperioden forudsættes det, at virksomheden har nået et steady state niveau.

Det betyder at salgsvækst, overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed er faste variable i hele terminalperioden. Det medfører at driftsoverskuddet og netto driftsaktiverne vokser med en konstant vækstrate. Endvidere er virksomhedens afkast på eksisterende og nye investeringer konstant¹⁶².

¹⁶² Copeland (2000) s. 269

6.2 Det frie Cash flow og DFC-modellens resultat

På baggrund af budgettet i kapitel 5, kan det frie cash flow til LEGO Koncernen, beregnes som det fremgår af nedenstående tabel.

Tabel 33: Beregning af det frie cash flow

Beregning af det frie cash flow til LEGO Koncernen								Terminal- periode
Mio. DKK	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2018E
Driftsoverskud (DO)		2.729	3.138	3.452	3.298	3.040	2.687	2.605
Netto driftsaktiver (NDA)	3.849	4.758	5.471	6.018	6.500	6.890	7.166	7.381
ΔNDA		909	714	547	481	390	276	215
FCFF=DO-ΔNDA		1.820	2.424	2.905	2.816	2.650	2.411	2.390

Kilde: Egen bearbejdning, frit efter Sørensen (2009) s. 228

Efter beregning af det frie cash flow kan DCF-modellens betalingsrække opstilles, som illustreret i Figur 35.

Figur 35: DCF-Modellen for LEGO Koncernen

DCF-modellen / Beløb i mio. DKK*	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	Terminal- periode
FCFF - cash flow til LEGO Koncernen		1.820	2.424	2.905	2.816	2.650	2.411	2.390
Diskonteringsfaktoren (WACC)	7,17%	1,072	1,148	1,231	1,319	1,414	1,515	
Nutidsværdien af FCFF		1.698	2.111	2.360	2.135	1.874	1.592	
Terminalværdi								57.343
Nutidsværdien af terminalværdien	37.853							
Sum af FCFF	11.770							
Virksomhedsværdi	49.623							
-Bogførtværdi af netto finansielle forpligtigelser	558							
Værdi af egenkapital	49.065							
Værdi af minoritetsinteresser*	193							
Værdi af egenkapital moder	48.872							
*Bogførtværdi af minoritetsinteresser	15							
Bogført værdi af NDA	3.849							
Andel af minoritetsinteresser	0,003897116							
Virksomhedsværdi	49.623							
Estimeret værdi af minoritetsinteresser	193							

Kilde: Egen bearbejdning, frit efter Sørensen (2009) s. 334

På baggrund af de anlagte forudsætninger, estimeres den samlede værdi af egenkapitalen til LEGO Koncernens aktionærer. Værdien i hovedscenariet er beregnet til 48.872 mio. DKK (49,9 mia. DKK). Det ses, at terminalværdien bidrager med 76,3 % af den totale værdi af virksomheden, hvilket vurderes at ligge inde for det acceptable interval¹⁶³.

¹⁶³ Thomas Plenborg Et All (2006) s. 163

6.2.1 Følsomhedsanalyse

I en værdiansættelse indgår mange variable, der alle har indflydelse på den ultimative værdi af virksomheden og egenkapitalen. Der kan i princippet simuleres på alle input, men ofte udvælges nogle fokus variable.

Jeg har valgt at se på $(\text{beta}, \text{WACC})^{164}$, væksten i terminalperioden og den anvendte overskudsgrad_{salg_før_skat}.

Alle de andre variable, som eksempelvis kapitalstrukturen eller omsætningsvæksten i budgetperioden, er fastholdt på det samme niveau som tidligere.

I Tabel 34 er der illustreret tre eksempler, basisscenarie, +scenarie og –scenarie. I basisscenariet er $\text{OG}_{\text{salg_før_Skat}}$ uændret og der simuleres kun på beta og terminalvæksten (g). I +scenariet er $\text{OG}_{\text{salg_før_Skat}}$ løftet med 1 pct. Point i budget- og terminalperioden, mens det modsatte er tilfældet i –scenariet (- 1 pct. Point). De nævnte beløb er i danske kroner.

¹⁶⁴ Det bemærkes at WACC'en er en funktion af de valgte beta-værdier. Begge variable er medtaget for at synliggøre niveauet.

Væksten i terminalperioden har stor betydning for den endelig værdi af egenkapitalen.

Basisscenariet:

Illustreret i basisscenariet kan man se, at hvis beta fastholdes på 0,85, mens væksten ændres fra 3-4 %, så øges egenkapital-værdien fra 48,9 til 59,8 mia., en relativ ændring på 22,4 %.

Fastholdes væksten på 3 %, mens beta forhøjes til 1,05, svarende til niveauet for LEGO Koncernens store konkurrenter, så medføre det en værdi på 40,3 mia. En relativ ændring på -21,2 %.

Tabel 34: Følsomhedsanalyse - Egenkapitalens værdi

Basis senarie		Vækst i terminalperioden (g)						
		2,0%	2,4%	2,8%	3,0%	3,2%	3,6%	4,0%
Beta	WACC							
0,60	6,04%	53.817	58.096	63.430	66.623	70.266	79.340	91.969
0,75	6,72%	46.162	49.098	52.634	54.688	56.974	62.428	69.488
0,85	7,17%	42.166	44.510	47.285	48.872	50.619	54.700	59.812
0,95	7,62%	38.807	40.711	42.931	44.185	45.553	48.697	52.536
1,00	7,84%	37.321	39.046	41.044	42.167	43.387	46.171	49.535
1,05	8,07%	35.944	37.512	39.317	40.327	41.419	43.898	46.864
1,15	8,52%	33.475	34.781	36.269	37.094	37.982	39.973	42.316
1,30	9,19%	30.346	31.358	32.496	33.121	33.787	35.262	36.964
1,50	10,09%	26.982	27.723	28.545	28.990	29.462	30.493	31.659

+ Scenarie		Overskudsgraden før skat +1 pct. point						
		Vækst i terminalperioden (g)						
		2,0%	2,4%	2,8%	3,0%	3,2%	3,6%	4,0%
Beta	WACC							
0,60	6,04%	57.263	61.861	67.593	71.025	74.939	84.689	98.259
0,75	6,72%	49.105	52.264	56.069	58.279	60.740	66.609	74.205
0,85	7,17%	44.846	47.372	50.360	52.069	53.951	58.347	63.853
0,95	7,62%	41.267	43.320	45.713	47.066	48.540	51.930	56.070
1,00	7,84%	39.683	41.544	43.699	44.911	46.227	49.230	52.859
1,05	8,07%	38.217	39.908	41.857	42.947	44.126	46.801	50.002
1,15	8,52%	35.585	36.996	38.604	39.496	40.455	42.606	45.138
1,30	9,19%	32.253	33.348	34.579	35.255	35.975	37.571	39.413
1,50	10,09%	28.669	29.472	30.364	30.847	31.359	32.476	33.741

- Scenarie		Overskudsgraden før skat -1 pct. Point						
		Vækst i terminalperioden (g)						
		2,0%	2,4%	2,8%	3,0%	3,2%	3,6%	4,0%
Beta	WACC							
0,60	6,04%	50.370	54.330	59.267	62.222	65.593	73.991	85.678
0,75	6,72%	43.219	45.932	49.199	51.096	53.209	58.248	64.770
0,85	7,17%	39.485	41.649	44.210	45.674	47.286	51.053	55.771
0,95	7,62%	36.347	38.102	40.148	41.305	42.566	45.464	49.003
1,00	7,84%	34.958	36.547	38.388	39.423	40.546	43.112	46.211
1,05	8,07%	33.672	35.115	36.777	37.707	38.713	40.995	43.726
1,15	8,52%	31.364	32.565	33.934	34.693	35.509	37.340	39.495
1,30	9,19%	28.440	29.369	30.414	30.987	31.598	32.952	34.514
1,50	10,09%	25.295	25.973	26.726	27.134	27.566	28.509	29.577

Kilde: Egen bearbejdning – (Alle beløb i mio. DKK)

Såfremt jeg havde valgt, at korrigere beta for den usystematiske risiko til ”(Total-beta f.eks. 1,5)”, så ville konsekvensen i basisscenariet være, en værdi af egenkapitalen på 30,8 mia. (ved 3 % vækst). Det bemærkes, at Beta-ændringen er en vilkårlig ændring, da der ikke er foretaget konkretet beregninger for, at estimerer niveauet.

Hvis man sammenligner de tre scenarier med fastholdt beta 0,85 og vækst på 3 %, så det kun er effekten af den ændrede overskudsgrad der måles, så ligger egenkapitalens værdi i intervallet (45,7 - 52,1 mia.), et udsving omkring basisscenariet på ca. +/- 6,5 %.

Hvis man igen ser på basisscenariet, og retter fokus på den gule markeringsboks, så kan man se at værdien af egenkapitalen variere fra 42,9 – 56,9 mia. alt efter beta og vækstprocenten. En relativ forskel på henholdsvis -12,3 % / +16,4 % i forhold til ”hovedscenariet på 48,9 mia.”.

Det kan derfor konkluderes at resultatet i DCF-modellen er meget følsomt, over for selv små ændringer i de anvendte variable. Dette er et forhold man som analytiker skal være meget opmærksom på.

6.2.1 Andre justeringer til den estimerede værdi

I følge Thomas Plenborg Et All (2006) er spørgsmålet omkring et aktivs omsættelighed (likviditet), behandlet i flere amerikanske undersøgelser i perioden 1973-2003¹⁶⁵. Det vurderes attraktivt at eje et likvidt aktiv, der hurtigt kan omsættes til et sandsynligt provenu, med begrænsede transaktionsomkostninger. Tilgangsvinklen til problemet er forskellig i litteraturen. Men alle de forskere, der henvises til i analysen, finder at den manglende likviditet påvirker aktivets værdi. En skole anbefaler, at der korrigeres for den manglende likviditet i kapitalomkostningen. Analyser fra (Acharyan & Pedersen 2003) og (Datar m.fl. 1998) estimerer tillægget for illikviditet til et niveau mellem 1,1 % - 3,25 %¹⁶⁵.

En anden skole bygger på resultater fra (Aminhud & Mendelson 1986) der anbefaler, at aktivets værdi reduceres med nutidsværdien af de involverede transaktionsomkostninger. Baseret på denne tilgangsvinkel estimerer (Kooli m.fl. 2003), at aktivets værdi skal reduceres med 24 % - 44 % som følge af illikviditet¹⁶⁵.

Analysen af den danske tilgangsvinkel viste, at 19 ud af 42 adspurgte rådgivere¹⁶⁶, reducerer den estimerede egenkapital med i gennemsnit 31 %, som korrektion for illikviditet. De andre deltagere (23) indregner korrektionen via ejerafkastkravet, der i gennemsnit tillægges 2,8 % som korrektion¹⁶⁷.

Hvis DCF-modellens hovedscenarie korrigeres for illikviditet, med et fradrag på 31 % af den beregnede værdi (ca. 48,9 mia. DKK), så reduceres værdien af egenkapitalen i LEGO Koncernen til ca. 33,7 mia. DKK.

¹⁶⁵ Thomas Plenborg et all (2006) s. 167

¹⁶⁶ Thomas Plenborg et all (2006) s. 167

¹⁶⁷ Thomas Plenborg et all (2006) s. 168

6.3 Værdiansættelse med en relativ model

Der er som alternativ til DCF-analysen udvalgt en pris-multipel (Markedsprisen /værdiindikator fra årsregnskabet)¹⁶⁸. Pris-multiplerne har en relativ tilgangsvinkel der kan anvendes til, at estimere værdien af andre aktiver. Multiplerne er ofte lette at beregne, da de sjældent forholder sig detaljeret til regnskabsinformation mv. Ud fra modellen, sammenlignes og estimeres egenkapitalens værdi for LEGO Koncernen. Der findes et utal af multipler, men jf. opgavens tids- og omfangsmæssige begrænsninger, er det valgt at fokusere på en model. I det følgende anvendes den nok mest kende multipel price/earning ratio (P/E), som sammenligningsgrundlag.

Price/Earning ratio (P/E)

Jeg har taget udgangspunkt i (P/E) markedsprisen/ nettooverskuddet. Alternativ kan man sige, at P/E beskriver hvor meget investor skal betale for, at få andel i en kroners overskud. Værdien er opgjort ultimo 2009, og d. 16. april 2010 pba. dataudtræk fra Thomson ONE Banker.

Fra konkurrenterne anvendt i analysen i kapitel 4, har jeg udvalgt de selskaber der efter min opfattelse har en normaliseret P/E, som ikke er påvirket af underskud i 2009 eller andre ekstraordinære omstændigheder.

I Tabel 35 er (P/E) anført for de udvalgte selskaber. For at se nærmere på niveauet for (P/E), har jeg valgt at beregne gennemsnittet, for at udjævne selskabsspecifikke forhold. Af tabellen ses det endvidere, at Mattel har den højeste markedsværdi på 8,6 mia. USD.

Tabel 35: P/E -værdier og markedsværdien af egenkapitalen for udvalgte konkurrenter

	P/E - 31/12 09	P/E - 16/4 10	Markedsværdi af egenkapitalen 16. apr. 2010
Mattel Inc.	14,52	16,44	8.682
Hasbro Inc.	13,13	16,07	5.427
Kid Branch	13,96	17,35	202
RC2 Corp.	12,75	11,96	355
Simpelt gennemsnit	13,59	15,46	Markedsværdi i mio. USD

Kilde: Thomson ONE Banker – (Egen bearbejdning)

¹⁶⁸ Sørensen (2009) s. 30

I Tabel 36 anvendes ovenstående resultater til relativt, at estimere markedsværdien af LEGO Koncernens egenkapital. I konkurrentanalysen i kapitel 4 kunne man flere gange se, at Mattel, Hasbro og LEGO Koncernen lå i en klasse for sig, når man så på indtjening, egenkapital forrentning mv. Derfor har jeg supplerende beregnet et gennemsnit på (P/E) for de to selskaber.

Tabel 36: Relativ værdiansættelse af markedsværdien af egenkapitalen i LEGO Koncernen via (P/E)

Relativ værdiansættelse af egenkapitalen i LEGO Koncernen			
Beskrivelse	P/E	Markedsværdi mio. DKK	Markedsværdi i mio. USD
Estimat 31/12 2009 gnms.	13,59	29.857	5.430
Estimat 16/4 2010 gnms.	15,46	33.966	6.177
Estimat 16/4 2010 gnms. Mattel & Hasbro	16,26	35.723	6.497
Beregnet P/E jf. DCF-analysen	22,24	48.872	8.888
Nationalbankens Dollarkurs (549,86) pr. 16/4 2010 er anvendt i beregningen			

Kilde: Egen bearbejdning – LEGO Koncernens årsrapport 2009. Note¹: Det officielle nettoresultat 2009 til moderselskabets aktionærer er anvendt i beregningen som E (DKK mio. 2.197). Note²: Da værdierne er opgjort i hele mio., betyder det at der er foretaget afrunding hvilke gør, at værdien ikke stemmer helt, hvis man forsøger at regne baglæns. Note³: markedsværdien i USD er kun medtaget som et estimat for niveauet, der gør det muligt at relatere det til de amerikanske selskaber.

Ved anvendes af ovenstående (P/E) estimater, værdiansættes egenkapitalen¹⁶⁹ i LEGO Koncernen i intervallet [29.857 – 35.723 mio. DKK]. Det svare til en relativ afvigelse fra resultatet i DCF-modellen på henholdsvis (-38,9 % til - 26.9 %). DCF-modellen har en beregnet P/E på 22,24, hvilke ligger væsentlig over niveauet for konkurrenterne. Samtidig indikerer det, at LEGO Koncernen enten er legetøjsproducenten med den højeste markedsværdi, eller også er mine forventninger til indtjeningen overvurderet.

Jf. analysen i kapitel 3 blev det vist, at 2009 var et specielt år for legetøjsbranchen, da detailsalget for første gang i mange år gik tilbage. På den baggrund, har jeg analyseret perioden 2009-2007, for Mattel og Hasbro, for at undersøge, om P/E niveauet kunne være højere, hvis markedet var mere positivt.

¹⁶⁹ Der er ikke korigeret for minoritetsinteresser i beregningen. Minoritetsinteresser udgør en marginal lille andel i LEGO Koncernens balance, hvorfor niveauet vurderes retvisende udanset om der reguleres for minoriteter eller ej.

Tabel 37: P/E værdier 2009-2007 Mattel og Hasbro

P/E værdier pr. 31/12	2009	2008	2007
Mattel	14,52	20,94	19,29
Hasbro	13,13	20,84	17,00
Årligt gennemsnit M+H	13,83	20,89	18,15

Kilde: Thomson ONE Banker – (Egen bearbejdning) –

Note: Det er ikke undersøgt om niveauet kan være sløret af eventuelle aktie tilbagekøb, hvorfor tallene er behæftet med usikkerhed.

Det ses at P/E værdien i gennemsnit lå højest i 2008. Ved anvendelse af denne (P/E) på 20,89 estimeres markedsværdien af LEGO Koncernens egenkapital til 45,9 mia. DKK. Det svare til en relativ afvigelse fra DCF-modellens resultat på ca. - 6 %.

Opsummering på værdiansættelsen

Ud fra det estimerede budget blev værdien af egenkapitalen i LEGO A/S beregnet til ca. 48,9 mia. DKK. Værdien er ved siden af budgettet også stærk afhængig, af den fastlagte beta-værdi og væksten i terminalperioden. Disse variable blev i basisscenariet fastlagte til henholdsvis 0,85 og 3 %. Følsomhedsanalysen viste, at egenkapitalværdien vokser 22,4 % hvis terminalvæksten ænders fra 3-4 %. Simulering på beta viste, at en forhøjelse fra 0,85-1,05 med basisvækst, reducerede egenkapitalværdien til 40,3 mia. DKK.

Simuleres på overskudsgraden¹⁷⁰ ved fastholdt beta og vækst, viste analysen et udsving på ca. +/- 6,5 % omkring ”hovedresultatet” på 48,9 mia. DKK.

Ved anvendelse af (P/E)-modellen og branchetal fra ultimo 2009 og medio april 2010, blev den estimerede værdi af egenkapitalen placeret i intervallet [29.857 – 35.723 mio. DKK]. En gennemsnitlig afvigelse fra hovedscenariet i DCF-modellen på ca. -33 %.

Ved anvendelse af det maksimale (P/E)-gennemsnit for Hasbro og Mattel i perioden 2007-2009, kunne egenkapitalens værdi i LEGO Koncernen beregnes til 45,9 mia. DKK.

Det kan konkluderes, at resultatet i DCF-modellen ligger væsentligt over niveauet, der kan udledes fra (P/E)-modellen. Markedets nuværende forventninger til de konkurrerende legetøjsproducenter, ligger derfor væsentligt lavere, end den omregnede (P/E) på 22,24 fra DCF-hovedscenariets.

¹⁷⁰ +/- 1 pct. Point i budget- og terminalperioden.

7. Konklusion

Det var opgavens hovedformål, at foretage en værdiansættelse af egenkapitalen i den unoterede virksomhed LEGO A/S. Til formålet er der udarbejdet en strategisk analyse og en regnskabsanalyse. På baggrund af disse analyser udarbejdede jeg et budget, der blev anvendt i DCF-modellens hovedscenarie.

I den strategiske analyse var udgangspunktet en analyse af legetøjsmarkedet, omverdenens indvirkning på legetøjsproducenterne, legetøjsbranchen og LEGO Koncernens interne forhold.

Den samlede detailværdi for ”Toys & Games” viste svaghestegn med faldende/stagnerende vækst i 2009, hvor markedsværdien endte på ca. 138 mia. USD. USA var i 2009 fortsat, det største enkeltstående marked i verden med 34 % af detailværdien.

Forbrugerbeskyttelse er i fokus i både USA og Europa, hvilket stiller endnu større krav til legetøjets kvalitet. Samtidig presses branchen af alderskompression, hvor børn i en tidligere og tidligere alder vælger legetøjet fra, til fordel for elektroniske produkter som computer, mobiltelefoner, iPod mm. Heldigvis har aktivitets- og konstruktionslegetøj vundet markedsandele, fra andet traditionelt legetøj og spil i perioden 2004-2009.

I branchen vurderes konkurrencen som hård, og stærk påvirket af den store koncentration på detailmarkedet, hvor de store kæder som eksempelvis Wal-Mart, har afgørende indflydelse på salget. Plagiat og problemer med piratkopier, påvirker i stigende grad branchen.

På LEGO Koncernens interne niveau, har de haft held med deres turnaround. De har et stærkt brand hos børn og forældre der ønsker kvalitet, og organisationen er blevet mere strømlignet og effektiv. De har indgået flere gode samarbejdsaftaler med både leverandører(DHL) og kunder (Wal-Mart), der gensidigt gavner forretningen. På produkt siden har LEGO Koncernen været dygtigt til, at skaffe attraktive licenser som eks. Star Wars og Indiana Jones, samtidig med, at deres klassiske linier LEGO DUBLO og CITY sælger godt. De har endvidere satset på nye områder som brætspil og onlinespillet LEGO Universe.

Ovenstående forhold vurderes som summen af den strategiske analyse og de strategiske forhold der i sidste ende har betydning for LEGO Koncernens værdiansættelse.

LEGO koncernens finansielle præstationer ligger i den analyserede periode på et meget flot niveau. De har løftet ROE fra 62,1-83,1 %, hvilke ligger næsten 3,5 gange højere end nærmeste konkurrent. Afkastet på driften viser samme tendens, hvor ROIC er steget fra 28,9-62,5 % i perioden, begrundet i forbedret bruttoavance og lavere kapacitetsomkostninger. Kapitaltilpasningen er styrket, da aktivernes omsætningshastighed er løftet fra 2,5 i 2007 til 3,3 i 2009. Gælden er reduceret markant i perioden så FGEAR i 2009 er 0,3. Sammenlignet med konkurrenterne, placere LEGO Koncernen sig i front på næsten alle områder.

På nuværende tidspunkt vurderes LEGO Koncernen i en klasse for sig. Omsætningsvæksten, er særdeles flot, og afkastet er direkte prangende. Risikoen i koncernens forretning er estimeret til en neutral driftsmæssig risiko og en lav finansiell risiko. Vækstudsigterne for koncernen, er vurderet som overnormale i budget perioden på 6 år.

LEGO Koncernens beta-værdi blev estimeret til 0,85 via en branche sammenligning, og et skema udarbejdet af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. Kapitalstrukturen blev fastlagt til 90 % egenkapital, ved en simulations og en subjektiv vurdering af target kapitalstrukturen.

Det blev endvidere analyseret hvorledes litteraturen anbefaler, at behandle problemstillingen, omkring inddragelse af usystematisk risiko og illikviditet, i værdiansættelse af unoterede virksomheder. I en dansk analyse af problemstillingen, viste det sig, at der kun i ringe omfang korrigeres for den usystematiske risiko. I gennemsnit korrigerede de adspurgte rådgivere for illikviditet, ved en reduktion af egenkapitals værdi på 31 %.

I DCF-modellens hovedscenarie estimerede jeg en værdi af egenkapitalen på 48,9 mia. DKK, hvilket er den teoretisk rigtige værdi, under de anlagte forudsætninger. Ved en (P/E) sammenligning med andre selskaber, herunder Mattel og Hasbro, blev den maksimale værdi 45,9 mia. DKK. De anvendte følsomhedsanalyser har vist, at DCF-resultatet var særdeles følsom overfor ændringer i f.eks. beta eller terminal væksten.

I sidste ende bliver markedsværdien af et aktiv, den pris en køber og sælger kan enes om.

Endvidere afhænger prisen af omstændighederne ved salget, samt eventuelle korrektioner for usystematisk risiko eller illikviditet.

Hvis LEGO Aktierne skulle sælges på børsen, så vurderer jeg, at egenkapitalen i LEGO A/S, værdiansættes til en markedsværdi i intervallet [35-45 mia. DKK].

DCF-modellen præsenterer en ”optimal værdi”(under de anlagte forudsætninger), men på markedet er det min vurdering, at investorerne vil kræve form for usikkerhedsrabat. ”Går fremtiden ikke som forventet, er aktivet ikke købt til fuld pris, og udvikler fremtiden sig positivt, så sikres investorerne en mulig ”upside”.

8. Litteraturliste

Bøger fra undervisere ved danske, engelske og amerikanske universiteter:

Forfatter	Titel, udgave og forlag	Forkortelse ved henvisning
Ole Sørensen	<u>”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang</u> 3. udgave Gjellerup 2009	Sørensen (2009)
Jens O. Elling & Ole Sørensen	<u>”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang”</u> 1. udgave 2003 Gads Forlag	Elling & Sørensen (2003)
Jørgen Lægaard & Mikael Vest	<u>”STRATEGI i Vindervirksomheder”</u> 3. udgave 1. oplag 2010 Jyllands-Postens Forlag (1. er fra udgave 2005)	Lægaard & Vest (2010)
Michael Christensen & Frank Pedersen	<u>”Aktie investering. Teori og praktisk anvendelse”</u> 2. udgave 2003, Jurist og Økonomforbundets Forlag	Michael Christensen (2003)
Brealey, Myers, Allen	<u>“Corporate Finance”</u> Eighth Edition 2006 McGRAW-Hill International Ed.	Brealey, Myers, Allen (2006)
Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin	<u>“Valuation –Measuring And Managing the value of companies”</u> THIRD Edition – McKinsey & Company 2000	Copeland (2000)
Chresten Koed, Michael Nielsen	<u>“Compendium I Finansiering”</u> <u>1. udgave 2006 Complet A/S</u>	Koed & Nielsen (2006)

Artikler af undervisere ved danske, engelske og amerikanske universiteter:

Forfatter	Titel, udgave og evt. forlag	Forkortelse ved henvisning
Thomas Plenborg, Christian Petersen og Finn Schøler	<u>”Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”</u> <u>”Tidsskriftet Ledelse og Erhvervsøkonomi”</u> , marts 2006 s. 157-172	Thomas Plenborg Et Al (2006)

Opgaver fra andre studerende ved universiteter i Danmark:

Forfatter	Titel	Forkortelse ved henvisning
Dina Karina Andersen & Betina Tastum Dinesen	LEGO Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af LEGO A/S Koncernen, CBS 2003	Andersen og Dinesen (2003)
Lars Andersen Heine Schultz	En aktivbaseret analyse af LEGOs konkurrenceevne, Handelshøjskolen i Århus 2005	Andersen og Schultz (2005)
Søren Lund	Værdiansættelse af Novo Nordisk, forår 2009 CBS 2009	Ikke anvendt som kilde, kun som inspiration.

Artikler fra internettet:

Aviser, partier, interesseorganisationer, offentlige myndigheder mv.:

Kilde og dato	Titel og internet link
CEPOS 18.09.2009	S og SF's Forhøjelse af selskabsskatten koster en lønmodtager 3000 kr. på lang sigt. (LINK) http://www.cepos.dk/fileadmin/user_upload/dokumenter/S og SFs forhoejelse af selskabsskat koster en loenmodtager 3 000 kr 18 septemberNY1.pdf
politikken.dk 19.01.2010	USA bekymret over plastik-stof (LINK) http://politiken.dk/tjek/sundhedogmotion/kropogkemi/article882847.ece
Politikken.dk 09.02.2010	Kemikalie-lov kan kvæle Lego-klassiker (LINK) http://politiken.dk/tjek/sundhedogmotion/kropogkemi/article897196.ece
The European Union	The safety of toys from 2011 (LINK) http://europa.eu/legislation_summaries/consumers/consumer_safety/co0009_en.htm
dr.dk 24.02.2010	Polske klodser presser Lego (LINK) http://www.dr.dk/Regioner/Trekanten/Nyheder/Billund/2010/02/24/104043.htm&regional

politikken.dk 18.05.2003	Piratkopier koster Lego dyrt (LINK) http://politikken.dk/erhverv/article59444.ece
http://www.business.dk 03.02.2005	Lego under beskydning i patentkrig (LINK) http://www.business.dk/diverse/lego-under-beskydning-i-patentkrig
Patent og varemærkestyrelsen 21.11.2005	LEGO klon lovlig i Canada – (LINK) http://ip-bloggen.dkpto.dk/journal_comments.asp?Journalid=123
http://www.business.dk 26.01.2010	Nyt nederlag for legoklodsens i EU (LINK) http://www.business.dk/detail/nyt-nederlag-legoklodsens-i-eu
http://www.business.dk 22.02.2010	Frygter dansk solokurs på selskabsskat (LINK) http://www.business.dk/oekonomi/frygter-dansk-selokurs-paa-selskabsskat
Computerworld.dk 22.02.2010	LEGOs store online-spil tager form (LINK) http://www.computerworld.dk/art/55119/legos-store-online-spil-tager-form
London Evening Standard 15.08.2007	Mattel's real toy story: slave labour in sweatshops http://www.thisislondon.co.uk/news/article-23408572-mattels-real-toy-story-slave-labour-in-sweatshops.do
Erhvervsfremme Styrelsen April år 2000	Børns leg og læring (LINK) http://www.ebst.dk/publikationer/rapporter/boernogleg/boernogleg.pdf
www.oecd.org 29.10.2009	OECD Family Database - SF4: Fertility rates (LINK) http://www.oecd.org/dataoecd/37/59/40192107.pdf
www.consumeraffairs.com 15.10.2009	Mattel Settles Suits Over Dangerous Toys (LINK) http://www.consumeraffairs.com/news04/2009/10/mattel_leadpaint_settlement02.html
Nationalbanken	Diverse finansielle og økonomiske redegørelser –henvisning direkte i opgaven
Finansministeriet, maj 2009	Økonomisk Redegørelse, Maj 2009 (LINK) http://www.fm.dk/Publikationer/2009/1779-OEkonomisk%20Redegoerelse%20Maj%202009/1%20Sammenfatning.aspx
www.oecd.org November 2009	OECD Economic Outlook No. 86, November 2009 (LINK) http://www.oecd.org/document/18/0,3343,en_2649_34109_20347538_1_1_1_3_7443,00.html
http://www.business.dk 16.02.2010	Lego blæser til angreb i USA (LINK) http://www.business.dk/industri/lego-blaeser-til-angreb-i-usa
Ing.dk d. 27.01.2009	Lego overtager Flextronics-fabrik i Ungarn http://ing.dk/artikel/95176-lego-overtager-flextronics-fabrik-i-ungarn
http://www.toydirectory.com d. 7.10.2009	Private Labels Are Coming to Toy Land http://www.toydirectory.com/monthly/print-article.asp?id=3917
Politikken.dk d. 24.02.2010	Lego truer legetøjsbutikker http://www.e-pages.dk/politikenannoncer/83/
http://www.bloomberg.com	MGA Entertainment Wins Reprieve on Bratz Dolls Recall

d. 10.12.2009	http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601127&sid=akWGS0.Ya29M
Dagbladet Børsen 5/3 2010.	Dagbladet Børsen d. 5. marts 2010 – Onlinesatsning klar til efteråret
Value Consulting	Valcon = Value Consulting LEGO Koncernen indføre radikal ny styring af værdikæden
The Brick LEGO Annual Magazin 2008	Logistik i LEGO – http://www.effektivitet.dk/~media/E8E7A6A19FCC4946B1E2CD5875C7C18C.ashx
Dagbladet Børsen d. 11.03.2010	Samarbejde baner vej for LEGO-succes
Fødevareministeriet d. 26.03.2010.	Forbud mod bisphenol A i fødevarekontaktmaterialer til 0-3-årige http://www.fvm.dk/Default.aspx?ID=18483&PID=165765&NewsID=6011
Jyske Markets 03.02.2010	NOVO NORDISK – KØB Aktier • Sundhedspleje http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=272034&src=novonordiskq42009analyse.pdf

Regnskaber og anden virksomhedsinformation fra LEGO Koncernen:

- LEGO Koncernregnskaber 2002, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009.
- LEGO Koncernen rapport - Bæredygtighed 2007
- LEGO Koncernen Virksomhedsprofil 2009
- LEGO Koncernen – Progress Report 2009
- The Brick LEGO Annual Magazin 2008, 2009

Andre regnskaber:

- Mattel Inc. Årsregnskab 2008
- Hasbro Inc. Årsregnskab 2008

Rapporter, notater og markedsanalyser:

- EUROMONITOR INTERNATIONAL – “Toys and Games 2010: Trends, Developments and Prospects”
- Traditional Toys and Games – US Euromonitor International : Country Sector Briefing December 2009.
- NPD Group - Toy Markets in the World 2009 Edition (June 2009)
- FSR - "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" (December 2002)

Hjemmesider:

Note: Tabellen starter med hjemmesider for LEGO Koncernen, og andre legetøjsproducenter. Der er anvendt rigtig mange hjemmeside i arbejdsprocessen, og derfor kan det ikke afvises, at en enkelt henvisning er smuttet.

Legetøjsproducenter	Legetøjsproducenter
www.lego.com	http://www.cobi-klodser.dk/shop/frontpage.html
http://www.mattel.com/	http://www.best-lock.com/indexnew.htm
http://www.jakkspacific.com/	http://www.leapfrog.com
http://www.kidbrandsinc.com/	http://www.rc2.com/index.asp
http://www.hasbro.com/	http://www.megabrand.com/
Andre hjemmesider ▼	Andre hjemmesider ▼
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/	http://www.fm.dk/
http://www.toydirectory.com	http://europa.eu/legislation_summaries/consumers/consumer_safety/co0009_en.htm
http://www.business.dk	http://www.legowear.com/
http://www.euromonitor.com/	http://www.cepos.dk
http://www.npd.com	http://politiken.dk/
http://www.toyassociation.org	http://www.thisislondon.co.uk/standard/
http://www.toy-icti.org	http://www.um.dk
http://www.oecd.org	http://www.Nationalbanken.dk
http://www.jyskebank.dk	http://banker.thomsonib.com

9. Bilag

Bilag 1

Koncernoversigt

KONCERNOVERSIGT

LEGO A/S - PR. 31. DECEMBER 2008

LEGO A/S, Danmark	
Danmark	Associerede:
— LEGO System A/S	— KABOOKIA/S 19,8% (Danmark)
— LEGO ZOOM International ApS, 51%	
Europa (andre)	
— LEGO Park Holding UK Ltd.	
— – LEGO Lifestyle International Ltd. (UK)	
— LEGO Company Limited (UK)	
— LEGO Belgium n.v.	
— LEGO Nederland B.V.	
— LEGO Sverige AB	
— LEGO Norge A/S	
— Oy Suomen LEGO Ab (Finland)	
— LEGO GmbH (Tyskland)	
— LEGO Handelsgesells. GmbH (Østrig)	
— LEGO S.A.S. (Frankrig)	
— LEGO S.p.A. (Italien)	
— LEGO S.A. (Spanien)	
— LEGO Lda. (Portugal)	
— LEGO Production s.r.o. (Tjekkiet)	
— LEGO Trading s.r.o. (Tjekkiet)	
— LEGO Schweiz AG	
— LEGO Hungária Kft.	
— LEGO Manufacturing Kft. (Ungarn)	
— LEGO Polska Sp. z o.o.	
— OOO LEGO (Rusland)	
— LLD Shareverwaltungs GmbH (Tyskland)	
— – LLD Share GmbH & Co. KG (Tyskland)	
Amerika	
— LEGO do Brazil Ltda.	
— LEGO Canada Inc.	
— LEGO New York Inc. (US)	
— LEGO Mexico S.A. de C.V.	
— Adm.de Serv. LEGO de C.V. (Mexico)	
— LEGO Operaciones de Mexico S.A. de C.V.	
— LEGO System Inc. (US)	
— – LEGO Data Inc. (US)	
— – – Dacta and Pitsco LLC, 5% (US)	
— – LEGO Brand Retail Inc. (US)	
Asien/Afrika/Australien	
— LEGO Hong Kong Limited	
— LEGO Australia Pty. Ltd.	
— LEGO New Zealand Ltd.	
— LEGO Korea Co. Ltd.	
— LEGO South Africa (Pty.) Ltd.	
— LEGO Japan Ltd.	
— LEGO Company Ltd. (Hong Kong)	
— LEGO Singapore Pte. Ltd.	

Der er 100% ejerskab, medmindre der er angivet andet.

Bilag 2

Data for traditionelt legetøj og spil Opdelt på geografi, kategori og år. Opgjort i mio. USD

Traditional Toys and Games - Market Sizes - Historic - Retail Value RSP (Retail sales prices) -US\$ mn							
Geographies	Categories	2004	2005	2006	2007	2008	2009
World	Traditional Toys and Games	59.505,1	61.377,9	64.112,6	69.764,1	74.568,4	72.456,8
World	Activity/Construction	9.435,1	9.843,4	10.611,8	11.917,4	13.184,5	13.384,5
World	Dolls/Figures	11.019,2	11.557,0	11.766,0	12.642,2	13.336,6	12.666,6
World	Indoor Games	7.437,1	7.465,9	7.635,4	8.329,1	8.887,6	8.630,4
World	Infant	4.362,3	4.589,4	4.855,9	5.305,8	5.590,2	5.222,3
World	Model Vehicles	6.134,7	6.206,2	6.591,2	7.272,8	7.789,5	7.618,9
World	Outdoor Games	6.373,2	6.457,6	6.694,2	6.995,9	7.175,3	6.864,1
World	Pre-School	6.105,3	6.601,3	7.188,4	7.983,3	8.879,5	8.857,1
World	Soft/Plush Toys	3.823,9	3.768,6	3.847,9	4.182,8	4.471,7	4.348,5
World	Other Traditional Toys and Games	4.814,2	4.888,6	4.921,7	5.134,9	5.253,6	4.864,4
Asia Pacific	Traditional Toys and Games	11.402,8	12.336,7	13.160,5	14.265,1	16.287,9	17.402,8
Asia Pacific	Activity/Construction	1.877,6	2.092,8	2.303,3	2.503,2	2.884,4	3.102,6
Asia Pacific	Dolls/Figures	2.044,1	2.125,5	2.127,5	2.217,1	2.459,2	2.581,9
Asia Pacific	Indoor Games	1.276,9	1.318,7	1.345,3	1.408,6	1.571,1	1.655,4
Asia Pacific	Infant	515,8	557,3	598,0	645,6	721,9	762,0
Asia Pacific	Model Vehicles	1.104,4	1.242,1	1.389,3	1.537,7	1.764,8	1.881,1
Asia Pacific	Outdoor Games	1.128,8	1.169,4	1.202,2	1.242,0	1.365,5	1.424,2
Asia Pacific	Pre-School	2.030,5	2.313,3	2.613,2	3.025,1	3.627,2	3.980,2
Asia Pacific	Soft/Plush Toys	710,9	784,0	839,9	924,5	1.071,1	1.163,1
Asia Pacific	Other Traditional Toys and Games	713,9	733,6	741,5	761,2	822,8	852,2
Australasia	Traditional Toys and Games	936,6	1.011,7	1.025,0	1.214,3	1.292,3	1.031,3
Australasia	Activity/Construction	173,7	196,0	211,1	269,1	295,8	244,6
Australasia	Dolls/Figures	187,1	204,2	189,4	225,6	234,4	189,3
Australasia	Indoor Games	123,8	120,4	121,2	147,2	156,6	125,8
Australasia	Infant	42,8	41,4	40,8	46,2	46,6	36,9
Australasia	Model Vehicles	98,4	108,8	112,9	134,0	145,2	112,7
Australasia	Outdoor Games	97,1	110,4	115,6	142,9	158,0	122,6
Australasia	Pre-School	79,3	92,3	97,6	114,8	121,8	98,3
Australasia	Soft/Plush Toys	47,9	49,6	46,3	45,3	43,8	32,6
Australasia	Other Traditional Toys and Games	86,3	88,6	90,1	89,1	89,9	68,4
Eastern Europe	Traditional Toys and Games	1.012,1	1.173,5	1.311,1	1.563,9	1.850,4	1.590,6
Eastern Europe	Activity/Construction	156,0	177,3	203,0	277,1	340,8	286,2
Eastern Europe	Dolls/Figures	205,3	241,5	268,8	307,1	360,1	317,6
Eastern Europe	Indoor Games	132,4	154,8	172,1	218,7	285,7	246,2
Eastern Europe	Infant	55,0	64,1	72,0	88,2	99,0	84,6
Eastern Europe	Model Vehicles	111,4	129,0	137,2	149,4	157,0	127,8
Eastern Europe	Outdoor Games	42,3	49,3	55,8	64,5	68,4	55,7
Eastern Europe	Pre-School	89,3	105,1	116,5	151,8	186,4	164,7
Eastern Europe	Soft/Plush Toys	183,4	210,3	242,0	264,4	307,7	269,8
Eastern Europe	Other Traditional Toys and Games	37,0	41,8	43,8	42,9	45,4	38,2

Latin America	Traditional Toys and Games	3.105,0	3.691,5	4.422,8	5.612,9	6.365,9	5.657,9
Latin America	Activity/Construction	266,6	311,7	363,9	472,2	543,8	500,9
Latin America	Dolls/Figures	908,8	1.116,1	1.368,0	1.686,9	1.918,0	1.698,7
Latin America	Indoor Games	309,1	356,3	428,5	574,5	634,1	561,0
Latin America	Infant	388,4	453,3	527,5	674,9	768,9	662,3
Latin America	Model Vehicles	237,0	286,3	348,1	456,1	523,6	463,7
Latin America	Outdoor Games	239,2	277,3	319,9	405,4	458,2	424,2
Latin America	Pre-School	371,2	438,0	525,5	684,0	790,5	697,9
Latin America	Soft/Plush Toys	148,4	169,8	200,0	249,1	278,4	243,6
Latin America	Other Traditional Toys and Games	236,2	282,6	341,6	409,6	450,4	405,5
Middle East and Africa	Traditional Toys and Games	1.879,8	2.263,6	2.437,2	3.257,8	3.657,9	3.814,8
Middle East and Africa	Activity/Construction	237,0	293,4	319,6	445,7	508,6	530,2
Middle East and Africa	Dolls/Figures	440,5	525,8	561,6	674,2	750,2	784,6
Middle East and Africa	Indoor Games	190,0	227,7	258,1	385,2	437,7	459,0
Middle East and Africa	Infant	170,7	202,3	214,4	321,0	353,4	366,8
Middle East and Africa	Model Vehicles	182,4	217,7	237,5	305,6	344,5	358,2
Middle East and Africa	Outdoor Games	145,6	173,7	181,1	255,3	287,0	302,4
Middle East and Africa	Pre-School	239,1	295,5	317,4	422,9	486,7	504,0
Middle East and Africa	Soft/Plush Toys	147,7	172,7	176,3	233,4	251,2	262,4
Middle East and Africa	Other Traditional Toys and Games	126,8	154,8	171,2	214,5	238,7	247,2
North America	Traditional Toys and Games	24.057,1	23.472,5	23.798,5	23.566,3	23.750,9	24.031,0
North America	Activity/Construction	4.032,9	3.995,2	4.317,1	4.677,8	5.108,6	5.569,8
North America	Dolls/Figures	4.402,7	4.503,0	4.337,6	4.158,0	4.013,4	3.880,8
North America	Indoor Games	3.109,6	2.958,3	2.924,4	2.944,8	3.030,9	3.124,2
North America	Infant	1.490,8	1.498,7	1.535,5	1.402,2	1.329,9	1.296,8
North America	Model Vehicles	2.532,2	2.370,4	2.503,0	2.572,3	2.641,4	2.710,2
North America	Outdoor Games	2.870,4	2.788,1	2.875,6	2.727,6	2.623,1	2.616,9
North America	Pre-School	1.964,9	1.980,2	2.060,9	1.917,7	1.899,4	1.842,9
North America	Soft/Plush Toys	1.572,8	1.351,6	1.303,3	1.314,8	1.325,7	1.325,1
North America	Other Traditional Toys and Games	2.080,7	2.027,0	1.941,0	1.851,1	1.778,5	1.664,3
Western Europe	Traditional Toys and Games	17.111,8	17.428,5	17.957,6	20.283,8	21.363,1	18.928,3
Western Europe	Activity/Construction	2.691,3	2.776,9	2.893,8	3.272,2	3.502,5	3.150,2
Western Europe	Dolls/Figures	2.830,7	2.840,9	2.913,1	3.373,2	3.601,4	3.213,8
Western Europe	Indoor Games	2.295,3	2.329,6	2.385,9	2.650,0	2.771,5	2.458,7
Western Europe	Infant	1.698,6	1.772,3	1.867,7	2.127,7	2.270,5	2.012,9
Western Europe	Model Vehicles	1.868,8	1.851,8	1.863,3	2.117,7	2.213,0	1.965,3
Western Europe	Outdoor Games	1.849,8	1.889,6	1.944,0	2.158,2	2.215,1	1.918,0
Western Europe	Pre-School	1.330,9	1.376,8	1.457,3	1.667,0	1.767,5	1.569,1
Western Europe	Soft/Plush Toys	1.013,0	1.030,6	1.040,1	1.151,2	1.193,8	1.051,8
Western Europe	Other Traditional Toys and Games	1.533,3	1.560,0	1.592,5	1.766,5	1.827,9	1.588,5
Sources:							
1. Toys and Games: Euromonitor from trade sources/national statistics							
Note: Historic regional/global values are the aggregation of local currency country data at current prices converted into the common currency using y-o-y exchange rates - Date Exported (GMT): 11/03/2010 19:45:02							
©2010 Euromonitor International							

Bilag 3

Anvendte nøgletal og deres forkortelser

Nøgletal	Forkortelse i analysen
Egenkapitalensforrentning	ROE
Afkastningsgraden	ROIC
Overskudsgrad	OG
Aktivernes omsætningshastighed	AOH
Overskudsgrad fra salg	OG ^{Salg}
Overskudsgrad andet driftsoverskud	OG ^{Andet DO}
Finansiell gearing	FGEAR
Forskel mellem ROIC og Netto låneomkostninger i procent	SPREAD
Netto låneomkostninger i procent	R

Bilag 4

Særlig formel til beregning af nøgletal i kapitel 4

RETURN ON INVESTED CAPITAL =(ROIC)	(Net Income before Preferred Dividends + Interest Expense on Debt - Interest Capitalized) / ((Last Year's Total Capital + Last Year's Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt)+(Current Year's Total Capital + Current Year's Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt)/2) * 100
Fra Thomson ONE Banker	

Bilag 5

Konkurrentanalyse estimat for selskabernes (NDA)

Netto driftsaktiver (NDA) estimat			
Mio. USD	2007	2008	2009
Hasbro Inc.	1.659	1.714	2.081
Mattel Inc.	2.299	2.383	2.203
Jakks Pacific Inc.	553	666	186
RC2 Corporation	482	222	205
Kid Brands, Inc.	273	144	149
Leapfrog Enterprises Inc.	176	130	145
(NDA) i mio. CAD			
MEGA Brands Inc.	451	168	181
(NDA) i mio. DKK			
LEGO Koncernen	3.125	3.298	3.849

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)
 Datamateriale og beregninger findes på excelfilen LEGO_konkurrent_analyse

Konkurrentanalyse estimat for selskabernes inverse NDA

Invers: 1/Netto driftsaktivernes omsætningshastighed (1/ NDA_AOH)				
	2007	2008	2009	Simpelt gennemsnit
LEGO Koncernen	0,40	0,34	0,31	0,35
Leapfrog Enterprises Inc.	0,40	0,28	0,38	0,35
Mattel Inc.	0,39	0,40	0,41	0,40
Jakks Pacific Inc.	0,65	0,74	0,23	0,54
Hasbro Inc.	0,81	0,35	0,47	0,55
MEGA Brands Inc.	0,81	0,35	0,47	0,55
RC2 Corporation	0,99	0,51	0,49	0,66
Kid Brands, Inc.	0,82	0,63	0,61	0,69

Kilde: Data fra Thomson ONE Banker, LEGO Koncernens årsregnskab 07-09 – (Egen bearbejdning)
 Datamateriale og beregninger findes på excelfilen LEGO_konkurrent_analyse

Bilag 6

Dansk statsobligation effektiv rente 3,39 %.



Kilde: <http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=CSE62676>

Bilag 7

Synthetic rating estimation

Inputs for synthetic rating estimation

Enter current Earnings before interest and taxes (EBIT) =

2909

Enter current interest expenses =

146

Enter current long term government bond rate =

3,39%

Output

Interest coverage ratio =

19,92

Estimated Bond Rating =

AAA

Estimated Default Spread =

0,50%

Estimated Cost of Debt =

3,89%

For large manufacturing firms

<i>If interest coverage ratio is</i>			
<i>></i>	<i>? to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
-100000	0,199999	D	15,00%
0,2	0,649999	C	12,00%
0,65	0,799999	CC	10,00%
0,8	1,249999	CCC	8,50%
1,25	1,499999	B-	5,50%
1,5	1,749999	B	5,25%
1,75	1,999999	B+	4,25%
2	2,249999	BB	4,00%
2,25	2,499999	BB+	3,50%
2,5	2,999999	BBB	2,00%
3	4,249999	A-	1,50%
4,25	5,499999	A	1,25%
5,5	6,499999	A+	1,00%
6,5	8,499999	AA	0,75%
8,50	100000	AAA	0,50%