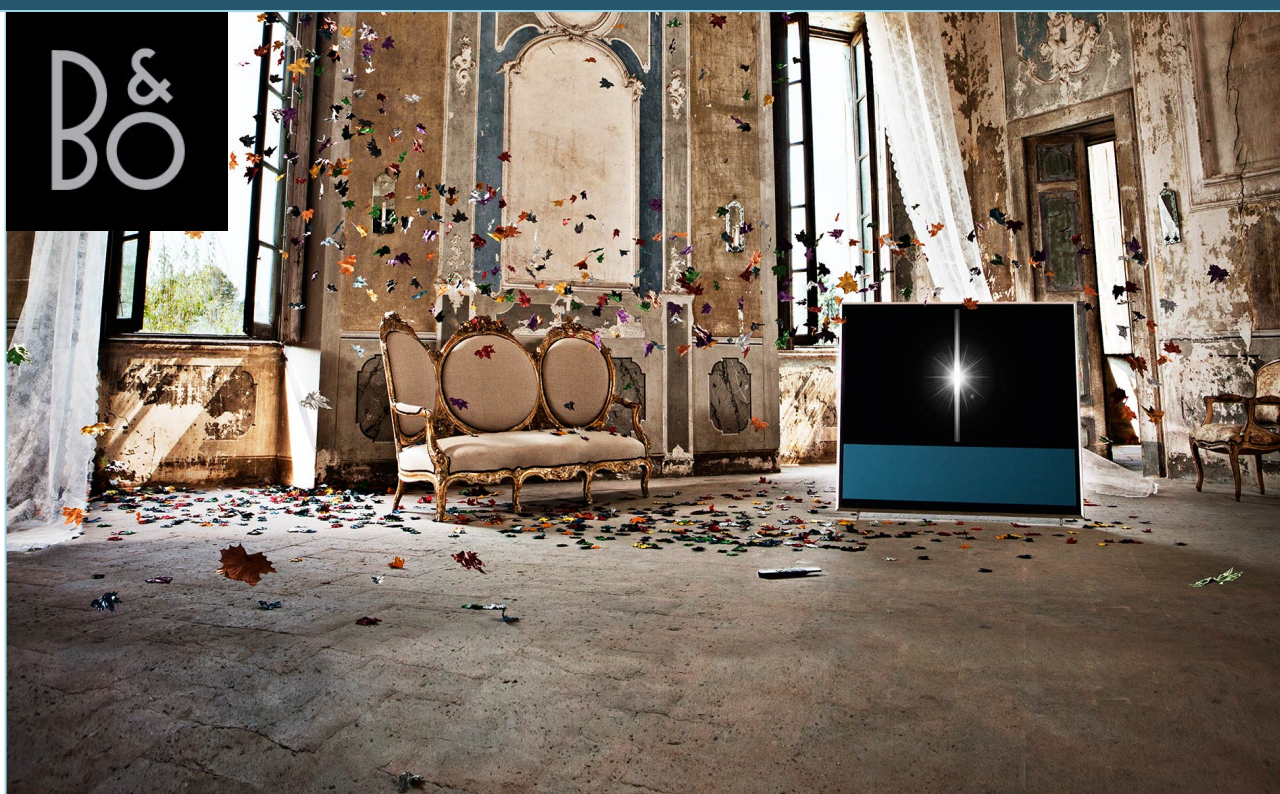


Kandidatafhandling

Cand.merc. Finansiering og Regnskab

Copenhagen Business School 2013

Værdiansættelse af Bang & Olufsen A/S



Udarbejdet af:

Bárður við Skipá
310886-XXXX

Rasmus Schjødt
070587-XXXX

Vejleder:

Jon Skjernov

Afleveret:

1. august 2013

Indhold:

Antal sider:	118
Antal anslag:	216.349
Antal bilag:	19

Executive Summary

The main objective of this Master's thesis is to estimate the market value of Bang & Olufsen A/S (B&O) based on a DCF valuation and to determine whether the share is attractive for current and potential investors.

The DCF valuation is based on budget assumptions deriving from strategic and financial analysis. This method is supported by a relative valuation based on market multiples of comparable companies.

The strategic analysis leads to the conclusions that B&O is facing crucial challenges regarding their product line within the AV business area. B&O's role as a technological follower in the industry and the rapid development in the video segment leads to the importance of a shortened time-to-market if the AV revenue is to be restored. To strengthen the company's position in the market, a key element in the new strategy is to shift the R&D-focus towards sound, acoustics, and manufacturing of materials. Furthermore, an expansion towards the BRIC-countries and a downgrade in the European market is seen as an important goal to achieve higher sales and margins.

B&O Play and Automotive are, on the other hand, growing business areas. The strategic partnerships with distributors of luxury goods and car manufacturers, respectively, are a foundation for a continued increase in revenue in the long run. The forecast assumptions rely on the success of these business areas.

The forecast estimates a short-term decrease in the EBITDA margin, while the revenue is expected to increase each year due to large growth in B&O Play and Automotive. It is estimated that the revenue will reach close to DKK 5 billion in 2016/17 – compared to the management's expectations of DKK 8-10 billion. This questions the reliability of the proposed strategy.

The valuation based on the DCF model and the scenario analysis estimates the weighted market value of equity to DKK 2,622.2 million per 31 January 2013 – corresponding to DKK 66.8 per share. This implies that the estimated stock price is 3.6 percent above the listed price.

The sensitivity analysis illustrates that the DCF model is highly dependent of the underlying inputs, especially regarding the terminal value. Thus, a price interval is estimated from plausible input values to a share value ranging from DKK 55.0 to DKK 83.0.

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDNING	7
1.1	PROBLEMFORMULERING.....	8
1.1.1	STRATEGISK ANALYSE	8
1.1.2	REGNSKABSANALYSE.....	8
1.1.3	BUDGETTERING.....	8
1.1.4	VÆRDIANSÆTTELSE	8
1.2	AFGRÆNSNING	8
1.3	METODEVALG	9
1.4	KILDEKRITIK	12
2	VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE.....	12
2.1	HISTORIE	12
2.2	KONCERNSTRUKTUR	13
2.3	EJERFORHOLD	14
2.4	PRODUKTION.....	15
2.5	PRODUKTPORTEFØLJE	15
2.5.1	AV	16
2.5.2	B&O PLAY	17
2.5.3	AUTOMOTIVE.....	17
2.5.4	ICEPOWER.....	17
2.5.5	FÆLLES.....	18
2.6	STRATEGI OG VISIONER.....	19
3	STRATEGISK ANALYSE	21
3.1	MARKEDSBESKRIVELSE.....	21
3.2	FORRETNINGSOMRÅDER	24
3.2.1	AV	24
3.2.2	B&O PLAY	26
3.2.3	DISTRIBUTION – B2C.....	27
3.2.4	AUTOMOTIVE.....	31
3.3	PORTERS GENERISKE STRATEGIER	36
3.4	PORTERS FIVE FORCES	38
3.4.1	ADGANGSBARRIERER.....	39
3.4.2	KUNDERNES FORHANDLINGSMAGT.....	40
3.4.3	SUBSTITUERENDE PRODUKTER	41
3.4.4	LEVERANDØRERNES FORHANDLINGSMAGT.....	43
3.4.5	KONKURRENCEINTENSITETEN I BRANCHEN	43
3.5	PEST	44
3.5.1	POLITISKE FAKTORER.....	45
3.5.2	ØKONOMISKE FAKTORER	45

3.5.3	SOCIALE FAKTORER	47
3.5.4	TEKNOLOGISKE FAKTORER.....	49
3.6	FORRETNINGSOMRÅDERNES LIVSCYKLUS.....	50
3.6.1	BCG-MODELLEN.....	50
3.6.1.1	QUESTION MARK	50
3.6.1.2	STAR.....	51
3.6.1.3	CASH COW.....	52
3.6.2	PLC-KURVEN.....	53
3.7	STATUS PÅ STRATEGIEN	54
3.8	SWOT (DELKONKLUSION).....	57
4	REGNSKABSANALYSE	60
4.1	REGNSKABSGENNEMGANG.....	60
4.1.1	REVISIONSPÅTEGNINGER.....	60
4.1.2	REGNSKABSPRAKSIS	61
4.1.3	GENNEMGANG AF REGNSKABSNOTER – TRANSITORISKE POSTER.....	62
4.2	REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN	63
4.3	REFORMULERING AF BALANCEN.....	64
4.4	RENTABILITETSANALYSE	68
4.4.1	DUPONT-MODELLEN – NIVEAU 2.....	69
4.4.1.1	OVERSKUDSGRAD (OG).....	69
4.4.1.2	AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED (AOH)	70
4.4.2	DUPONT-MODELLEN – NIVEAU 1.....	71
4.4.2.1	AFKASTNINGSGRADEN (ROIC).....	71
4.4.2.2	FINANSIEL GEARING (FGEAR)	72
4.4.2.3	SPREAD	72
4.4.3	EGENKAPITALFORRENTNINGEN	73
4.5	DELKONKLUSION	73
5	BUDGETTERING.....	74
5.1	BUDGETTERINGSMETODE.....	74
5.1.1	PRODUKTGRUPPER	75
5.1.2	VIRKSOMHEDER.....	76
5.1.3	FORRETNINGSOMRÅDER.....	76
5.1.4	GEOGRAFI.....	76
5.1.5	VALG AF BUDGETTERINGSMETODE.....	77
5.2	BUDGETPERIODENS LÆNGDE	78
5.3	BUDGETFORUDSÆTNINGER.....	79
5.3.1	BUDGETTERING AF OMSÆTNINGEN.....	79
5.3.1.1	AV	79
5.3.1.2	B&O PLAY	81
5.3.1.3	AUTOMOTIVE.....	84
5.3.1.4	ICEPOWER.....	86

5.3.1.5	SAMLET	87
5.3.2	BUDGETTERING AF OMKOSTNINGER	88
5.3.3	BUDGETTERING AF BALANCEPOSTER	90
5.4	SCENARIER	92
5.4.1	WORST CASE	92
5.4.2	BEST CASE	93
6	VÆRDIANSÆTTELSE	94
6.1	VÆRDIANSÆTTELSE VIA DCF-MODELLEN	94
6.1.1	ESTIMERING AF WACC	95
6.1.1.1	KAPITALSTRUKTUR	96
6.1.1.2	EJERNES AFKASTKRAV	97
6.1.1.3	LÅNGIVERNES AFKASTKRAV	101
6.1.1.4	BEREGNING AF WACC	104
6.1.2	KRITIK AF CAPM	104
6.1.3	ESTIMERING AF G	104
6.1.4	VÆRDIBEREGNING UD FRA DCF-MODELLEN	106
6.1.4.1	MARKEDSVÆRDIEN VED WORST OG BEST CASE	107
6.1.4.2	VÆGTET PRIS	107
6.2	FØLSOMHEDSANALYSE	107
6.3	PRISINTERVAL	110
6.4	VÆRDIANSÆTTELSE VIA MULTIPLER	111
7	KONKLUSION	114
8	PERSPEKTIVERING	117
9	LITTERATURLISTE	119
10	BILAGSLISTE	120
	SLUTNOTER	142

Liste over figurer

FIGUR 2-1: KONCERNSTRUKTUR	13
FIGUR 2-2: OVERSIGT OVER PRODUKTGRUPPER	18
FIGUR 3-1: UDVIKLINGEN I AV-MARKEDET I 2011-PRISER	22
FIGUR 3-2: UDVIKLING I AUTOMOTIVE-MARKEDET	23
FIGUR 3-3: GNS. ÅRLIG REALVÆKST I BNP, 2011 - 2020.....	46
FIGUR 3-4: FORBRUGERADFÆRD	47
FIGUR 3-5: BCG-MODELLEN.....	50
FIGUR 3-6: PLC-KURVEN	54
FIGUR 4-1: DEN UDVIDEDE DUpONT-MODEL	69
FIGUR 5-1: BUDGETTERINGSMULIGHEDER.....	75
FIGUR 6-1: PRISINTERVAL.....	111

Liste over tabeller

TABEL 2-1: B&Os EJERFORHOLD.....	14
TABEL 2-2: FORRETNINGSOMRÅDERNES OMSÆTNING.....	18
TABEL 2-3: FORRETNINGSOMRÅDERNES BRUTTOAVANCE	19
TABEL 3-1: GENNEMSITLIG ÅRLIG VÆKSTRATE FORDELT PÅ PRODUKTKATEGORIER.....	23
TABEL 3-2: GENNEMSITLIG ÅRLIG VÆKSTRATE FORDELT PÅ VERDENSDEL OG PRODUKTKATEGORI	24
TABEL 3-3: TV PRODUKTLINJE	25
TABEL 3-4: EGET DISTRIBUTIONSNET	28
TABEL 3-5: HISTORISK DISTRIBUTIONSUDVIKLING.....	28
TABEL 3-6: GENNEMSITLIGT SALG PR. BUTIK.....	29
TABEL 3-7: B&Os PENETRERING AF BRANDS.....	33
TABEL 3-8: AUTOMOTIVE SALG OG AFTAGERRATE.....	34
TABEL 3-9: ÆNDRING I BILSALG	36
TABEL 3-10: PORTERS GENERISKE STRATEGIER – B2C.....	37
TABEL 3-11: PORTERS GENERISKE STRATEGIER - B2B	38
TABEL 3-12: OMSÆTNING OG MARKEDSANDELE I AV FOR B&O OG LOEWE	52
TABEL 3-13: STATUS PÅ "LEANER, FASTER, STRONGER"	56
TABEL 3-14: SWOT-ANALYSE.....	59
TABEL 4-1: ANALYTISK RESULTATOPGØRELSE.....	64
TABEL 4-2: ANALYTISK BALANCE, DRIFT	67
TABEL 4-3: ANALYTISK BALANCE, FINANSIERING	68
TABEL 4-4: DEKOMPONERING AF OVERSKUDSGRADEN	70

TABEL 4-5: DEKOMPONERING AF AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED	71
TABEL 4-6: DEKOMPONERING AF ROIC	71
TABEL 4-7: DEKOMPONERING AF FGEAR	72
TABEL 4-8: DEKOMPONERING AF SPREAD	73
TABEL 4-9: DEKOMPONERING AF EGENKAPITALFORRENTNINGEN	73
TABEL 5-1: OMSÆTNINGSBUDGET AV	81
TABEL 5-2: OMSÆTNINGSBUDGET B&O PLAY	84
TABEL 5-3: OMSÆTNINGSBUDGET AUTOMOTIVE.....	86
TABEL 5-4: OMSÆTNINGSBUDGET ICEPOWER.....	87
TABEL 5-5: BUDGETTERING AF NETTOOMSÆTNING	88
TABEL 5-6: BUDGETTERING AF OMKOSTNINGER.....	90
TABEL 5-7: BUDGETTERING AF DRIFTSRELATEREDE BALANCEPOSTER.....	92
TABEL 6-1: HISTORISK KAPITALSTRUKTUR (MARKEDSVÆRDIER)	96
TABEL 6-2: RISIKO OG BETA.....	100
TABEL 6-3: STANDARD & POORS KREDITRATING AF INDUSTRIER	103
TABEL 6-4: KREDITVURDERING AF B&O.....	103
TABEL 6-5: RISIKOTILLÆG VED KREDITRATINGS	104
TABEL 6-6: DCF-MODELLEN	106
TABEL 6-7: VÆGTET PRIS.....	107
TABEL 6-8: SPÆNDET FOR WACC	108
TABEL 6-9: B&Os VÆRDI VED ÆNDRINGER I WACC OG VÆKST.....	109
TABEL 6-10: B&Os VÆRDI VED ÆNDRINGER I EBITDA OG AFSKRIVNINGER	110
TABEL 6-11: PEER-ANALYSE	112

Individualisering

Hele opgaven er udarbejdet i fællesskab, hvorfor begge forfattere skal bedømmes ligeligt.

1 Indledning

Bang & Olufsen A/S (herefter B&O) bliver anset som en af Danmarks førende virksomheder indenfor kvalitet og eksklusivt design. Efter en lang periode med højkonjunktur og stigende omsætning, blev B&O som mange andre virksomheder ramt af finanskrisen. Dette medførte faldende marginer og negative resultater i 2008/09 og 2009/10.

Karl Kristian Hvidt Nielsen blev ansat som CEO i 2008, hvor hans primære opgave var at få B&O på ret kurs. Dette skete igennem ”Pole Position”-strategien, som havde til formål at trimme virksomheden. Allerede et år efter indførelsen af strategien bar den frugt, og B&O gik fra et resultat efter skat på -383 mio. kr. i 2008/09 til -33 mio. kr. i 2009/10. Som led i turnaround-processen blev Hvidt Nielsen afløst af Tue Mantoni i marts 2011.

Mantoni fremlagde i august 2011 strategien, ”Leaner, Faster, Stronger”, hvis fokus er at føre kernerdriften videre og sørge for at udnytte B&Os fulde potentiale. Dette skal ske gennem en øget omsætningsvækst, sådan at omsætningen når et niveau svarende til 8-10 mia. kr. inden strategiperiodens udløb, samt en øget kundetilgang.

På trods af at omsætningen har været stigende siden 2008/09, har B&O oplevet, at konkurrencen indenfor kvalitet og design på audio/video-produkter er intensiveret, da Samsung og andre store elektronikkoncerner har fået mere fokus på disse parametre. Det stiller B&O overfor strategiske udfordringer, som skal overkommes, for at de kan nå deres fulde potentiale og forblive i toppen af high-end nichemarkedet.

Motivationen for at udarbejde en afhandling om B&O bygger på interessen for at finde ud af, hvorvidt den nye strategi, ”Leaner, Faster, Stronger”, har haft den ønskede indvirkning på B&Os udvikling, samt hvorvidt aktiekursen afspejler virksomhedens sande potentiale.

1.1 Problemformulering

Formålet med afhandlingen er at værdiansætte B&O. Værdiansættelsen skal gennemføres for at besvare følgende problemformulering:

Hvad estimeres værdien af Bang & Olufsen A/S til pr. 31. januar 2013?

Endvidere skal afhandlingen medvirke til at skildre attraktiviteten af B&O-aktien for nye og eksisterende investorer og derved give en indikation af, hvorvidt investorer bør købe, holde eller sælge aktien.

Til at besvare ovenstående problemformulering opstilles der følgende underspørgsmål i hver delanalyse.

1.1.1 Strategisk analyse

- *Hvad er B&Os position i forhold til konkurrenterne?*
- *Hvilke strategiske tiltag vil B&O benytte for at styrke deres position i markedet?*
- *Hvad er B&Os væsentligste styrker og svagheder?*

1.1.2 Regnskabsanalyse

- *Hvorledes har B&Os rentabilitet og indtjeningsevne udviklet sig i analyseperioden?*

1.1.3 Budgettering

- *Hvilke vækstrater er rimelige at estimere ud fra de foretagne analyser?*

1.1.4 Værdiansættelse

- *Hvad vil være en passende kapitalomkostning for B&O?*
- *Hvad skal den langsigtede vækst, g, estimeres til?*
- *Hvad estimeres værdien af B&O til på baggrund af DCF-modellen, og hvorledes påvirkes værdien ved inddragelse af scenarier og en følsomhedsanalyse?*

1.2 Afgrænsning

Dataindsamlingen afgrænses til og med 31. januar 2013, da halvårsrapporten 2012/13 ønskes medtaget i vurderingen. Artikler mm. publiceret efter denne dato medtages som udgangspunkt

ikke, medmindre de omhandler begivenheder, der er forekommet inden 31. januar 2013, og har relevans for analysen. Årsrapporter foreligger til og med 2011/12. Værdiansættelsen af virksomheden skal ske på skæringsdatoen 31. januar 2013.

Analysen baseres på kvartals-, halv- og helårsrapporter indhentet fra B&Os hjemmeside samt anden offentlig tilgængelig information. Der er ikke taget kontakt til B&O.

Læseren forventes at have en overordnet forståelse for de økonomiske modeller, der bliver behandlet i afhandlingen. Modellerne vil blive beskrevet kort i forbindelse med anvendelsen.

Analysen afgrænses til at omfatte B&O-koncernen som helhed. Som datagrundlag anvendes derfor koncernregnskabet. Årsrapporter for moderselskabet og datterselskaber vil ikke blive inddraget.

Der skal i afhandlingen udarbejdes et budget for de kommende 10 år, der leder ind i terminalperioden. Argumentationen fremgår af afsnit 5.2.

Som primær værdiansættelsesmodel anvendes DCF-modellen. Derudover indgår der en multipelanalyse, der sammenholdes med den primære model og vil fungere som et validitetscheck.

Det er vanskeligt at udvælge en peer group, der opfylder samtlige krav til sammenlignelighed, hvorfor der udvælges konkurrenter indenfor samme branche, som tilnærmelsesvis er sammenlignelige med B&O.

Virksomheden værdiansættes derudover som going concern og stand-alone, og der tages derved ikke højde for eventuelle synergier.

1.3 Metodevalg

Der skal her gives et overblik over opbygningen i afhandlingen, og derefter skal metoderne, der lægges til grund for opgaven, gennemgås.

Til at besvare den opstillede problemformulering anses den dokumentariske metode som den mest velegnede, da datagrundlaget bygger på offentlig tilgængelig information. Metodevalget bevirker, at der tages en normativ og eksplorativ indgangsvinkel i afhandlingen, hvilket giver anledning til en dybere behandling af problemstillingen. Dette leder til anvendelsen af deduktive

slutninger, hvilket vil sige, at der tages udgangspunkt i generelle teorier til at analysere de specifikke virksomhedsforhold.¹

For at kunne udarbejde en retvisende værdiansættelse kræves det, at der foretages en fundamentalanalyse, der inddrager væsentlige strategiske og finansielle forhold. Endvidere skal værdiansættelsen underbygges af et retvisende budget samt en korrekt metodeanvendelse. Dette forudsætter en forståelse for og vurdering af strategiske og finansielle value drivere, der har en indvirkning på virksomhedens drift og position. Ovennævnte faktorer danner grundlaget for afhandlingens struktur, illustreret i Bilag 1.

Afhandlingen indledes med en virksomhedsbeskrivelse, der sætter rammerne for den strategiske analyse af branchen, markedet og virksomheden.

I opgavens tredje kapitel skal der foretages en strategisk analyse for at analysere de faktorer, der har en indvirkning på virksomhedens vækst- og indtjeningspotentiale. Her struktureres analysen vha. en markedsbeskrivelse, en kritisk gennemgang af forretningsområdernes udfordringer og en status på strategien. Endvidere vil der indgå følgende afsætningsøkonomiske modeller:

- Porters generiske strategier, der viser B&Os og deres konkurrenters strategiske position på markedet.
- Porters Five Forces, der giver en analyse af virksomhedens konkurrencemæssige forhold sat op imod fem markeds kræfter.
- PEST-modellen, der analyserer, hvilke omverdensmæssige faktorer der har en indvirkning på virksomhedens muligheder og trusler.
- BCG-matricen samt PLC-kurven, der analyserer virksomhedens forretningsområder i forhold til markedspotentiale og livscyklus.
- SWOT-modellen, der på baggrund af ovenstående modeller belyser virksomhedens styrker og svagheder samt muligheder og trusler.

På trods af de ovenstående modellers kendte svagheder anvendes disse, da modellerne anses som de bedste redskaber til at kortlægge de væsentligste ikke-finansielle drivere for virksomhedens strategiske udvikling.

Kapitel 4 indeholder en regnskabsanalyse, hvis formål er at analysere B&Os økonomiske udvikling samt at identificere finansielle value drivere. Her analyseres trends for væsentlige

nøgletal for at belyse rentabiliteten. Endvidere skal der i regnskaberne tages højde for anvendt regnskabspraksis, transitoriske poster og håndtering af regnskabsposter, samt at der ses på revisionspåtegninger. Der skal foretages reformuleringer af resultatopgørelsen og balancen til analysebrug. Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-model. Regnskabsanalysen baseres på koncernregnskaberne for 2007/08 – 2011/12.

I kapitel 5 udarbejdes der et budget på baggrund af konklusionerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Budgettet opstilles for regnskabsårene 2012/13 – 2021/22 med en terminalperiode, der indledes i 2022/23. Cash flowet i budgetperioden er grundlaget for værdiansættelsen. Da budgettet er forbundet med visse usikkerheder i forhold til den fremtidige udvikling, vil der udarbejdes en scenarieanalyse, hvor der vil indgå worst, base og best case scenarier. Scenarieanalysen er medvirkende til at give en mere retvisende værdiansættelse og vil skabe et overblik over investeringens mulige udfald.

I opgavens 6. kapitel foretages selve værdiansættelsen. Der skal tages udgangspunkt i følgende modeller:

- Kapitalværdibaseret værdiansættelse med udgangspunkt i Discounted Cash Flow Model (herefter DCF-modellen)
- Relativ værdiansættelse baseret på multiplerne:
 - EV/Omsætning
 - EV/EBITDA
 - M/B

DCF-modellen er den mest udbredte og anvendte model af analytikere. Der er dog visse usikkerheder, da analysearbejdet bag modellen er stort. I DCF-modellen skal de fremtidige cash flows tilbagediskonteres til 31. januar 2013. Markedsværdien findes ved en vægtning af henholdsvis worst, base og best case. Værdiansættelsen suppleres med en følsomhedsanalyse, der skal vurdere holdbarheden i resultaterne, da små ændringer i forudsætningerne kan resultere i udsving i den fundne værdi. Følsomhedsanalysen bliver derudover anvendt til at fastsætte et prisinterval for B&O-aktien. Multipelanalysen inddrages for at validere DCF-modellen.

Afslutningsvis skal der gives en konklusion på afhandlingens problemformulering, efterfulgt af en perspektivering, som belyser konsekvenser af begivenheder, der er forekommet efter skæringstidspunktet 31. januar 2013.

1.4 Kildekritik

Afhandlingen er udarbejdet på baggrund af diverse primære og sekundære kilder. De primære datakilder udgøres af årsrapporter samt andre oplysninger fra B&Os hjemmeside. Materialerne vurderes retvisende, da årsrapporterne er underlagt revisionspligt. Dog kan der forventes en grad af subjektivitet, grundet at B&O udarbejder materialet selv og kan have incitament til at undlade visse negative faktorer.

De sekundære datakilder baseres på diverse databaser, såsom Bloomberg, Global Market Information Database, Damodaran, Bisnode Kredit, Statistikbanken mv. Ovenstående kilder vurderes at have en høj grad af objektivitet og anses som uafhængige. Endvidere ses disse databaser som værende troværdige, hvilket bekræfter validiteten. De øvrige kilder er artikler, internetsider og faglitteratur. De digitale kilder stammer fra medier, som vurderes at have en høj grad af troværdighed, hvilket bl.a. dækker over Børsen, DI og Ingeniøren.

I afhandlingen er der desuden anvendt modeller og teorier, der stammer fra studiets lærebøger, der er udarbejdet af internationalt anerkendte forfattere. Dette medvirker til en høj validitet.

Til sidst er der refereret til internetsider, som ikke i samme omfang som ovenstående kan betragtes som valide. Dog anvendes disse kun som supplement og mindsker derfor ikke den samlede validitet.

2 Virksomhedsbeskrivelse

Dette afsnit indeholder en generel beskrivelse af Bang & Olufsen A/S. Dette er medvirkende til at give et indblik i virksomheden og dens aktiviteter, som har betydning for analysens objektivitet og den kritiske tilgang. Disse elementer vil indgå i den strategiske analyse.

2.1 Historie

Ingeniørerne Peter Bang og Svend Olufsen startede en lille produktion af radioapparater i 1925 på loftet i Olufsens hus, Quistrup, hvor familien stadig bor. Bang & Olufsen A/S blev officielt etableret samme år. Deres første kommercielle produkt var Eliminatoren, som var banebrydende i den forstand, at den kunne sættes direkte til stikkontakten. Dette produkt dannede fundamentet for B&O og resulterede i, at de åbnede et produktionsanlæg i Struer i 1927 med fokus på

højtalere, forstærkere og radioapparater.² Motivationen for skabelsen af disse produkter var, at lyd skulle gengives nøjagtigt, som kunstneren ønskede det.

Under anden verdenskrig blev B&Os fabrik bombet, hvilket nedlagde arbejdet i et år, indtil fabrikken blev genopbygget. Hele deres produktionsapparat blev udskiftet, hvilket skabte nye muligheder for B&O.

Efter 25 år med produktion af lydanlæg lancerede B&O i 1952 sit første fjernsyn, ”Trillebøren”, som byggede på mantraet om at genskabe kreative menneskers arbejde mere præcist end nogensinde før.³ 15 år senere blev deres første farvefjernsyn, Beovision 3000 colour, introduceret.

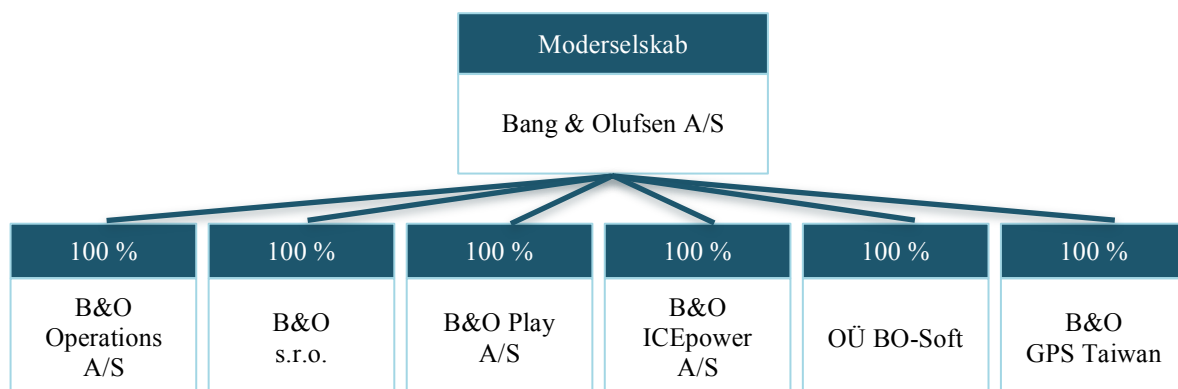
Op igennem 1960’erne og 1970’erne blev konkurrencen indenfor elektronik skærpet, da udenlandske spillere entrerede det danske marked. Dette medførte en strategiændring i B&O. Hvor flere af deres konkurrenter indledte priskrig, valgte B&O at differentiere sig på parametrene kvalitet, funktionalitet og design. Denne differentieringsstrategi har været en del af B&Os identitet indtil nu.

I dag er B&O indbegrebet af high-end produkter og løsninger til hjemmet samt til hotelbranchen og bilindustrien. De anses i branchen som værende et af de ypperste brands indenfor kvalitet og design. B&Os produktserier vil blive gennemgået under afsnit 2.5.

2.2 Koncernstruktur

B&O-koncernen er sammensat af moderselskabet Bang & Olufsen A/S samt 6 direkte ejede datterselskaber. B&Os koncernstruktur og ejerandele er vist i Figur 2-1 nedenfor.

Figur 2-1: Koncernstruktur



Kilde: B&O Årsrapport 2011/12, side 105. Egen tilvirkning.

Datterselskaberne kan opdeles i brand-understøttet og brand-uafhængig forretning.

Den brand-understøttede forretning omhandler udvikling, produktion, salg og markedsføring af AV-produkter, herunder lyd- og billedløsninger til hjemmet samt til B2B-markeder som hoteller og bilindustrien.

Den brand-uafhængige forretning består af udvikling, produktion og salg af kompakte digitale forstærkerenheder til high-end AV-produkter og mobiltelefoner og er udelukkende drevet af datterselskabet B&O ICEpower A/S.

B&O Operations A/S varetager indkøb, produktion og logistik for koncernen samt salg af AV-produkter. B&O s.r.o. varetager produktion og udvikling af dele af koncernens audioprodukter. B&O Play A/S varetager markedsføring og salg af produkter indenfor det nye brand, som retter sig mod den digitale generation. B&O ICEpower A/S udvikler, producerer og markedsfører produkter baseret på højeffektive forstærkerteknologier. OÜ BO-Soft varetager softwareudvikling, og B&O GPS Taiwan er et sourcing-selskab.⁴

Ovenstående datterselskaber er konsoliderede i koncernregnskabet, hvorfor de vil blive medtaget i værdiansættelsen.

2.3 Ejerforhold

B&O er et børsnoteret aktieselskab og handles på NASDAQ OMX i København. Selskabet har kun en aktieklasse, og antallet af udstedte aktier pr. 31. januar 2013 er 39.270.435. Aktiebeholdningen for B&Os største aktionærer er vist nedenfor i Tabel 2-1.

Tabel 2-1: B&Os ejerforhold

	Aktiebeholdning	Andel
Delta Lloyd Asset Management	6.201.154	15,79%
Arbejdsmarkedets Tillægspension	3.905.922	9,95%
Sparkle Roll	2.404.186	6,12%
Færchfonden	1.848.000	4,71%
Nordea Invest	1.820.185	4,64%
A Capital Bravo Holding	622.235	1,58%
Egne akier	42.560	0,11%
Direktionens andel	79.540	0,20%
Bestyrelsens andel	92.833	0,24%
Antal udestående aktier	39.270.435	

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, er ejerskabet i B&O spredt, hvilket vil sige, at der ikke er nogen aktionær med bestemmende indflydelse.

2.4 Produktion

B&Os produktion af standard elektronikkomponenter til AV-segmentet er blevet outsourcet, og størstedelen af halvfabrikata og delkomponenter indkøbes hos forskellige leverandører. Komponenterne dækker over standardiserede og specialdesignede dele og indbefatter højtalereenheder, forstærkere, paneler og tunere.

B&O producerer dog visse komponenter selv, som udspringer af mange års forskning og udvikling, herunder bearbejdning, indfarvning og overfladebehandling af aluminium. Til den fysiske udformning af produkterne indkøbes diverse mekaniske overfladeemner, metalemner, plastemner og ledninger mm., som behandles og bearbejdes i produktionen.

Montage og samling af produkterne sker i B&Os egne produktionsfaciliteter i Tjekkiet og Struer. Der tilstræbes at bruge komponenter af den højeste kvalitet og anvende de bedste materialer, som er i tråd med den overordnede filosofi om at levere state of the art produkter.

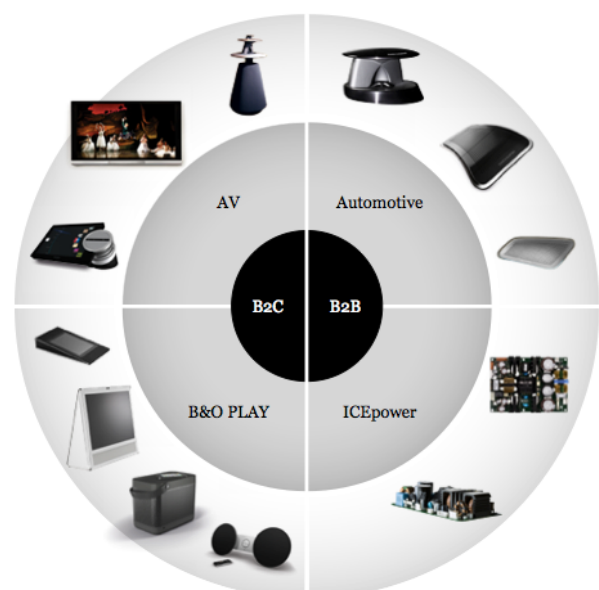
B&Os egenudviklede teknologi og software indgår i produkterne, herunder lyd og billedbehandling samt brugervenligheden i betjening og interface. Disse parametre er stærkt medvirkende til at differentiere B&Os produkter fra deres direkte konkurrenter.

B&Os produktions- og udviklingsafdeling har en ISO 9001-certificering, som er under fornyelse. Endvidere er produktionen indenfor Automotive certificeret efter ISO/TS 16949, der er en kvalitetsstandard i bilindustrien.⁵

2.5 Produktportefølje

B&O opererer på både B2C- og B2B-markedet.

B2C-markedet består af AV samt B&O Play. AV breder sig over produkter indenfor audio og video og bliver på verdensplan solgt i over 850 butikker, fordelt på henholdsvis dedikerede B1-butikker og shop-in-shops.⁶ B&O Play er deres nyeste



produktserie og leverer high-end AV-anlæg, bl.a. trådløse musiksystemer, til den digitale generation. B&O Play bliver som den eneste produktserie solgt direkte gennem egen webshop – dog også gennem de andre kanaler i distributionsnettet.

B2B-markedet består af Automotive og ICEpower. Automotive leverer eksklusive lydsystemer til bilindustrien og bliver installeret i nogle af bilmodellerne fra Mercedes, BMW, Aston Martin og Audi. ICEpower udvikler kompakte digitale forstærkerenheder, der anvendes i B&Os egne produkter og bliver endvidere anvendt af andre i elektronikbranchen. Disse komponenter bliver bl.a. brugt i Samsung mobiltelefoner.⁷

Nedenfor fremgår en detaljeret beskrivelse af forretningsområderne.

2.5.1 AV

B&Os kernekompetence er lyd og breder sig over en kombination af flere videnområder, der dækker over elektroakustik, psykoakustik, basalakustik, signalbehandling og meget effektive forstærkere. Udviklingsafdelingen har højkvalitets målefaciliteter, som dækker over et stort målerum til akustiske frifeltsmålinger, specielle faciliteter til udvikling af lyd i biler og flere lyttestuer. Til at vurdere lydkvaliteten af deres produkter arbejder B&O med et trænet lyttepanel.⁸ Yderligere har B&O etableret et Sound & Acoustics Innovation Team, som skal være med til at sikre, at der bliver draget fordel af virksomhedens unikke kompetencer og markedsposition på akustikområdet.⁹

Lydområdet dækker over produktgrupperne BeoSound, Playmaker, BeoLab, BeoVox, høretelefoner og telefoner, jf. Figur 2-2 nedenfor.

B&Os kompetencer indenfor video bygger på en basal viden om menneskets opfattelse af billedkvalitet, anvendelse af tv-skærme, videosignalbehandling samt optimering af hele det optiske system fra skærmen til øjet. Til at vurdere kvaliteten af billedet anvendes et trænet kiggepanel. Der anvendes kun komponenter af højeste kvalitet i B&Os videoprodukter.

Det omfattende arbejde indenfor billedudvikling har tilført B&O know-how, der har ført til en lang række teknologier i deres produkter, hvoraf mange er patentbeskyttede. Disse teknologier betegnes samlet VisionClear, som forbedrer billedkvalitet på tværs af alle virksomhedens videoprodukter.

Videoområdet dækker over produktgrupperne BeoVision, Beo4, Beo6 og BeoSystem 3, jf. Figur 2-2 nedenfor.

2.5.2 B&O Play

B&O lancerede subbrandet, B&O Play, i januar 2012.¹⁰ B&O Play leverer stand-alone produkter, som bygger på brugervenlighed og simplicitet. Samtlige produkter viderefører B&Os filosofi om at levere state of the art produkter, der samtidig skal være praktiske og lette at integrere.

B&O Play har allerede opnået anerkendelse ved at modtage den prestigefyldte designpris ”Red Dot Award” for produktet Beolit 12 i marts 2012.¹¹

B&O Play omfatter højtalere, tv, iPad-kompatible højtalere samt høretelefoner, jf. Figur 2-2 nedenfor.

2.5.3 Automotive

Automotive har etableret sig med en unik position på markedet for eksklusive lydanlæg til biler igennem samarbejde med high-end bilproducenterne. Dette synes at være strategien til fortsat at udvide markedet, og der arbejdes på at indgå nye samarbejdsaftaler.

B&O har for tredje år i træk udmærket sig med prisen som det bedste lydsystem til biler af magasinet ”auto, motor und sport”.¹²

2.5.4 ICEpower

ICEpower er det eneste brand-uafhængige forretningsområde. ICEpower producerer forstærkere med patenteret teknologi, der gør det muligt for små digitale forstærkere at give en ekstrem høj ydelse med særlig lav varmeafgivelse for at reducere energiforbruget. Forstærkerens betydelige energieffektivitet muliggør mere kompakte konstruktioner, hvilket giver en større designfrihed. Desuden medfører den reducerede varmeudvikling, at de elektroniske komponenters holdbarhed øges.

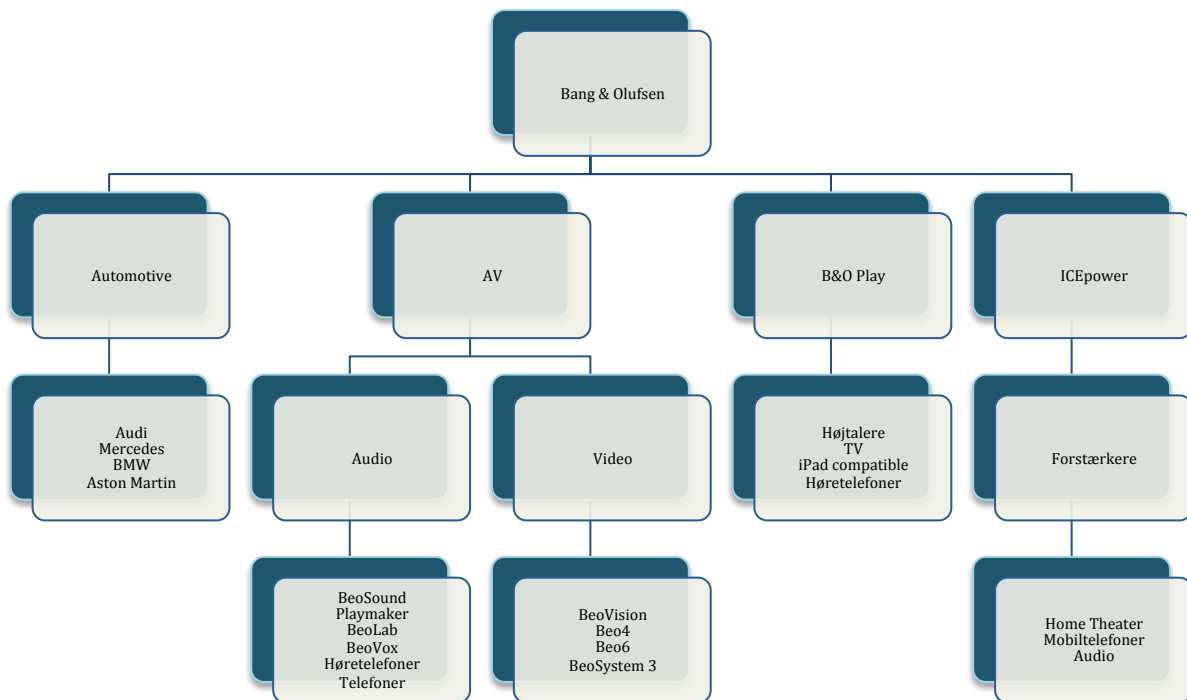
Grundet ICEpower-teknologiens kompakte design, pålidelighed, energibesparelser og lyd kvalitet, er de digitale forstærkermøduler hovedsageligt anvendt i high-end AV-produkter, samt er et centralt element i B&O’s aktive højtalere og lydsystemer til biler.¹³

ICEpower implementeres i produktgrupper som Home Theater, mobiltelefoner og lydsystemer til hjemmet og i biler, jf. Figur 2-2 nedenfor.

2.5.5 Fælles

Fælles for alle B&Os forretningsområder er, at de selv udvikler, producerer og sælger produkterne.

Figur 2-2: Oversigt over produktgrupper



Kilde: www.bang-olufsen.com. Egen tilvirkning.

Forretningsområdernes bidrag til B&Os omsætning er angivet nedenfor i Tabel 2-2.

Tabel 2-2: Forretningsområdernes omsætning

	2008/09		2009/10		2010/11		2011/12	
	mio. kr.	% af oms.	mio. kr.	% af oms.	mio. kr.	% af oms.	mio. kr.	% af oms.
AV	2.539,0	91,0%	2.411,5	87,3%	2.130,5	74,3%	2.043,1	67,9%
Automotive	174,0	6,2%	268,0	9,7%	451,7	15,8%	454,0	15,1%
B&O Play					148,3	5,2%	377,6	12,6%
ICEpower	77,5	2,8%	66,5	2,4%	80,6	2,8%	93,3	3,1%
Nettoomsætning	2.789,5	100,0%	2.761,5	100,0%	2.866,9	100,0%	3.007,7	100,0%

Kilde: B&Os Årsrapporter 2008/09 – 2011/12. Egen tilvirkning.

Som det fremgår af tabellen, kommer langt størstedelen af omsætningen fra AV-segmentet. AV udgør dog en mindre del af B&Os omsætning for hvert år i hele analyseperioden. B&O Play blev lanceret i 2012, hvilket resulterede i, at nogle produkter blev flyttet fra AV til B&O Play,

hvorfor omsætningen for subbrandet også fremgår for 2010/11. Automotive og B&O Play har den største fremgang i omsætningen, mens ICEpower har haft en mindre fremgang over perioden. Nedenfor er vist en oversigt over forretningsområdernes bruttoavance for at give et indblik i indtjeningspotentiallet for hvert forretningsområde.

Tabel 2-3: Forretningsområdernes bruttoavance

	2010/11 Bruttoavance	2011/12 Bruttoavance
AV	41,7%	43,1%
Automotive	31,9%	36,6%
B&O Play	39,7%	27,7%
ICEpower	49,1%	48,3%
Koncern	40,3%	40,4%

Kilde: B&Os Årsrapport 2011/12. Egen tilvirkning.

2.6 Strategi og visioner

B&Os vision er ”at have mod til at overskride grænser for at skabe oplevelser, der overrasker og holder.”¹⁴ Denne vision forudsætter, at B&O har meget fokus på innovation både i udviklingen og i den daglige drift. Derudover er der fokus på udvikling og vedligeholdelse af virksomhedens kernekompetencer.

Den overordnede strategi for B&O er ”at udvikle og markedsføre integrerede audio-video løsninger, som sælges til luksussegmentet gennem et netværk af dedikerede forhandlere over hele verden.”¹⁵

Markedssituationen med lavkonjunktur og faldende indtjening har resulteret i, at B&O har været nødsaget til at kigge indad og revidere deres strategi. Ved Tue Mantonis tiltrædelse som administrerende direktør blev der kort efter lanceret en strategiplan, der fik navnet "Leaner, Faster, Stronger". Strategien har til hensigt, at B&O skal nå deres fulde potentiale indenfor den 5-årige periode 2010/11 – 2015/16. B&O har dog i halvårsregnskabet 2012/13 vurderet, at strategiplanen bør udvides med et år til 2016/17, da transitionsfasen i forbindelse med restrukturering af forhandlernetværket tager ét år mere end forventet.¹⁶ Målsætningen i strategien kræver, at B&O når en omsætning svarende til 8-10 mia. kr. i 2016/17 med en EBIT-margin på 12 %.

Indledende vil B&Os fokus være at genvinde en ledende position indenfor deres kernerdriftsaktiviteter og opbygge en mere effektiv og strømlinet organisation, bl.a. ved at være mere kundeorienteret.

Strategiplanen indeholder 6 væsentlige tiltag, som skal opfyldes for at nå i mål.¹⁷ Disse vil blive beskrevet nedenfor.

1. Øget fokus på lyd og akustik samt styrkelse af forretningsområdet Automotive: B&O skal styrke deres kompetencer på disse områder ved at integrere tekniske teams fra ICE-power i udviklingen samt ved at gøre brug af Automotives akustikteams. Automotive anses som værende den førende indenfor high-end højtalersystemer til bilindustrien, og fokus vil være at skabe værdi for deres samarbejdspartnere og herved styrke relationen til disse. Dette vil ske ved at optimere partnernes car-fi forretning gennem produkter, der er tilpasset deres behov.
2. Lancering af et nyt forretningsområde og udvidelse af distributionen: Forretningsområdet blev etableret i januar 2012 under navnet B&O Play og bygger på B&Os kompetencer og kvalitet. Distributionskanalerne udvides til bl.a. at dække over en webshop og salg gennem fx Apple. B&O Play er udviklet for at tiltrække nye kundesegmenter.
3. Omstrukturering af detail-netværket – øget kundefokus og profitabilitet: B&O skal lukke butikker i modne markeder og åbne butikker i vækstmarkeder. Derudover skal fokus være på at skabe en bedre kundeopfattet værdi gennem support og butiksdesign, der skal fremhæve integrationsmulighederne for AV.
4. Udvidelse af forretningen på BRIK-markeder: B&O skal revidere deres geografiske placering af butikker, foretage en aggressiv vækststrategi i Kina, oprette salgskontor i Shanghai samt overtage kontrollen af aktiviteterne i Hong Kong og det sydlige Kina.
5. Skabe et bedre samarbejde til partnere indenfor AV-udvikling og indkøb: B&O skal være bedre til at udnytte eksterne ressourcer for at øge effektiviteten i produktudviklingen og fremadrettet være i stand til at kunne lancere flere anerkendte produkter.
6. Virksomheden skal trimmes og gøres mere adræt på det globale plan: I et marked under løbende forandring er det vigtigt at kunne omstille sig og respondere på disse stimuli. Dette tilstræber B&O gennem en fladere organisationsstruktur samt en mere trimmet organisation. Endvidere skal disse tiltag være medvirkende til investering i vækstområder som er i henhold til strategien ”Leaner, Faster, Stronger”.

3 Strategisk analyse

Den strategiske analyse indledes med en beskrivelse af markedet, hvorpå B&O opererer. Her skal der gives et billede af de geografiske markeders størrelse, den historiske udvikling samt estimater på udviklingen i fremtiden. Der skal foretages en kritisk gennemgang af forretningsområdernes udfordringer, og B&O og deres konkurrenter vil blive analyseret vha. Michael Porters generiske strategier.

Branchen vil herefter blive analyseret vha. Porters konkurrencemodel, Five Forces. Gennem modellen skal der redegøres for, hvordan konkurrencen i denne branche påvirkes af de fem eksterne faktorer. Formålet hermed er at udvikle en bred forståelse af branchen, som B&O opererer i.

Efterfølgende skal der foretages en omverdensanalyse af de fire makroøkonomiske faktorer, der har en indvirkning på virksomhedens muligheder, i en PEST-analyse. Efter de eksterne analyser er foretaget, skal de interne forhold også belyses. Her vil BCG-matricen og PLC-kurven blive benyttet.

Inden alle strategiske slutninger opsamles i en SWOT-analyse, skal der udarbejdes en status på strategien for at få et overblik over, om de opfylder deres ”must-win battles” til tiden, samt hvorvidt der ses en mulighed for opnåelse af deres fulde potentiale.

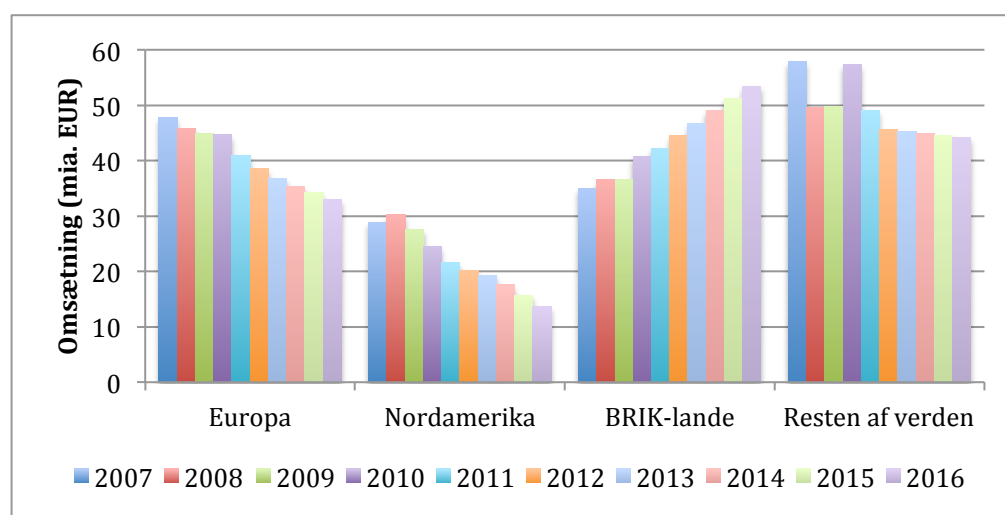
3.1 Markedsbeskrivelse

I dette afsnit beskrives, hvilke markeder B&O befinder sig på. Afsnittet vil blive inddelt i en beskrivelse af henholdsvis AV, der også inkluderer B&O Play, samt Automotive. ICEpower undlades, da forretningsområdet udgør en relativt lille andel af B&Os samlede omsætning, svarende til ca. 3 %, og vurderes at afhænge af de andre forretningsområders aktivitetsniveau. ICEpower har i den historiske periode oplevet tilnærmelsesvis samme vækstrater som den samlede omsætningsvækst for AV, B&O Play og Automotive.

Udviklingen på AV-markedet beskrives ved hjælp af branchen In-Home Consumer Electronics, som dækker over forbrugerelektronik, og er fundet ud fra databasen Global Market Information Database (GMID).

Globalt estimeres den årlige omsætning for AV-markedet til omkring € 149 mia., hvor de 5 største spillere udgør 39,8 % af markedet. De er Samsung, LG, Sony, Philips og Panasonic, jf. Bilag 2. Figur 3-1 nedenfor viser, at inden finanskrisen var Resten af verden det største marked efterfulgt af Europa, BRIK-landene og Nordamerika. De estimerede vækstrater for årene frem til 2016 gør imidlertid, at BRIK-landene i 2016 forventes at overgå både Europa og Resten af verden.

Figur 3-1: Udviklingen i AV-markedet i 2011-priser



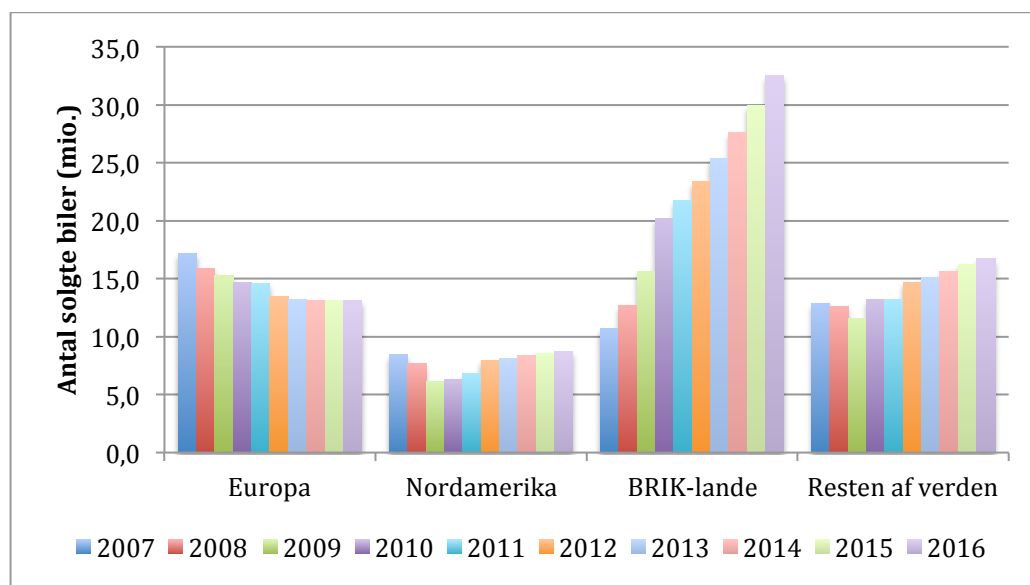
Kilde: Global Market Information Database (GMID). Egen tilvirkning

Anm.: AV-markedet består af In-Home Consumer Electronics.

Udviklingen på Automotive-markedet bliver belyst ud fra New Registrations of Passenger Cars, jf. GMID, da lydsystemerne fra B&O kun installeres i nye biler – og der derved ikke er mulighed for eftersalg. Der foreligger data frem til 2012, hvorfor tallene for årene 2013-2016 er estimerede. I 2013 er der taget udgangspunkt i forventninger til det generelle bilmarked, beskrevet i årsrapporterne for henholdsvis Audi, BMW og Daimler (Mercedes) i 2012. Estimerne for 2014-2016 baseres på forventningen til det generelle bilmarked samt forecast til den reale udvikling i BNP-vækst. Grundlaget for beregningerne fremgår af Bilag 3.

Det samlede globale salg i 2012 var 59,4 mio. biler. I 2007 var Europa det største bilmarked efterfulgt af Resten af verden, BRIK-landene og til sidst Nordamerika, jf. Figur 3-2 nedenfor. Den høje vækst fremadrettet i BRIK-landene medfører, at de i 2016 er omkring 2,5 gange større end det europæiske marked med et salg på omkring 32,5 mio. biler.

Figur 3-2: Udvikling i Automotive-markedet



Kilde: Global Market Information Database (GMID) og årsrapporter fra Audi, BMW og Daimler (Mercedes). Egen tilvirkning.

For at give et indblik i udviklingen i de geografiske og produktspecifikke markeder skal de gennemsnitlige årlige vækstrater for disse markeder analyseres. Produktkategorien AV har haft en negativ årlig vækst i perioden 2007-2011 på -2,4 %, og væksten forventes også at være negativ i forecastperioden 2012-2016 svarende til -0,8 %, jf. Tabel 3-1 nedenfor. Automotive har oplevet en årlig vækst i perioden 2007-2011 på 3,4 %, og væksten på markedet forventes at forøges til 4,6 % frem mod 2016.

Tabel 3-1: Gennemsnitlig årlig vækstrate fordelt på produktkategorier

Gennemsnitlig årlig vækstrate (CAGR)	2007 - 2011	2012 - 2016
AV (inkl. Play)	-2,4%	-0,8%
Automotive	3,4%	4,6%
Mobiltelefoner	7,4%	4,2%

Kilde: Global Market Information Database (GMID). Egen tilvirkning

Anm.: 2011-priser

Tabel 3-2 nedenfor viser, at BRIK-landene oplever en omsætningsvækst for begge produktkategorier både i den historiske periode og i forecastperioden. I Europa forventes AV at fortsætte faldet i omsætningen på -3,8 % årligt frem til 2016, mens faldet i Automotive forventes at aftage til -0,6 % årligt i forecastperioden. Automotive forventes at være stigende i forecastperioden i Nordamerika og Resten af verden, hvorimod AV vil være faldende på begge markeder.

Tabel 3-2: Gennemsnitlig årlig vækstrate fordelt på verdensdel og produktkategori

CAGR	2007 – 2011		2012 – 2016	
	AV	Automotive	AV	Automotive
Europa	-3,8%	-3,9%	-3,8%	-0,6%
Nordamerika	-7,0%	-5,3%	-9,4%	2,5%
BRIC-lande	4,8%	19,3%	4,7%	8,7%
Resten af verden	-4,1%	0,5%	-0,8%	3,4%

Kilde: Global Market Information Database. Egen tilvirkning.

Anm.: 2011-priser

Ovenstående betragtninger vil danne grundlag for den senere budgettering.

3.2 Forretningsområder

Der skal ses kritisk på de udfordringer, som de respektive forretningsområder står overfor.

3.2.1 AV

AV er fortsat B&Os største forretningsområde, men en forbedring af rentabiliteten og omsætningen ses som en af B&Os vigtigste og sværeste udfordringer.

Omsætningen for AV er fortsat ikke vendt tilbage til samme niveau som før finanskrisen. I 2008/09 var den samlede omsætning mere end 4 mia. kr., hvorefter omsætningen faldt med 34 % til 2,5 mia. kr. I 2008/09 kunne 94 % af den samlede omsætning henføres til AV, og i første halvår af regnskabsåret 2012/13 udgjorde AV kun 58 % af koncernens omsætning, hvor omsætningen for AV faldt med 16,5 % i forhold til første halvår 2011/12.

B&O har en ambition om, at forretningsområdets omsætning i løbet af strategiperioden skal nå op på 4-6 mia. kr. (50-60 % af 8-10 mia. kr.).¹⁸ For at nå dette skal omsætningen mere end fordobles over de næste 4-5 år. Dette kan blive B&Os største udfordring – især på grund af det faldende salg af high-end fjernsyn.¹⁹

Udviklingen i produktionen af fjernsyn er forandret med overgangen til fladskærme med nye og hurtigt udviklende teknologier, fx LED. Dette har medført, at produkternes livscyklus er blevet markant kortere, hvilket gør dyre fladskærme mindre attraktive. Derudover har B&Os konkurrenter større fokus på design end tidligere, hvilket mindsker B&Os konkurrencemæssige fordel.²⁰

Der har været tale om at udfase fjernsyn fra produktporteføljen, men for at kunne imødekomme de kunder, der ønsker helhedsløsninger, vil B&O fortsat producere fjernsyn. Det vurderes dog

hensigtsmæssigt at reducere antallet af tv-serier, og flere af de eksisterende serier vil formentlig være på vej ud af produktion.²¹ Derimod vil B&O i stedet flytte størstedelen af R&D-afdelingens fokus over på lyd, akustik, design og forarbejdning af materialer og anvende teknologiske partnere til udvikling af tv-komponenter.²² Da B&O er mere profitabel på audio-segmentet, vurderes dette som en naturlig og fornuftig beslutning. Ydermere betyder det, at dækningsbidraget for AV kan hæves i takt med, at en stigende del af omsætningen vil komme fra audio-produkter.

B&O tilstræber at blive en hurtig follower frem for at være en pioner på AV-området. Men den store prisforskel mellem B&O og markedslederne kan blive et problem i en branche, hvor de teknologiske fremskridt sker hurtigere og hurtigere. B&O prisfastsætter fx BeoVision til en faktor 3-5x i forhold til Samsungs bedste serie, jf. Tabel 3-3. Det nye BeoPlay V1 bliver prissat til en mere rimelig faktor 1,6x. Dog kan det forestilles, at hvis kunderne i højere grad køber V1-serien, vil de gennemsnitlige salgspriser komme under pres, og omsætningen fra AVs videodel vil fortsat være faldende.

Tabel 3-3: TV produktlinje

TV serie	Teknologi	Frekvens (Hz)	Lanceret	Pris (kr.)
B&O Play				
V1-32	LCD/LED	100	2. kv. 2012	17.999
V1-40	LCD/LED	100	2. kv. 2012	21.999
Bang & Olufsen				
BeoVision 10-32	LCD/LED	60	4. kv. 2010	31.495
BeoVision 10-40	LCD/LED	60	4. kv. 2009	37.195
BeoVision 10-46	LCD/LED	60	2. kv. 2010	45.995
BeoVision 11-40	LCD/LED	200	4. kv. 2012	46.995
BeoVision 11-46	LCD/LED	200	4. kv. 2012	59.995
BeoVision 11-55	LCD/LED	200	4. kv. 2012	79.995
BeoVision 12-65	Plasma	600	1. kv. 2012	140.000
BeoVision 7-40	LCD/LED	200	3. kv. 2011	56.490
BeoVision 7-55	LCD/LED	200	3. kv. 2011	92.670
BeoVision 4-83	Plasma	600	2. kv. 2011	392.300
BeoVision 4-103	Plasma	600	2. kv. 2011	643.300
Samsung*				
F8005 (40")	LED	1000 (CMR)	1. kv. 2013	13.999
F8005 (55")	LED	1000 (CMR)	1. kv. 2013	24.499
ES9005 (75")	LED	1000 (CMR)	4. kv. 2012	51.999

* Priser fra FONA pr. 24. maj 2013

Kilde: Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013; www.samsung.com. Egen tilvirkning.

Flere af B&Os ældre audio-produkter er stadig på markedet. Det vurderes derfor at være en god strategisk beslutning at sætte lyd og akustik som et af de seks ”must-win battles”, da rentabiliteten er højere, og produktets livscyklus er længere.

Da de fleste tv-producenter har fokus på at udvikle helt tynde fladskærme, bliver der gået på kompromis med lydkvaliteten. Her vurderes det ikke usandsynligt, at forbrugere vil købe tynde og relativt billige fladskærme fra fx Samsung og supplere med et sæt kvalitetshøjtalere fra B&O. Dette sætter dog spørgsmålstegn ved B&Os idé om at anvende én fjernbetjening til alt AV-udstyret.

Der har været planer om gradvist at lukke dårligt præsterende butikker og åbne butikker andre steder – hovedsageligt i BRIK-landene.²³ B&O har i forbindelse med halvårsregnskabet 2012/13 annonceret, at de vil fremskynde lukningen af op mod 125 butikker hovedsageligt i Europa for at optimere distributionen.²⁴ Dette vil selvsagt få en negativ indflydelse på B&Os omsætning og dækningsgrad for regnskabsåret, og dette vil primært ramme AV. Ændringer i distributionen vil diskuteres nærmere i afsnit 3.2.3.

3.2.2 B&O Play

B&O Play anses isoleret som en succes, da omsætningen genereret fra subbrandet udgør hele 24 % af B2C-markedet samt har præsteret en vækst svarende til 155 % det første år, jf. B&O Årsrapport 2011/12. Formålet med B&O Play er at tiltrække nye kunder samt at øge den samlede omsætning og rentabilitet for koncernen. B&O forventer, at B&O Play indenfor en femårig tidshorisont kan få en omsætning svarende til 2 mia. kr. på årsbasis, hvilket giver en CAGR på 45 % i perioden 2011/12 – 2015/16, jf. strategien ”Leaner, Faster, Stronger”. Endvidere mener ledelsen, at det er påregneligt, at man som minimum når en omsætning på 1,5 mia. kr.²⁵

I første halvår 2012/13 udgjorde salget gennem tredjeparts distribution og e-commerce 10 % af den samlede omsætning genereret af B&O Play. Bidraget fra tredjeparts distribution skal stige fremadrettet for at kunne indfri forventningerne til deres omsætning.

Der vil altid være en fare for, at billigere subbrands kan komme til at kannibalisere indtjeningen i det primære brand.²⁶ Det er noget, som ledelsen i B&O er klar over, men der ses derimod ikke væsentlige tegn på kannibalisering, da 75 % af køberne af B&O Play ikke tidligere har købt

B&O-produkter.²⁷ Dog kan man stille spørgsmålstegn ved, hvorvidt B&Os kunder kan se forskellene mellem B&O Play og AV-segmentet. Udfordringerne med hensyn til at differentiere de to brands er en vigtig faktor at tage højde for fremadrettet.

For at kunne nå de 2 mia. kr. i årlig omsætning på B&O Play-segmentet skal både distributionsnettet og produktporteføljen udvides. Distributionen vil blive gennemgået i afsnit 3.2.3.

B&O Play har 5 kerneprodukter, som genererer størstedelen af omsætningen: BeoPlay A3, BeoPlay A8, BeoPlay A9, Beolit 12 og BeoPlay V1.²⁸ Derudover er der forskellige typer af høretelefoner i produktporteføljen. B&O Play forventer at lancere høretelefonerne H3 og H6 i maj 2013.²⁹ B&O er tilbageholdende med at komme med yderligere oplysninger om deres fremtidige produkter indenfor segmentet, men mener overordnet, at B&O Plays produktportefølje er tæt på at være komplet.

B&O har i forbindelse med deres omkostningsfokus outsourcet produktionen af B&O Play-produkter til deres asiatiske leverandører. Produktion og samling af V1 er blevet flyttet fra Danmark til deres fabrik i Tjekkiet.

Der er indgået en aftale med Sparkle Roll i januar 2013 om at åbne 50 dedikerede B&O Play-butikker i Kina i 2013, hvilket kan være med til at løfte omsætningsniveauet for B&O Play. Derudover kan tiltaget styrke kendskabsgraden til B&O på det asiatiske marked.³⁰

På baggrund af ovenstående vurderes det, at der er forbundet stor usikkerhed med, hvilket niveau omsætningen vil nå i 2016/17, da B&O Play er et helt nyt brand, og trenden derfor ikke kan forudsiges. Distributionsnettet udvides løbende, og der lanceres nye produkter til at styrke subbrandets position på markedet, men hvis B&O Play skal nå en omsætning på 1,5 mia. kr. i 2016/17, kræver det en CAGR på 32 %. Dog er de seneste års høje omsætningsvækst blevet genereret ud fra et forholdsvis svagt distributionsnet og en spinkel produktportefølje.

3.2.3 Distribution – B2C

B&Os største distributionskanal er B1-butikkerne, der tilbyder både AV- og B&O Play-produkter. Omkring 90 % af B1-butikkerne er forhandlerejede, mens B&O selv ejer de resterende butikker.³¹ Antallet af B1-butikker for hvert geografisk område kan ses i nedenstående Tabel 3-4.

Tabel 3-4: Eget distributionsnet

	Europa	Nordamerika	BRIK-lande	Resten
Antal B1-butikker	426	50	74	87
Antal shop-in-shops	216	3	1	2

Kilde: B&O Halvårsrapport 2012/13, side 13

Anm.: Andelen af shop-in-shops på de geografiske områder er estimeret ud fra "Find Store" på bang-olufsen.dk

Tallene er fra udgangen af november 2012

Udover B1-butikkerne bliver både AV og B&O Play distribueret gennem 222 shop-in-shops (ultimo 2. kvartal 2012/13), hvor størstedelen befinder sig i Europa, hovedsageligt i Danmark, Tyskland og Schweiz.

Som tidligere nævnt vil B&O fremskynde lukningen af op mod 125 butikker grundet deres dårlige performance. Men en forbedring i distributionen kræver ikke alene lukninger. B&O skal også åbne flere butikker på attraktive lokationer. Men så længe salget for AV er faldende og produktlanceringer ikke annonceres, kan det blive svært at tiltrække forhandlere. Det kan derfor forestilles, at B&O selv må investere i B1-butikker, indtil der observeres en turnaround. For at give et overblik over udviklingen i antallet af B1-butikker og shop-in-shops, ses nedenfor en tabel, der viser åbninger og lukninger for B&O butikker i 2011/12 samt de seneste to kvartaler.

Tabel 3-5: Historisk distributionsudvikling

	2011/12		1. kvrt. 2012/13		2. kvrt. 2012/13	
	Åbninger	Lukninger	Åbninger	Lukninger	Åbninger	Lukninger
Europa	25	49	4	18	3	5
Nordamerika	5	5	0	1	1	0
BRIK-lande	8	1	1	3	0	2
Resten af verden	6	4	0	15	3	5
B1-butikker i alt	44	59	5	37	7	12
Nettoeffekten for Shop-in-shops		21		16		6

Kilde: B&O Årsrapport 2011/12, Kvartalsrapport Q1 2012/13 og Halvårsrapport 2012/13. Egen tilvirkning.

B&O vil fortsat fokusere på B1-butikker som den primære distributionskanal for AV-produkterne, da distributionsaftalerne med Apple, John Lewis, Excelsior og de planlagte B&O Play-butikker kun vedrører B&O Play-produkter. I den forbindelse vil B&O i foråret 2013 implementere et nyt butikskoncept i København og Beijing, der skal fungere som testbyer. Det nye butikskoncept skal have fokus på at give kunderne en luksusoplevelse.³² Såfremt det nye koncept bliver en succes, skal det implementeres i de øvrige B1-butikker løbende.

Optimeringen af distributionen i form af lukninger af urentable butikker og åbning af nye butikker skal være med til at løfte salget, således at B&O kan nå målsætningen om et salg på 8-

10 mia. kr., der blev fremsat i ”Leaner, Faster, Stronger”. Da der er varslet med flere lukninger end åbninger i det nuværende regnskabsår, skal der ske en kraftig vækst i det gennemsnitlige salg pr. butik for at nå målsætningen.

Ifølge B&O skal B1-butikkerne have en årlig omsætning på 10 mio. kr. for at kunne betegnes som sunde butikker. På nuværende tidspunkt er kun omkring 10 % af B1-butikkerne i denne kategori. En sund butik vil være en butik, der har kapacitet til at kunne tilbyde den kvalitetsservice, som et luksusbrand kræver, ressourcer til markedsføring samt er beliggende på en attraktiv lokation.³³

I de seneste fire kvartaler har det gennemsnitlige salg pr. B1-butik været omkring 3 mio. kr., jf. Tabel 3-6, hvilket er omkring 70 % under niveauet for det, som B&O betegner som en sund butik.

Som tidligere nævnt vil B&O lukke 125 urentable butikker i den kommende tid. Da 74 % af B&Os butikker er B1, må det antages, at B&O vil lukke 93 B1-butikker og 32 shop-in-shops. Det gennemsnitlige salg pr. B1-butik justeret for de planlagte lukninger er på blot 3,22 mio. kr., og der skal derfor meget til for at optimere B&Os distributionsnet. Det skal dog nævnes, at der også skal tages højde for de nye butikkers *ramp up*-periode, hvilket er den periode, der går, inden butikkerne udnytter sin kapacitet optimalt. Dette vil indgå som en forudsætning under budgettering af omsætningen i afsnit 5.3.1.

Tabel 3-6: Gennemsnitligt salg pr. butik

(i mio. kr.)	3. kvrt. 2011/12	4. kvrt. 2011/12	1. kvrt. 2012/13	2. kvrt. 2012/13	Total	Justeret for planlagte lukninger
Salg (de seneste 4 kvartaler)						
Omsætning B2C (AV og B&O Play)	627	667	429	619	2.342	2.142
Antal butikker (ultimo perioden)	924	918	870	859	893	768
B1	681	674	642	637	659	566
Shop-in-shops	243	244	228	222	234	202
Gennemsnitligt salg pr. butik	0,68	0,73	0,49	0,72	2,62	2,79
B1	0,78	0,84	0,57	0,83	3,02	3,22
Shop-in-shops	0,39	0,41	0,28	0,42	1,50	1,59

Kilde: Bang & Olufsen kvartalsrapporter. Egen tilvirkning.

Anm.: Omsætning er ekskl. tredjeparts distribution og e-commerce.

Det antages, at 85 % af omsætningen kan henføres til B1-butikker.

De planlagte lukninger forventes at få en negativ effekt på salget på 100 mio. kr. og opkøbet af master dealers i Kina og Brasilien forventes at få en negativ effekt på omsætning på 100 mio. kr., jf. B&O Halvårsrapport 2012/13, side 3.

B&O har en målsætning om at nå et salg på B2C-markedet på 6-8 mia. kr. inden 2016/17, hvilket er betydeligt højere end de 2,3 mia. kr., som B&O har tjent de seneste fire kvartaler. Det kan antages, at tredjeparts distribution, e-commerce og tilgangen af B&O Play-butikker kan løfte salget fra 58 mio. kr. i de seneste fire kvartaler til 400-500 mio. kr. i 2016/17. Dette kan understøttes af udviklingen i B&O Play-butikker på strategiske områder. B&O har allerede en kontrakt med Sparkle Roll om åbning af 50 B&O Play-butikker i Kina, jf. senere i afsnittet. Hvis hver B&O Play-butik kan generere et salg på 1,5 mio. kr. om året, jf. Tabel 3-6, svarer det samlet til 75 mio. kr. – kun på det kinesiske marked. Derudover er der mulighed for, at B&O kan indgå partnerskaber på de øvrige markeder, samt at det kinesiske marked kan penetreres yderligere. Der ligger et stort potentiale i B&O Play, der ikke er udnyttet, hvilket vil skabe grobund for fremtidige partnerskaber. Endvidere vil der også være en udvikling i omsætningen fra tredjeparts distribution og e-commerce.

For at opnå en omsætning på 6-8 mia. kr. i 2016/17 skal der ses en vækst i salget fra B1-butikkerne og B&Os shop-in-shops fra 2,3 mia. kr. til 5,5-7,5 mia. kr. de næste 4,5 år. Det svarer til en stigning i omsætningen på 140-226 % eller en CAGR på 20-30 %.

For at nå dette kræver det en markant stigning i antal B1-butikker, såfremt det antages, at antallet af shop-in-shops forbliver uændret. Hvis det gennemsnitlige salg pr. butik holdes konstant, kræver det en stigning på 1.000-1.700 B1-butikker oveni de eksisterende 637, hvilket vurderes urealistisk. Derfor er det vigtigt, at B&O formår at øge det gennemsnitlige salg for B1-butikkerne. En fordobling af det gennemsnitlige salg pr. butik til 6 mio. kr. kræver stadig, at antallet af B1-butikker stiger med 200-500 for at kunne nå målsætningen. En salgsvækst op til 9 mio. kr. pr. B1-butik medfører alt andet lige en årlig B2C-omsætning på 6 mia. kr. Det vurderes dog, at en gennemsnitlig omsætning på 9 mio. kr. pr. B1-butik ikke er mulig at opnå, da salget pr. butik var på sit højeste niveau i 2006/07 på 3,9 mio. kr.³⁴

Den nye strategis fjerde ”must-win battle” er, at B&O skal vokse på BRIK-markederne. For at øge performance på BRIK-markederne har B&O overtaget kontrollen med aktiviteterne og distributionen fra deres tidligere master dealers (i bl.a. Hong Kong & Sydchina) og har oprettet et salgskontor i Shanghai. Derudover har B&O indgået et samarbejde med kinesiske Sparkle Roll, der skal åbne og drive 3 B1-butikker i Chongqing, Wuhan og Wuxi i Kina samt mere end 50 dedikerede B&O Play-butikker. Sidstnævnte kommer til at være mindre end B1-butikkerne og vil formentlig blive shop-in-shops på attraktive lokationer, fx i eksklusive butiksentre.³⁵

B&O skriver i en pressemeddelelse den 19. juli 2012 vedrørende det strategiske samarbejde med Sparkle Roll, at

Sparkle Roll er et privat selskab 100% ejet af Mr. Qi Jianhong. Selskabet ejer 28% af Sparkle Roll Group Ltd., som er en førende forhandler af luksusbiler (Bentley, Rolls-Royce og Lamborghini), smykker (Boucheron og Royal Asscher), ure (Richard Mille, Dewitt og Parmigiani) og eksklusive vine. Sparkle Roll har også investeringer i Burberry China, TSL China og Jackie Chan Cultural Media. Med 15 års erfaring indenfor distribution og markedsføring af luksusvarer i Kina har Sparkle Roll opbygget en stærk kundebase af meget velhavende personer og et stærkt netværk med luksus indkøbscentre i store kinesiske byer.³⁶

Udover samarbejdet med Sparkle Roll har B&O yderligere indgået et strategisk samarbejde med A CAPITAL, som er en europæisk-asiatisk private equity fond med speciale i at gøre virksomheder til markedsledere indenfor deres industri og skabe stærk vækst på det kinesiske marked.³⁷ B&O forventer, at de strategiske partnerskaber med Sparkle Roll og A CAPITAL vil være medvirkende til en solid vækst i Storkina-regionen.³⁸ Der ses derfor et stort vækstpotentiale i Kina – især for B&O Play. Men overtagelsen af aktiviteterne i Kina vil formentlig medføre tab i det nuværende regnskabsår. Samtidig med udvidelsen af det kinesiske marked, er der yderligere indgået en aftale med Shreyans, som er B&Os nye master dealer i Indien. Shreyans har ligesom Sparkle Roll betydelig erfaring med luksusprodukter, etablering af distribution af luksusbrands og har et indgående kendskab til markedet. Eksempler på brands, de handler med, er Ferrari, Ducati, Porsche og Fendi.³⁹

Tredjepartsdistributionen gennem Apple er også blevet udvidet ved indgåelse af distributionsaftaler gældende omkring 100 uafhængige premium-butikker dedikerede til Apple salg. Derudover er der indenfor B&O Play indgået aftaler med Excelsior og John Lewis, som er henholdsvis en af Italiens førende designkonceptbutikker og en britisk kæde af eksklusive stormagasiner.⁴⁰

3.2.4 Automotive

B&Os B2B-marked består hovedsageligt af forretningsområdet Automotive, som leverer eksklusive lydsystemer til de dyreste bilmodeller indenfor bilindustrien. Automotive befinder sig på high-end markedet og leverer to slags lydløsninger svarende til en premium og en

avanceret udgave. Premium udgaven bliver solgt for 7.500-11.000 kr., hvorimod den avancerede løsning koster mellem 35.000-45.000 kr. på B2B-markedet.⁴¹ Lydsystemet bliver hovedsageligt tilbudt som en tilvalgsmulighed ved bilkøb, men er standardudstyr i alle Aston Martins modeller.

B&O har fire partnerskaber fordelt på bilfabrikanterne Audi (fra 2005), Aston Martin (2008), Mercedes (2009) og BMW (2010). I Bilag 4 kan fås en oversigt over, hvilke bilmodeller lydsystemerne er installeret i, samt hvilke andre leverandører der er på Automotive-markedet.

B&O har i perioden 2007/08 – 2011/12 oplevet høje vækstrater svarende til en CAGR på 30 % og har etableret sig som en af de største spillere på markedet. B&O forventer, at Automotive indenfor en femårig tidshorisont kan få en omsætning svarende til 2 mia. kr. på årsbasis, hvilket giver en CAGR på 45 % i perioden 2011/12 – 2016/17, jf. strategien ”Leaner, Faster, Stronger”. Endvidere mener ledelsen, at det er påregneligt, at man som minimum når en omsætning på 1,5 mia. kr., jf. afsnit 3.2.2.

Det strategiske rationale i Automotive-forretningsområdet er ikke kun at ekspandere, men derudover at udvide den samlede kundebase i koncernen gennem krydssalg samt at styrke det overordnede brand. Fokus er især rettet mod at tiltrække kunder, som investerer i B&Os kerneprodukter på AV-segmentet. Automotive skal derfor være medvirkende til at skabe salgssynergier på tværs af organisationen.⁴²

B&O har den seneste tid testet forskellige tiltag til at få Automotive-kunder til at købe AV-produkter. Dette er sket gennem gavekort til et sæt B&O-høretelefoner, som kan afhentes i nærmeste B1-butik.⁴³

For at kunne opnå tocifrede vækstrater fremadrettet og indfri sine omsætningsmål skal følgende succesfaktorer opfyldes:

- Antallet af bilmodeller med B&O-lydsystemer skal øges
- Aftagerraten af lydsystemer for modeller med B&O-lydsystem som tilvalg skal hæves
- Antallet af solgte biler med B&O-lydsystem skal stige

Den primære vækstfaktor er at øge antallet af bilmodeller med B&O-lydsystemer. B&Os første partnerskab var med Audi i 2005, og antallet af partnerskaber har været støt stigende siden. I 2012 udvidede B&O deres samarbejde med Audi til at dække yderligere 3 modeller, jf. Tabel

3-7. Det forudsættes, at størstedelen af B&Os indtægter genereres fra samarbejdet med Audi på grund af, at det er den partner, hvor lydsystemet er repræsenteret i flest bilmodeller.

Tabel 3-7: B&Os penetrering af brands

2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Audi:						
A5/S5	A4/S4	A4/S4	A4/S4	A4/S4	A4/S4	A3
A8	A5/S5	A5/S5	A5/S5	A5/S5	A5/S5	A4/S4
Q7	A8	A8	A8	A7 Sportback	A7 Sportback	A5/S5
	Q5	Q5	Q5	A8	A8	A7 Sportback
	Q7	Q7	Q7	Q5	Q5	A8
			R8	Q7	Q7	Q5
				R8	R8	Q7
						R8
Aston Martin:						
		DBS	DBS	DBS	DBS	DBS
		DB9	DB9	DB9	DB9	DB9
			Rapide	Rapide	One-77	One-77
					Rapide	Rapide
					Virage	Vanquish
						Virage
Mercedes:						
			SLS AMG	S	S	E
				SLS AMG	SL	CLS
					SLS AMG	CLS SB
					Viano	S
						SL
						All AMG
						GL
						Viano
BMW:						
				6-serien Coupé	6-serien	5-serien
				6-serien Cabriolet		6-serien
						7-serien

Note: **Fed: Premium**, Normal: Avanceret

Kilde: Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013.

B&Os partnerskab med Mercedes har indtil for nylig kun indeholdt AMG, hvilket svarer til topmodellerne i hver serie. Mercedes har besluttet at udvide kontrakten til at gælde alle motorstørrelser i udvalgte modeller – dette gælder modeller indenfor klasserne: SL, S, E, GL og CLS. Denne beslutning vurderes at give anledning til en markant forøgelse af antallet af potentielle lydsystemer, grundet at AMG tilskrives en lille andel af Mercedes' afsætning.

BMW er deres nyeste partner, og samarbejdet blev indledt med at levere til 6-serien i 4. kvartal 2010/11. De seneste tilføjelser i modelporteføljen har været til henholdsvis 5- og 7-serien, hvilket har givet mere volumen, da 5-serien anses for at være en af BMWs bedst solgte serier.⁴⁴

Det vurderes, at Mercedes og BMW kan nå det samme omsætningsniveau som Audi, da de ligger i samme prissegmenter, henvender sig til de samme målgrupper og vurderes at kunne

blive penetreret i samme grad som Audi. Derudover vurderes Audi fortsat til at have potentiale til at blive udvidet og generere mere omsætning til B&O.

BMW og Mercedes anses for at have et stort upside-potentiale både med hensyn til de allerede udvalgte modeller samt yderligere tilføjelser i modelporteføljen.

I Tabel 3-8 nedenfor ses antallet af solgte biler, der har mulighed for tilvalg af B&O-lydsystemer, fordelt på partnerskaber.

Tabel 3-8: Automotive salg og aftagerrate

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Antal biler solgt i tusinder							
Audi	905,2	964,2	1.003,5	949,7	1.092,4	1.302,7	1.455,1
Aston Martin			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mercedes	1.251,8	1.276,8	1.202,2	1.068,8	1.224,3	1.380,4	1.540,1
BMW	1.185,1	1.293,2	1.273,0	1.093,9	1.276,8	1.381,4	1.451,6
Total	3.342,1	3.534,1	3.478,7	3.112,4	3.593,5	4.064,5	4.446,8
Penetrering af brand i %							
Audi	8%	40%	51%	55%	57%	56%	63%
Aston Martin							100%
Mercedes					0%	5%	39%
BMW					0%	1%	29%
Antal biler solgt i tusinder (kompatible modeller)							
Audi	72	386	512	522	623	729	917
Aston Martin			2	3	3	4	5
Mercedes					5	69	601
BMW					6	14	421
Total	72	386	514	525	637	816	1.943
Årlig ændring i %			33%	2%	21%	28%	138%
B&O Automotive: December (T-1) til november (T)							
Omsætning i mio. kr.	57	100	176	187	370	465	511
Årlig ændring i %		75%	76%	6%	98%	26%	10%
Aftagerrate							
Premium, gns. pris	9.250	9.250	9.250	9.250	9.250	9.250	9.250
Avanceret, gns. pris	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000	40.000
Forhold, Premium/Avanceret	0,50	0,50	0,57	0,44	0,33	0,25	0,21
Vægtet pris	24.625	24.625	22.429	26.333	29.750	32.313	33.526
Antal solgte lydsystemer	2.315	4.061	7.847	7.101	12.437	14.391	15.242
Aftagerrate	3,2%	1,1%	1,5%	1,4%	2,0%	1,8%	0,8%

Kilde: Årsrapporter fra Audi, BMW og Daimler. Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013

Som det kan ses, er salget af Audi-biler i 2012 på 917.000, hvilket er en stigning på 26 %, der kan tilskrives nye tilføjelser i modelporteføljen. Ses dette i forhold til forventningen til BMW og Mercedes om at nå samme omsætningsniveau, må det vurderes, at B&Os minimum på 1,5 mia. kr. kan være opnåeligt, da man omsatte for 454 mio. kr. i 2011/12⁴⁵ med penetreringsgrader på BMW og Mercedes på henholdsvis 1 % og 5 %.

B&O regner med at skulle tilføje yderligere 1-2 nye partnerskaber for at kunne nå deres målsætning om at generere 2 mia. kr. i omsætning i 2016/17, jf. deres strategi. Det vurderes

muligt at kunne tilføje yderligere partnerskaber, men det er dog vigtigt at tage højde for, at der opretholdes en balance med antallet af brands, da eksklusiviteten af B&Os brand skal fastholdes.

Den sekundære vækstdriver er aftagerraten. Aftagerraten er defineret som den procentdel af slutbrugerne, der vælger et B&O-lydsystem til deres ny erhvervede luksusbil. B&O oplyser ikke aftagerraterne for de respektive bilmærker. Det må antages at aftagerraten er proportional med prisen på bilen, dvs. jo dyrere bilen er, desto mindre udgør prisen på lydsystemet af den aggregerede pris.

Aftagerraten for B&Os samlede Automotive-marked er på 0,8 %, jf. Tabel 3-8. Det må forudsættes, at raten vil være højere i Europa end i Nordamerika og Kina, hvilket skyldes, at europæiske forbrugere har stor valgfrihed med hensyn til design og tilvalgsmuligheder, inden bilen produceres, hvorimod i Nordamerika og Kina køber forbrugeren en bil, som forhandleren har forudbestilt. Det betyder, at forhandleren afgør, hvorvidt bilen skal have indbygget et B&O-lydsystem, da dette skal installeres på fabrikken.⁴⁶ B&Os lydsystem er standard hos Aston Martin, hvorfor at aftagerraten er 100 %.

Den lave aftagerrate kan forklares ud fra den pris, som slutbrugerne skal betale for lydsystemet. I Danmark kan en Audi A8 leveres med B&O Advanced Sound System til en merpris på 157.948 kr. (A4 med Premium: 23.086 kr.).⁴⁷ Til sammenligning koster samme system 53.330 kr. i Sverige (A4 med Premium: 9.978 kr.). Størstedelen af de kompatible bilmodeller har kun mulighed for tilvalg af den avancerede udgave, jf. Tabel 3-7. Antallet af solgte lydsystemer har været stigende over hele perioden, men de markante stigninger i penetreringsgraderne indenfor partnerskaberne medfører, at aftagerraten bliver lavere. Dette skal ses i lyset af, at det kan forventes, at aftagerraten er størst for de eksklusive klasser, da prisen på lydsystemet udgør en lavere andel af bilens samlede pris. Derfor er en faldende aftagerrate ikke nødvendigvis ensbetydende med en forværring af B&Os forretning.

Den tredje vækstdriver er det generelle bilsalg og er en faktor af makroøkonomisk karakter, hvilket vil sige, at B&O ikke kan påvirke driverens udvikling. De seneste tal for 4. kvartal 2012 viser følgende udvikling i det generelle bilsalg:

Tabel 3-9: Ændring i bilsalg

Antal solgte biler	4. kv. 2011	4. kv. 2012	Ændring
Audi	329.505	357.583	8,5%
BMW	358.457	430.123	20,0%
Mercedes	375.900	397.464	5,7%
Aston Martin	n.a.	n.a.	n.a.

Kilde: Årsrapporter fra Audi, BMW og Daimler

Væksten for de tre brands er fortsat svag i Europa grundet den finansielle krise, men er derimod i stærk vækst i Nordamerika og Asien.

3.3 Porters generiske strategier

Markedet for forbrugerelektronik er forholdsvis komplekst og dynamisk. For at få et bedre indblik i de parametre, som skaber vedvarende konkurrencefordele for spillerne på markedet, anvendes Porters generiske strategier. Endvidere inddrages modellen for at skabe indsigt i de respektive spilleres strategiske tilgang til de kræfter, som eksisterer på markedet.

Ifølge Porter er der to måder at etablere en konkurrencefordel på, enten gennem lave produktionsomkostninger (economies of scale) eller gennem differentiering (differentiation), hvilket skaber overnormal profit.⁴⁸

Der er defineret 4 generiske strategier:

- Omkostningsleder
- Differentiering
- Omkostningsfokus
- Fokuseret differentiering

For at skabe et overblik over de konkurrenter, der har størst indvirkning på B&O, placeres disse indenfor Porters generiske strategier. Dette skaber et billede af aktørernes strategivalg, samt hvilket fokus konkurrenterne har på segmentering. Der er valgt at dele modellen op i henholdsvis B2C- og B2B-markedet.

Tabel 3-10: Porters generiske strategier – B2C

Konkurrencemæssig fordel Konkurrencemæssigt sigte	Lave omkostninger	Differentiering
Bredt segment	Phillips, LG	Sony, Samsung, Panasonic
Smalt segment		B&O, Loewe

Kilde: Egen tilvirkning

Ud fra ovenstående kan det ses, at fokus hos de største spillere ligger på det brede segment, hvilket betyder, at deres produktportefølje er omfattende, samt at de henvender sig til den brede befolkning. Samsung er den største spiller på markedet for forbrugerelektronik med en markedsandel på 12,6 % i 2011, jf. Bilag 2, hvilket gør dem til markedsledere. De fire andre producenter kommer på de efterfølgende pladser i forhold til markedsandele. Det kræver mange midler at forblive markedsleder, da der stilles store krav til kontinuerlige investeringer i R&D grundet markedets dynamik og kompleksitet. Dette har Philips bl.a. måtte sande efter, at de i 2011 måtte opgive egenproduktion af fjernsyn og i stedet har været nødsaget til at indgå et samarbejde med den Hong Kong-baserede virksomhed TPV.⁴⁹

De største producenter sætter standarden for de andre i branchen mht. udviklingshastighed, priser og markedstrends. Dette faktum understreges af, at der de seneste år har været massiv priskrig, som startede, da Samsung entrerede AV-segmentet, hvilket har fået spillere såsom Philips til at restrukturere deres pipeline.

Som det ses ud fra Tabel 3-10, er B&Os direkte konkurrent Loewe. Begge virksomheder henvender sig til det smalle segment og differentierer sig gennem en fokuseret differentieringsstrategi. De differentierer sig ved at levere produkter, som bygger på allerede eksisterende teknologi – også kaldet teknologiske followers – der tilpasses deres målgrupper gennem parametre som kvalitet og design. Denne strategi gør, at de er meget afhængige af udviklingshastigheden og deraf deres evne til at reagere på omskifteligheder i markedet. Hvis deres responstid over for ændringer i markedet er for høj, har det direkte indvirkning på omsætningen. B&O er den største spiller på nichemarkedet indenfor high-end produkter efterfulgt af Loewe. Dog har de ikke betydelige markedsandele på det samlede marked for forbrugerelektronik, da begge har en andel under 0,1 %.⁵⁰

Tabel 3-11: Porters generiske strategier - B2B

Konkurrencemæssig fordel Konkurrencemæssigt sigte	Lave omkostninger	Differentiering
Bredt segment	Harman, BOSE	
Smalt segment		B&O, Dynaudio

Kilde: Egen tilvirkning

B2B-markedet består af forretningsområderne Automotive og ICEpower, men der vil her kun blive taget udgangspunkt i Automotive af de samme grunde som under afsnit 3.1.

Harman og BOSE er repræsenterede i et stort antal af bilmærker og leverer lydsystemer til både low- og high-end. Dette taler for, at de henvender sig til det brede segment og må antages at have stordriftsfordele, som resulterer i lave omkostninger. På high-end markedet har B&O, Harman og BOSE fordelt størstedelen af partnerskaberne til bilproducenterne mellem sig, jf. Bilag 4. I enkelte tilfælde er der flere leverandører af lydsystemer til de samme bilmodeller. Harman udbyder lydsystemer gennem fem brands: Harman Kardon, JBL, Infinity, Lexicon og Mark Levinson. BOSE er derimod et stand-alone brand.

Dynaudio leverer lydsystemer til bilmærkerne Bugatti og VW, hvilket taler for, at de henvender sig til et smalt segment. Da Dynaudio er integreret i bilmodeller som Bugatti Veyron og VW Touareg, må de betegnes som high-end.

Alle ovenstående producenter anses som værende direkte konkurrenter til B&O Automotive.

På B2C- og B2B-markedet fører B&O en differentieringsstrategi, hvilket tiltrækker en bestemt målgruppe. B&Os typiske kunde er 35-60 år og bor i hus eller ejerlejlighed med ejendomsværdier over gennemsnittet. Endvidere har kunden en mellemlang eller lang uddannelse og er selvstændig eller ansat i den private sektor og karakteriseres til at have en høj indtægt.⁵¹ Med lanceringen af subbrandet B&O Play er målgruppen blevet udvidet og henvender sig yderligere til den digitale generation.⁵²

3.4 Porters Five Forces

Elektronikbranchen er en meget dynamisk branche, da der kontinuerligt forekommer teknologiske fremskridt. Dette medfører, at B&Os produktsegmenter løbende skal matche den teknologi-

ske udvikling. Målet er at finde frem til ikke-finansielle value drivere og andre faktorer, som kan have indflydelse på B&Os fremtidige udvikling og evne til at skabe aktionærværdi.

B&O opererer både indenfor B2B- og B2C-markedet, og der kan være forskelle i, hvordan de fem kræfter påvirker udviklingen i forretningsområderne. Markederne behandles derfor særskilt.

3.4.1 Adgangsbarrierer

Markedet for forbrugerelektronik er attraktivt for potentielle indtrængere, da omsætningsvæksten er stigende på BRIK-markederne, og branchen omsætter for mange mia. kroner globalt, jf. Figur 3-1 i det foregående afsnit. Branchen er karakteriseret ved at bestå af mange store spillere, som tilbyder forholdsvis standardiserede produkter, hvilket gør, at de primært konkurrerer på pris. Indtjeningen skabes gennem høje omsætningsvolumener og stordriftsfordele på omkostningssiden.

Markedet er inddelt i to produktsegmenter, henholdsvis low- og high-end, hvor B&O opererer indenfor high-end segmentet. Spillerne på dette segment er teknologiaftagere, hvilket vil sige, at de ikke udvikler teknologien selv, men bygger videre på eksisterende teknologi og raffinerer funktionalitet, design og kvalitet.

Det vurderes forholdsvis let at opnå adgang til den udviklede teknologi, men det er derimod vanskeligt at opnå know-how til funktions-, design- og kvalitetsrelaterede elementer og teknikker. Store spillere såsom Samsung er med til at diktere markedsstandarderne, hvorfor det er vigtigt at kunne differentiere sig for at opnå en konkurrencemæssig fordel. B&O har skabt en konkurrencemæssig fordel hovedsageligt gennem state of the art designs, højkvalitetsprodukter og deres anerkendte brand. Dette forudsætter, at der opbygges et stort know-how, hvilket kræver store investeringer i R&D. Endvidere har B&O patenterede teknikker til behandling af materialer, som gør, at deres designs adskiller sig fra andre.⁵³ De er bl.a. ved at udvikle hvid aluminium, som vil være den første af sin slags på markedet.⁵⁴

Distributionsnettet er også en vigtig faktor, som er med til at hæve adgangsbarriererne på markedet. B&O er kendt for at have stærke distributionskanaler, da de sælger via konceptbutikker og shop-in-shops. De er stærkt repræsenteret på det globale plan med butikker på attraktive strategiske lokationer, men rentabiliteten har lidt under recessionen, jf. afsnit 3.2.3. Nye spillere i branchen kræves derfor at investere tungt i et bredt distributionsnet, hvilket må forventes at

være tidskrævende og vanskeligt at gennemføre. Der er mulighed for at sælge gennem webshops, men dette vedrører hovedsageligt low-end segmentet, hvor der konkurreres på pris.

En anden adgangsbarriere til potentielle indtrængere vil være at skabe et stærkt brand. Dette må forventes at tage adskillige år at opbygge. Horisontal integration kan være en måde at omgå denne adgangsbarriere ved at købe sig ind til et stærkt brand.

B&O har gennem sit mangeårige virke opbygget en høj kundeloyalitet, hvilket anses som en faktor, der er med til at skabe høje adgangsbarriere for nye konkurrenter. Denne høje kundeloyalitet ses primært hos de ældre forbrugere, og B&O har med lanceringen af B&O Play en forventning om yderligere at kunne tiltrække og fastholde den digitale generation.

På Automotive-markedet opererer B&O ligeledes indenfor high-end segmentet, jf. afsnit 3.3. Denne branche er karakteriseret ved at indeholde de dyreste prissegmenter fra bilproducenterne. B2B-markedet har flere af de samme adgangsbarrierer som B2C-markedet. Der stilles krav til know-how, dvs. store investeringer i R&D, samt et stærkt brand, der er tidskrævende at opbygge.

Endvidere vil en adgangsbarriere være partnerskaber i form af bilproducenter, som vælger at udbyde de respektive lydsystemer. Kravet til lydsystemerne er derfor en kvalitet, der matcher bilens standard, og som er medvirkende til at hæve den kundeopfattede værdi.

Ud fra ovenstående vurderes adgangsbarriererne til at være høje på både B2C- og B2B-markedet, hvorfor truslen fra potentielle indtrængere er forholdsvis lav.

3.4.2 Kundernes forhandlingsmagt

Gennemsigtigheden på B2C-markedet er igennem de senere år blevet større pga. den øgede digitalisering. Internettjenester som Pricerunner har gjort slutbrugerne mere informerede omkring priser og substitutter til B&Os produkter. Antallet af webshops er også steget, hvilket har skabt pres på de fysiske butikker og øget priskonkurrencen, da internetbaserede virksomheder ikke i samme omfang har lager og fremvisningslokaler, hvorfor deres omkostninger er lavere, og priserne kan sættes lavere. Forbrugstilbøjeligheden hos slutbrugerne har været faldende gennem finanskrisen, og det har gjort, at rådighedsbeløbet til luksusvarer er mindsket, jf. afsnit 3.5.3. Disse faktorer har bl.a. været medvirkende til at skabe et købers marked.

B&O har været nødsaget til at henvende sig til et bredere kundesegment og sænke deres dækningsgrader for ikke at miste betydelige markedsandele. Her tænkes på etableringen af deres nye forretningsområde B&O Play samt distribuering af varer gennem Apple og Groupon. De solgte fx i starten af 2013 deres lydsystem BeoSound 8 gennem Groupon.dk til halv pris,⁵⁵ hvilket giver en indikation af, at presset fra både konkurrenter og forbrugere er stort. Forbrugerne er ikke i samme omfang som tidligere tilbøjelige til at betale 4-5 gange så meget for et B&O-produkt i forhold til lignende producenter.

Ud fra ovenstående karakteriseres kundernes forhandlingsstyrke på B2C-markedet som stor.

Kundernes forhandlingsmagt på B2B-markedet er anderledes. For at udbyde eksklusive lydsystemer til Automotive-industrien kræver det, at der etableres partnerskaber med bilproducenter. B&Os samarbejdspartnere er Mercedes, Audi, Aston Martin og BMW. Systemerne installeres hovedsageligt i topmodellerne hos bilproducenterne, hvilket vil sige, at parametre som kvalitet, design og brand er de primære drivere for salget. Som tidligere nævnt har B&O for tredje år i træk udmærket sig med prisen for det bedste lydsystem til biler af magasinet ”auto, motor und sport”, hvilket signalerer B&Os position som en af de førende spillere på high-end markedet og herved mindsker kundernes forhandlingsstyrke. Dette underbygges yderligere af, at deres tilgang af partnerskaber har løbende været voksende siden etableringen af forretningsområdet, jf. afsnit 3.2.4. Bilproducenterne er interesserede i at hæve eksklusiviteten af produktet, og da prisen ikke er en betydende faktor, handler det udelukkende om den kundeopfattede værdi.

Forhandlingsstyrken på B2B-markedet vurderes til at være neutral.

3.4.3 Substituerende produkter

Som tidligere nævnt er der hård konkurrence på AV-markedet, hvilket har haft en afsmitning på B&Os omsætningsniveau. Det er bl.a. afledte effekter fra finanskrisen, som har influeret forbrugstilbøjeligheden hos slutbrugerne til at være nedadgående, hvilket har påvirket salgsvolumenerne i B&O. Derudover har B&O ikke reguleret deres priser gennem krisen, og dette har også haft en effekt på salget. Lanceringen af B&O Play er et af de tiltag, som skulle få omsætningen til at stige igen, hvilket har vist sig at være en succes, jf. afsnit 3.2.2. Produkterne sælges med lavere mark-up end deres øvrige produkter. Der er indgået et samarbejde med Apple

om at sælge B&O Play-produkter gennem deres distributionskanaler, og da Apple anses som en konkurrent, må det vurderes at være et godt strategisk initiativ.

Udvalget af produkter indenfor forbrugerelektronik er meget stort og udbredt, men hvorvidt forbrugerne opfatter disse som substitutter til B&Os produkter er drevet af, hvilke præferencer den enkelte slutbruger har. Måles produkterne på design og kvalitet vurderes gabet mellem low- og high-end segmenterne at være blevet mindre, og produkterne kan derfor karakteriseres som substitutter. Dette skal ses i lyset af, at flere af low-end spillerne har valgt at entrere high-end markedet, jf. afsnit 3.4.5.

En anden vigtig faktor at tage højde for med hensyn til substituerbare produkter er brandloyalitet. B&O har stærke relationer til deres kunder og anses for at have en høj kundeloyalitet. Dette skyldes bl.a. at mange af deres kunder har handlet hos dem igennem mange år. Disse kunder ville have svært ved at identificere direkte substitutter, da deres præferencer er kompatibilitet, design og kvalitet. Det bør nævnes, at signalværdien i at investere i B&Os produkter er, at man er velhavende og har ekstravagant smag. Dette kan sænke graden af substituerbarhed. Kundeloyaliteten må dog antages at være faldende som følge af et mindre gap mellem segmenterne.

Tidligere havde B&O den overbevisning, at deres produkter skulle være selvstændige i den forstand, at de ikke skulle være komplementære til deres konkurrenters produkter. Ideen var, at B&O skulle tilbyde en fuldservice pakke, som dækkede alle behov hos kunden. I takt med at konkurrencen på markedet er blevet større, er man blevet nødt til at skabe produkter, som er komplementære med konkurrenternes produkter. Her tænkes på samarbejdet med Apple, som har været medvirkende til at give B&O en andel i et nyt marked, hvilket har hævet deres omsætning og kundetilgang. Dette er godt skildret ved, at B&Os hurtigst sælgende produkt er BeoPlay A8 under subbrandet B&O Play.⁵⁶

Ud fra ovenstående vurderes udbydere af substituerbare produkter at være mange og kunne udgøre en trussel mod B&Os omsætning på B2C-markedet.

Indenfor Automotive markedet er der få substitutter, jf. afsnit 3.3. Deres primære substitutter er de andre udbydere af high-end lydsystemer, som er Harman, BOSE og Dynaudio. B&O er som tidligere nævnt en førende aktør på markedet, og for at opretholde denne position stilles der krav til en kontinuerlig udvikling af teknologien, samt at der aktivt samarbejdes med deres partnere. Dette skal fortsat være gældende for, at B&O kan bibeholde deres konkurrencemæssige fordel.

En anden væsentlig substitut er standard lydsystemerne, som varierer i mellem bilproducenterne. Herved skal forstås, at jo højere kvaliteten på standard lydsystemet er, desto færre forbrugere må antages at vælge B&Os lydsystem som tilvalg.

B2B-markedet vurderes til at have få substitutter, og truslen fra disse anses derfor som lav.

3.4.4 Leverandørernes forhandlingsmagt

Som tidligere nævnt er B&O teknologiske followers, hvilket vil sige, at de videreudvikler på eksisterende teknologi fra markedet. De indkøber elektronikkomponenter og andre produktrelaterede råvarer og halvfabrikata fra over 220 forskellige leverandører, primært fra Europa og Asien. 90 % af deres samlede indkøbsbudget går til 40 forskellige leverandører.⁵⁷ Ovenstående vidner om, at B&O er afhængige af en lang række leverandører, og nogle af disse er sågar deres konkurrenter i branchen. Eksempler på dette er Philips, der leverer forskellige standardkomponenter, hvorimod producenter som Samsung og Panasonic står for levering af standardiserede fladskærmsmoduler.⁵⁸

Mangfoldigheden indenfor standardiserede produkter er stort, hvorfor B&Os grad af afhængighed for valg af leverandører er lille, og de derfor frit kan søge i markedet efter den teknologi med den højeste kvalitet til den laveste pris. Der er dog det aspekt, at enkelte leverandører leverer en kvalitet, som ikke kan fås andetsteds i markedet, hvorfor deres forhandlingsposition er langt højere end hos de andre. Her tænkes på de store spillere som Philips, Samsung og Panasonic.

B&O kan drage fordel af selv at være leverandør til de omtalte konkurrenter. Indenfor mobilindustrien anvendes ICEpower teknologien, hvilket i en forhandlingssituation kan være en faktor, som mindsker leverandørernes forhandlingsmagt. Ud fra ovenstående vurderes leverandørernes forhandlingsmagt at være svag på B2C-markedet. Det samme er gældende for B2B-markedet, da den primære leverandør til Automotive er ICEpower.

3.4.5 Konkurrenceintensiteten i branchen

Markedet for forbrugerelektronik er karakteriseret som et marked med høj konkurrenceintensitet. Antallet af konkurrenter, teknologiens kontinuerlige udvikling samt moderate vækstrater i markedet er faktorer, som er medvirkende til at skabe den høje intensitet på markedet, jf. afsnit 3.1. Som tidligere nævnt er det et købers marked, men B&O har formået at differentiere sig

gennem parametre som design og kvalitet, hvorfor de befinder sig på et nichemarked. Konkurrencen på dette marked er ikke nær så intensiv som det overordnede marked, men den kontinuerlige teknologiske udvikling lægger stort pres på B&O.

Etablerede producenter som Apple og Samsung er på nuværende tidspunkt i gang med at udvikle fjernsyn, som kan konkurrere med B&O på high-end markedet til lavere priser. Samsung vil lancere en ny topmodel i både plasma og LED, og priserne forventes at være ca. 28.000 kr. for et 55" LED-tv.⁵⁹ Apple iTV med 55" skærm forventes at koste omkring 15.000 kr.⁶⁰ Til sammenligning er prisen for BeoVision 7 med 55" skærm 92.670 kr, jf. Tabel 3-3.

Denne trussel har fået B&O til at udvide deres nuværende målgruppe til at henvende sig yderligere til den digitale generation med B&O Play, hvor der er højere omsætningsvolumener og væsentlig lavere dækningsgrader. På trods af de lave dækningsgrader har B&O Play bidraget positivt til den samlede omsætning, og det kan forventes at have øget kendskabsgraden til det overordnede brand, da 75 % af B&O Play-kunderne er førstegangskøbere, jf. afsnit 3.2.2.

Da B&O er et livsstilsbrand, som leverer komplette løsninger til hjem, biler, hoteller mv., anses de også som værende i konkurrence med andre livsstilsbrands på andre markeder, fx Mercedes, Louis Vuitton og Gucci. Dette er fordi forbrugeren kan stå med valget om enten at købe et komplet B&O-system til 392.300 kr.⁶¹ eller fx at købe en Mercedes. Begge produktgrupper kan karakteriseres som luksusgoder og er substitutter til hinanden, hvilket er medvirkende til at øge konkurrenceintensiteten.

Ud fra overstående vurderes konkurrenceintensiteten på B2C-markedet at være høj.

Konkurrencen på B2B-markedet er præget af få spillere, der primært konkurrerer på kvalitet og design. Den manglende priskonkurrence er ensbetydende med, at konkurrenceintensiteten er lavere end på B2C-markedet, jf. afsnit 3.4.2.

3.5 PEST

PEST-modellen benyttes til at danne et overblik over og analysere de makroøkonomiske omverdensforhold, der kan have en indvirkning på virksomhedens strategiske muligheder. Her skal de politiske, økonomiske, sociale og teknologiske faktorer belyses ud fra virksomhedens perspektiv. Da disse faktorer ligger uden for virksomhedens kontrol, er det vigtigt, at virksom-

heden proaktivt er i stand til at tilpasse sig ændringer i samfundet for at bevare en stærk forretningsmodel og konkurrenceevne.

3.5.1 Politiske faktorer

De politiske faktorer omfatter politiske og lovgivningsmæssige forhold, der kan få indvirkning på B&Os indtjeningsmuligheder. Som en global virksomhed er B&O underlagt lovgivningen og retningslinjerne i de lande, hvorpå de opererer. Da størstedelen af deres omsætning kommer fra Europa,⁶² er B&O i høj grad afhængig af EU-lovgivningen.

I december 2008 vedtog EU en ny lov om standby-forbrug på forbrugerelektronik for at skåne miljøet. Loven indeholdt bl.a., at standby-forbruget skulle være under 1 watt, og hermed kom en række af B&Os produkter i søgelyset pga. for højt strømforbrug. B&O fandt ud af, at produkterne kunne undtages fra reglerne, hvis de var en del af et netværk. Derfor blev deres angivelser om strømforbrug ændret til ”Networked standby”.⁶³ Lovgivninger som denne kan udfordre B&Os forretning, da deres produkter typisk har en lang levetid.

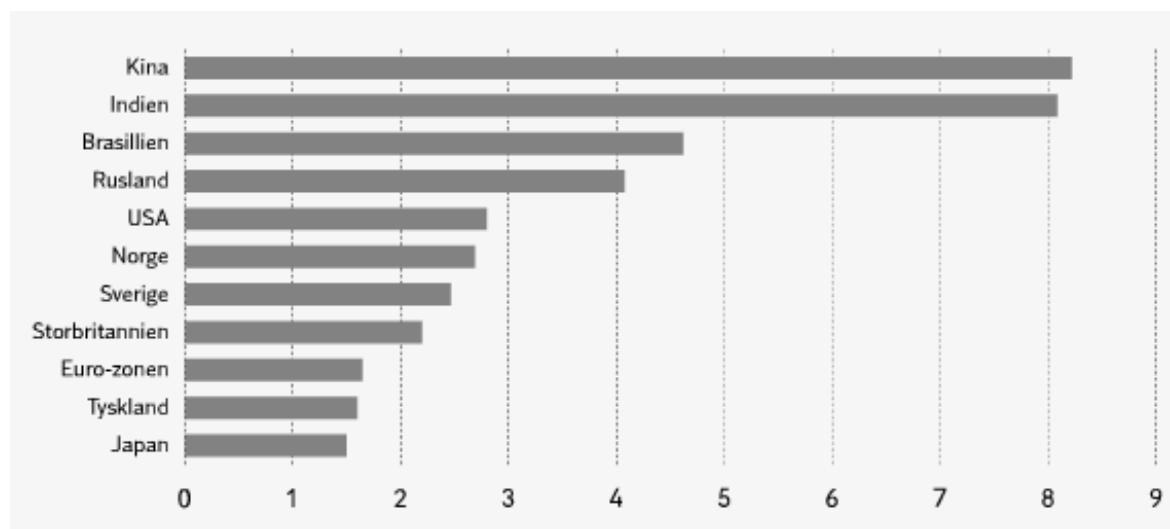
Da B&Os produkter betragtes som luksusgoder, kan der eksistere nationale lovgivninger, der tillægger luksusgoder skatter og afgifter. De væsentligste afgifter ses på BRIK-markederne, der tillægger importskatter, moms og forbrugsafgifter på luksusgoder. Visse luksusgoder får tillagt op til 365,6 % i afgifter i Brasilien.⁶⁴ Det kinesiske marked for luksusgoder er også underlagt høje afgifter, og undersøgelser fra KPMG viser, at omkring 71 % af de velhavende kinesere vælger at købe luksusgoder udenfor Kina.⁶⁵ Det samme gør sig gældende for de andre BRIK-lande. Dette kan udgøre en trussel for B&Os forretning, som kan resultere i lavere omsætningsniveauer end forventet.

3.5.2 Økonomiske faktorer

B&Os produktserier kan betegnes som luksusgoder og er derfor et af de første produkter, som forbrugerne fravælger under lavkonjunktur. B&O oplevede i regnskabsåret 2008/09 et markant fald i nettoomsætningen på over 1,3 mia. kr. i forhold til året før, jf. afsnit 4.2, svarende til et fald på omkring 32 %. Dette indikerer, at forbrugerne i høj grad fravalgte B&O, efter finanskrisen indtraf. Det betyder, at B&Os forretning er meget konjunkturfølsom, hvilket udgør betydelige risici i forhold til at holde en stabilt voksende omsætning.

EU-landene har tilsluttet sig Vækst- og Stabilitetspagten, der bl.a. indeholder et konvergenskriterie på maks. 60 % offentlig gæld i forhold til BNP. 14 af landene i EU har overskredet denne grænse, og som udviklingen tegner sig, kan dette resultere i en negativ vækst og velstand i EU.⁶⁶ Det kan derfor få negative konsekvenser for B&Os salg i Europa, hvis denne udvikling fortsætter. B&O har, som tidligere nævnt, planer om at reducere antallet af butikker i Europa og fokusere på øget salg i BRIK-landene, hvilket er i overensstemmelse med vækstmulighederne i områderne. OECD forventer en årlig vækst i BNP i BRIK-landene på 4-8 % frem til 2020, mens væksten i Europa kun forventes at være 1,5 %, jf. Figur 3-3 nedenfor.

Figur 3-3: Gns. årlig realvækst i BNP, 2011 - 2020



Kilde: <http://publikationer.di.dk/di/1186837979/4>

Finansielle risici kan også have en effekt på B&Os indtjeningsmuligheder. B&O meddeler, at omsætningen i udenlandsk valuta udgør 91 % af den samlede omsætning. Egenkapitalen påvirkes også af udsving i valutakurser som følge af omregning af overskud fra datterselskaber. Disse valutarisici er delvis afdækket i B&Os valutapolitik, men store udsving kan få en indvirkning på B&Os fremtidige cash flow.⁶⁷

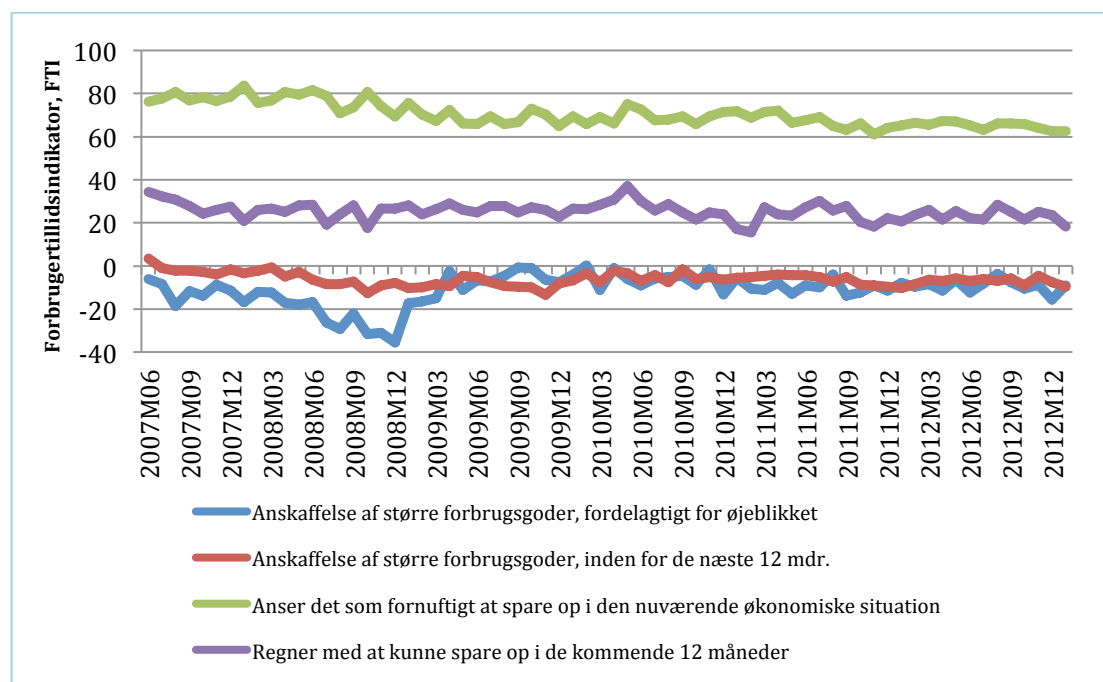
Renterisikoen vurderes af B&O til at være ubetydelig, da størstedelen af den rentebærende gæld er fastforrentet. Derudover vil de rentebærende aktiver ikke påvirkes betydeligt af renteudsving. Kreditrisikoen består primært af tab på tilgodehavender hos debitorer samt indestående i pengeinstitutter. B&O anvender i visse tilfælde bankgarantier eller debitorforsikring til at sikre udestående fordringer og opnår i andre tilfælde pant i varelagre eller andre aktiver. Kreditrisikoen vurderes at være lav, da B&O kun udgiftsførte 17,9 mio. kr. til tab på debitorer i regnskabsåret 2011/12.

3.5.3 Sociale faktorer

B&O er som udvikler af high-end elektronikudstyr følsom overfor ændringer i forbrugsvaner og livsstil. Under højkonjunktoren blev almindelig forbrugerelektronik udskiftet med high-end elektronik, der i tillæg til lyd og billede blev set som en del af indretningen. AV-udstyr fra B&O er derfor blevet anset som et statussymbol hos velhavende forbrugere igennem mange år.

Der er ingen tvivl om, at finanskrisen har sat en dæmper på forbrugernes vilje til at købe luksusbrands. En undersøgelse, foretaget af Danmarks Statistik, viser, at danske forbrugere ser det fordelagtigt at spare op under den nuværende økonomi. Derudover vil forbrugerne i gennemsnit bruge færre penge på anskaffelse af større forbrugsgoder indenfor de næste 12 måneder i forhold til de sidste 12 måneder, jf. Figur 3-4 nedenfor. Det ses, at forbrugertillidsindikatoren for anskaffelsen af større forbrugsgoder indenfor de næste 12 måneder har været negativ siden juli 2007, hvilket indikerer, at forbrugertilliden i Danmark har været faldende gennem hele perioden. Såfremt denne trend ikke vender indenfor de kommende år, vil B&O have svært ved at opnå en omsætningsvækst på AV-produkter i Europa. Et øget fokus på Automotive og B&O Play ses derfor som en af B&Os få muligheder for at opnå en samlet omsætningsvækst.

Figur 3-4: Forbrugeradfærd



Kilde: Danmarks Statistik, FORVI. Egen tilvirkning.

Finanskrisen har ikke påvirket BRIK-landene i samme grad, som den har påvirket Europa og Nordamerika. Det må derfor antages, at ovenstående figur ikke er repræsentativ for forbrugeradfærden i BRIK-landene. Kinesiske turister, der besøger København, har en langt større købelyst end europæere, hvilket kan tale for, at kinesernes rådighedsbeløb ikke er ændret væsentligt grundet finanskrisen.⁶⁸ En ekspansion på BRIK-markederne kan derfor ses som et succeskriterie for B&O, hvor en omsætningsvækst kan opnås, såfremt denne ekspansion lykkes.

Historisk set har B&O hovedsageligt tiltrukket den ældre og mere velhavende generation, jf. afsnit 3.3. Man kan argumentere for, at tidsrammen, hvor B&O kan sælge til deres kunder, øges i takt med stigningen i den gennemsnitlige levealder.⁶⁹ Med introduktionen af B&O Play har B&O tiltrukket en bredere kundegruppe, der med tiden kan overføres til B&Os dyrere produkter.

Forbrugeradfærden på elektronikmarkedet har ændret sig som led i digitaliseringen af AV, og B&Os kernekompetencer indenfor design er blevet mindsket i takt med, at forbrugernes præferencer er blevet ændret til, at fjernsyn skal være så tynde som muligt.

Den seneste tids trendsift⁷⁰ er blandt andet, at

- Streaming vinder indpas på markedet. Harddiske, netværksservere og cd'er bliver overflødiggjort i takt med, at man begynder at anvende cloud-baserede løsninger. Spotify, TDC Play og Vimp er streaming-tjenester, som anvender cloud-teknologien. Klassiske musikenheder som cd-afspillere, computere mm. møder stærk konkurrence fra smartphones, tablets og NAS-servere, da musik sjældent lagres lokalt. Høj hastighedsforbindelser til lave priser muliggør, at denne teknologi i høj grad anvendes.
- Mobile enheder er blevet den personlige fjernbetjening til lydsystemer.
- Kabler til lydsystemer bliver overflødige i takt med udviklingen i fx Apple AirPlay, DNLA mv. Disse teknologier er blevet markant forbedret, hvilket gør, at det nu kun er nødvendigt med et strømkabel.
- Design er blevet en vigtig parameter for flere brands, da forbrugere i højere grad ønsker, at lydsystemer skal fungere som et møbel i stuen eller være en del af et image.
- Brugervenligheden i lydsystemernes interface er et succeskriterie, og forbrugerne ønsker én enkelt fjernbetjening til hele deres AV-udstyr. Dette har tidligere været en af B&Os styrker, men fremadrettet kan apps til mobile enheder være løsningen.

- Forbrugerne forventer, at opdateringer til AV-udstyret løbende kan hentes uden omkostninger. Nye funktionaliteter kan medføre omkostninger, men at være opdateret forventes at være inkluderet i købsprisen. På high-end markedet er der større forventninger hertil, da produkternes levetid må forventes at være længere.
- Det bliver mere almindeligt, at fjernsyn, computere, tablets og mobiltelefoner skal være forbundet med hinanden. Derfor er ukompliceret integration blandt de digitale medier og fx Smart TV og Apple TV blevet en vigtig faktor.
- Time-to-market er blevet en vigtig faktor for overlevelse. Den konstante teknologiske udvikling gør, at produkternes levetid er blevet kortere. Det betyder, at followers skal blive hurtigere til at implementere teknologien i nye produkter for at undgå tab af markedsandele.
- Lave startpriser er en fordel. En af de seneste trends er, at man er begyndt at adskille audio- og videosystemer. Det vil sige, at producenterne af fjernsyn i mindre grad lægger vægt på lyd kvalitet for i stedet at kunne tilbyde fjernsyn til lavere priser. Forbrugeren kan derved købe et billigt fjernsyn i dag og spare op til at købe et lydsystem senere.
- Forbrugerne er blevet mindre loyale overfor brands, især indenfor teknologi. Den større gennemsigtighed på markedet, bl.a. gennem anmeldelser fra onlinetjenester såsom Pricerunner, har gjort, at forbrugerne er blevet mere tilbøjelige til at prøve nye brands.

3.5.4 Teknologiske faktorer

Elektronikbranchen er præget af en konstant teknologisk udvikling indenfor funktionalitet, indhold, design og kvalitet. Dette sætter høje krav til udviklere af AV-udstyr om at være innovative og ikke mindst hurtige til at reagere på teknologiske ændringer i markedet. Det kræver endvidere høj kapital for at følge med de store spillere, hvilket de færreste har.

Konsekvensen af at være teknologisk follower er, at B&O ikke selv afgør udviklingstiden eller trends på markedet. Time-to-market er derfor en vigtig parameter, da et stort tidsinterval fra en stor spiller har lanceret et produkt med ny teknologi, til B&O lancerer deres produkt baseret på samme teknologi, betyder tab af markedsandele.

Den konstante teknologiske udvikling i elektronikbranchen betyder også, at produkternes levetid er kortere i dag, end den har været tidligere. Dette er især gældende for video-segmentet. For 20 år siden kunne det samme B&O fjernsyn ses i stuerne i mere end 10 år, inden det blev udskiftet.

I dag bliver de fleste fjernsyn udskiftet indenfor 3-5 år. B&O forsøger at imødekomme forbrugernes efterspørgsel efter nye funktioner med softwareopdateringer til deres produkter, men ændringer i hardwareteknologien kræver udskiftning af produktet. Her er B&O-produkternes høje pris en stor ulempe, da de færreste har råd til at udskifte et fjernsyn til 60.000 kr. hvert fjerde år.

3.6 Forretningsområdernes livscyklus

3.6.1 BCG-modellen

Til at vurdere forretningsområdernes markedsandel og vækst anvendes BCG-modellen. Modellen bygger på antagelsen om, at det enkelte forretningsområde udvikler sig i henhold til den optimale livscyklus, hvilket betyder, at forretningsområdet starter som et Question Mark, udvikler sig til en Star, modner og bliver til en Cash Cow og afslutningsvis afvikles som Dog.

På grund af manglende adgang til estimer, markedsandele samt vækstrater for de enkelte produkter, anvendes B&Os overordnede forretningsområder. Dette gøres på trods af, at forretningsområderne kan have produkter i alle 4 faser i modellen.

Der tages udgangspunkt i B&Os nichemarked indenfor high-end elektronik. Det betyder, at de store spillere på lavprismarkedet ikke bliver taget med i analysen i dette afsnit.

Figur 3-5: BCG-modellen

		Markedsandel	
		Høj	Lav
Markeds- vækst	Høj	Star Automotive	Question Mark B&O Play
	Lav	Cash Cow AV ICEpower	Dog

Kilde: Egen tilvirkning

3.6.1.1 Question Mark

Et Question Mark defineres som et forretningsområde, der befinder sig på et marked med høj vækst og lav markedsandel. Dette forretningsområde kræver høje investeringer i driften for at

skabe vækst og er ikke selvfinansierende, da det kræver kapital fra de andre forretningsområder.⁷¹

B&O Play har haft stor fremgang siden etableringen i 2012, og omsætningen er steget med 155 % over det seneste regnskabsår. B&O Play kan forventes at opretholde høje vækstrater, grundet at distributionen udvides, og den tidligere høje omsætningsvækst er blevet genereret ud fra en spinkel produktportefølje, jf. afsnit 3.2.2. Endvidere må det antages, at forretningsområdet er mindre konjunkturfølsomt end AV, da produkterne forhandles til lavere priser. Dette kan også give anledning til, at de vil opleve højere vækst end AV i krisetider.

Forretningsområdets markedsandel må fortsat antages at være lav, da B&O Plays omsætning kun svarer til 18 % af AV i 2011/12. Dette taler for, at B&O Play kan karakteriseres som et Question Mark.

3.6.1.2 Star

Ved Stars forstås et forretningsområde på et vækstmarked med en høj markedsandel. For at bibeholde sin position på markedet kræves høje investeringer i driften. En kombination af stordriftsfordele og begrænset priskonkurrence betyder, at der skabes store overskud, der udelukkende reinvesteres. Det vil sige, at midlerne ikke bliver anvendt i andre forretningsområder. Når væksten aftager, bliver forretningsområdet til en Cash Cow.⁷²

B&Os revolutionerende teknologi indenfor car-fi lydsystemer har skabt et Blue Ocean, som har givet virksomheden en konkurrencefordel i forhold til de andre konkurrenter.⁷³ B&O differentierer sig ved at producere kompakte højtalereenheder med high-end lyd kvalitet, der overgår konkurrenterne. Automotive har udmærket sig med prisen som det bedste lydsystem til biler tre år i træk, hvilket cementerer deres unikke produkt kvalitet og design. Dette illustreres yderligere gennem det voksende antal samarbejdspartnere. I 2005 var B&Os lydsystem kun installeret i Audi A8, og i dag har de derudover aftaler med Mercedes, BMW og Aston Martin.

Der er mulighed for store overskud i Automotive, da bilproducenterne og slutbrugerne ikke ser prisen som en vigtig parameter. Den høje pris giver en indikation af produktets kvalitet og øger derfor den kundeopfattede værdi. Antallet af samarbejdspartnere og deres unikke position på high-end markedet må antages at medføre høje markedsandele.

Ovenstående taler for, at Automotive er en Star.

3.6.1.3 Cash Cow

Cash Cows karakteriseres ved, at virksomheden nærmer sig en ligevægtstilstand uden de store ekspansionsmuligheder indenfor det givne segment. Virksomheden er markedsleder på området, hvilket giver en begrænset priskonkurrence og et stort og stabilt overskud. Det cash flow, der genereres, kan stilles til rådighed for virksomhedens øvrige forretningsområder og skabe vækst i Stars og Question Marks.

High-end markedet for AV-produkter består af B&O, Loewe og en række mindre producenter.⁷⁴ Der findes andre high-end producenter såsom CAV Audio og Wharfedale, men da disse ikke er børsnoteret, har det ikke været muligt at beregne markedsandele. Der ses derfor her bort fra andre spillere.

Tabel 3-12: Omsætning og markedsandele i AV for B&O og Loewe

(mio. kr.)	B&O 2010/2011	Loewe 2011	Total Marked
Video	1.228,0	1.881,9	3.109,9
Audio	850,0	161,7	1.011,7
AV i alt	2.078,0	2.043,5	4.121,5
Markedsandel	50,4%	49,6%	100,0%

Kilde: B&O Årsrapport 2010/11 og Loewe Årsrapport 2011. Egen tilvirkning.

Anm.: Euro-kurs anvendt er 7,45 DKK/EUR. Årsrapporten 2011/12 opdeler ikke omsætning i audio og video, hvorfor tallene for 2010/11 anvendes.

Som det fremgår af Tabel 3-12 ovenfor, har B&O en markedsandel ift. Loewe på 50,4 %, hvilket vurderes til at være en relativ høj markedsandel. B&O har oplevet et fald i omsætningen for AV siden regnskabsåret 2007/08. Endvidere er det generelle marked for AV faldende, jf. afsnit 3.1. Dog er bruttoavancen på forretningsområdet på hele 43,1 %, jf. afsnit 2.5.5, hvilket taler for, at B&O fortsat har et højt overskud fra AV.

Forretningsområdet AV har siden 2007/08 været faldende og lidt under en forældet produktportefølje og høje priser. B&O har besluttet at fokusere R&D på audio-delen, da rentabiliteten er bedre og audio-segmentet anses som deres kernerdrift. Dette vurderes fremadrettet at kunne forbedre deres produktportefølje, hvilket vil muliggøre en lang og stabil indtjening, som der er set tidligere i B&O, jf. afsnit 3.2.1.

Derimod er B&Os lange time-to-market en svaghed især i videosegmentet. Den konstante udvikling gør, at når B&O får implementeret allerede eksisterende teknologi i et nyt tv, er det allerede forældet, da producenterne af tv-komponenter kan have lanceret nye produkter baseret

på nyere teknologi. Koncept- og produktudvikler Christian M. Andersen fra CMAConcept siger, at *”kunderne også falder fra, fordi den teknologiske udvikling indenfor forbrugerelektronik går meget hurtigt for øjeblikket, og dermed risikerer kunderne, at deres nyeste B&O investering bliver overhalet inden om af udviklingen.”*⁷⁵ Dette synspunkt underbygges yderligere af direktør Casper Nørgaard fra Handelsbanken Capital Markets, der mener, at B&Os udviklingstid ikke er lav nok til at cope med de teknologiske omskifteligheder i markedet. Dette er B&O opmærksom på, hvilket har ledt til, at de har indgået teknologiske partnerskaber til udviklingen af tv-komponenter, jf. afsnit 3.2.1.

Ovenstående taler for, at AV-forretningsområdet er en Cash Cow.

ICEpowers omsætning afhænger af udviklingen og markedsvæksten i de andre forretningsområder, da der leveres forstærkerenheder til hele produktporteføljen. Det ses også i B&Os resultatopgørelse i og med, at omsætningen i ICEpower tilnærmelsesvis følger udviklingen i den samlede omsætning.

ICEpower indgik i 2003 en eksklusivafteale med Samsung, hvilket gjorde dem til en etableret producent af forstærkerenheder til mobilmarkedet. Derudover skabte dette stor indtjening på grund af Samsungs position som markedsleder på mobilmarkedet. Eksklusivaftealen ophørte i 2009 og har bevirket, at ICEpower kan henvende sig til flere spillere på markedet.⁷⁶

B&O har som tidligere nævnt en stærk position på Automotive-markedet med samarbejdsaftaler med nogle af de væsentligste bilproducenter på markedet. Dette har en direkte afsmitning på ICEpowers omsætning. B&Os største forretningsområde bidrager også til ICEpower.

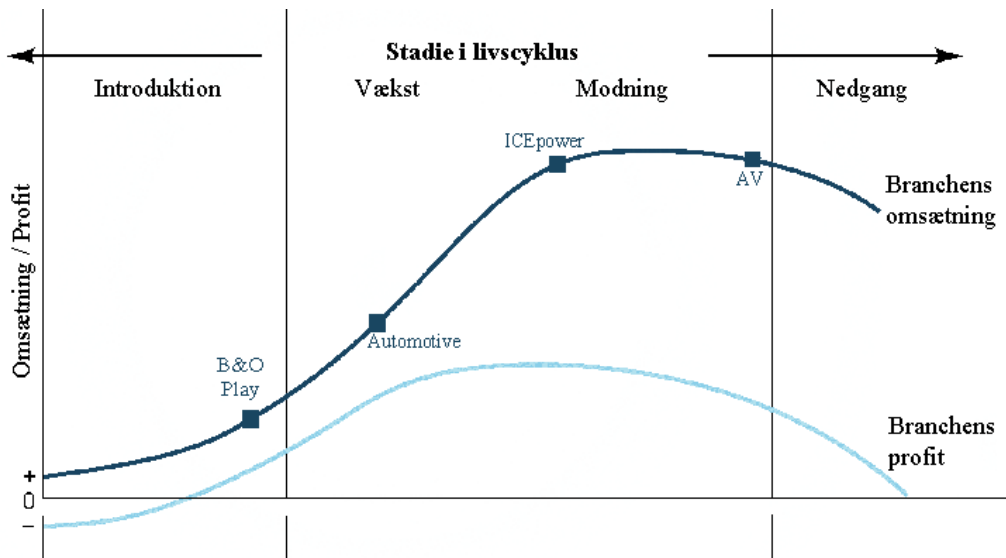
På baggrund af ovenstående ses det rimeligt at antage, at ICEpower også er markedsledere på high-end markedet. Dette taler for, at forretningsområdet kan karakteriseres som en Cash Cow.

3.6.2 PLC-kurven

Product Life Cycle, herefter PLC, bliver anvendt til at analysere forretningsområder, produktformer, produkter og brands. Udbyttet af denne analyse er at få et indblik i, hvilken fase B&Os forretningsområder befinder sig i, og derudfra vurdere, hvilke muligheder og eventuelle trusler de står overfor. PLC inddeler levetiden på forretningsområderne i 4 stadier: Introduktion (Question Mark), vækst (Star), modning (Cash Cow) og nedgang (Dog).

Kurven viser forholdet mellem salg og profit i takt med, hvilket stadie forretningsområderne befinder sig i. På baggrund af det foregående afsnit placeres forretningsområderne på PLC-kurven.

Figur 3-6: PLC-kurven



Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af Figur 3-6 ligger forretningsområderne ICEpower og AV i modningsfasen. Såfremt forretningsområdet AV deles op i audio og video, vil videodelen placeres i slutningen af modningsstadiet på vej mod nedgang, hvorimod audio-delen vurderes at ligge efter toppunktet på PLC-kurven, da branchens omsætning er faldende, jf. afsnit 3.1. Automotive vurderes at være i vækstfasen, hvorimod B&O Play befinder sig i introduktionsfasen, da forretningsområdet er nyt og har store vækstmuligheder. Forretningsområdernes placering blev begrundet i afsnit 3.6.1.

3.7 Status på strategien

Som budgettet i afsnit 5.3.1 klart udtrykker, vurderes det ikke, at B&O kan opnå deres målsætninger for 2016/17. B&O skal levere en markant salgsvækst i strategiperioden fra 2012/13 til 2016/17 svarende til en CAGR mellem 27 % og 34 %, hvis der skal opnås en omsætning på 8-10 mia. kr.

B&O forventer, at forretningsområderne AV, B&O Play og Automotive udgør henholdsvis 60 %, 20 % og 20 % af omsætningen i 2016/17. Ud fra vores opfattelse anses AV-segmentet som

den største risikofaktor for strategien. Vores bud på en fordeling mellem forretningsområderne i 2016/17 er, at AV udgør 40 %, B&O Play 32 % og Automotive 28 %, jf. afsnit 5.3.1.5.

Det strategiske rationale for både Automotive og B&O Play er at øge omsætningen og rentabiliteten samt at gøre B&Os brand mere attraktivt overfor traditionelle kunder.

Den overordnede omsætning og rentabilitet er generelt blevet forbedret og er drevet af segmenterne Automotive og B&O Play med høje vækstrater i den historiske periode. Derimod har AV været faldende i hele perioden og er en af de væsentlige grunde til, at B&O ikke har opnået sine delmål. Lanceringen af subbrandet B&O Play har medført en risiko for kannibalisering mellem AV og B&O Play, grundet at slutbrugerne kan have svært ved at skelne forskellene på tværs af segmenterne andet end den lavere pris. Dette kan have været en medvirkende faktor til den faldende omsætning på AV. Yderligere årsager til faldet beskrives i afsnit 3.2.1. På den anden side har forretningsområderne Automotive og B&O Play udvidet kundebasen betydeligt, hvilket er illustreret ved, at 75 % af kunderne, som køber B&O Play, ikke tidligere har været B&O kunder, hvor det er 90 % indenfor Automotive, jf. afsnit 3.2.2. Dette taler for, at B&O er blevet mere attraktive overfor den traditionelle slutbruger.

Det vurderes, at B&O har nået størstedelen af deres ”must-win battles” for året 2011/12, dog med undtagelse af effektiviseringen af distributionsnettet, hvilket bl.a. kan tilskrives den fortsatte recession i Europa samt overtagelsen af master dealers i Kina og Brasilien.⁷⁷

Ledelsens fokus har derudover været at skabe en fundamental ændring med hensyn til at forbedre sin time-to-market under produktudviklingen. Dette har bevirket, at B&O har besluttet ikke at være en pioner på alle områder, men i stedet skal sørge for at fokusere sin R&D på kerneforretningen, jf. 3.2.1. Dog skal B&O stadig overbevise markedet om, at deres time-to-market er blevet forbedret.

Nedenfor er vist en tabel med status over strategien ”Leaner, Faster, Stronger”.

Tabel 3-13: Status på "Leaner, Faster, Stronger"

"Must-win battles"	Status	Handling	Vores kommentar
Øget fokus på lyd og akustik samt styrkelse af forretningsområdet Automotive	På rette vej	Etableret et lyd- og akustisk innovationsteam. Lanceret nye audio produkter: Beolab 12, BeoPlay A3, BeoPlay A8, BeoPlay A9, Beolit 12. Styrkelse af Automotive gennem lancering af nye lydsystemer til bilmodeller.	Fokus på kernekompetencer. Nye produkter lanceret nov. 2010 til jan. 2013. ⁷⁸ Nogle af produkterne må have været i pipelinen inden den nye strategi blev lanceret.
Lancering af et nyt forretningsområde og udvidelse af distributionen	På rette vej	B&O Play blev lanceret i jan. 2012. Repræsenterer 19 % af oms. for halvåret 2012/13 og udgør 24 % af B2C-markedet. Der er indgået distributionsaftaler med Apple, John Lewis, Excelsior mv. Der er åbnet en e-commerce platform.	Succesfuld lancering af nyt subbrand. Omsætningsniveauet taler sit eget sprog. Penetrering af det kinesiske marked med dedikerede B&O Play-butikker. E-butik åbnet og benyttet af forbrugere.
Omstrukturering af detail-netværket – øget kundefokus og profitabilitet	Efter tidsplan	Nyt B1-butikskoncept lanceres foråret 2013. Øget kundeflow i B1-butikker ved introduktion af B&O Play. Lukning af butikker, som ikke er rentable for at løfte kvaliteten.	Forventet åbning i Beijing og København i foråret, jf. afsnit 3.2.3. B&O Play har ikke skabt øget AV-salg på trods af de flere kundebesøg. Lukninger af butikker sker ikke i det ønskede tempo. ⁷⁹
Udvidelse af forretningen på BRIK-markeder	Efter tidsplan	Oprettet et nationalt salgskontor i Shanghai. Master dealers i Midt- og Sydkina samt Brasilien skal overtages. Partnerskab med Sparkle Roll i Kina. Åbne 50 nye B&O Play-butikker i 2013 (shop-in-shops)	Hensigtserklæring vedr. overtagelse af master dealers i Midtkina er underskrevet. ⁸⁰ Overtaget distributionsret i Brasilien. ⁸¹ Nye B&O Play-butikker åbnet.
Skabe et bedre samarbejde til partnere indenfor AV-udvikling og indkøb	På rette vej	Etableret et kontor i Singapore for at udvide samarbejdet med partnere omkring AV udvikling og indkøb. Øget fokus på kernekompetencer – lyd, design og bruger-interface. Skabt bedre pris-værdi forhold for TV-segmentet – øget konkurrencedygtighed.	Mindske omkostninger og opnå større effektivitet. ⁸² Er gået back to basics. Pris er blevet mindre, dog er det et spørgsmål om de stadig er for højt prissat.
B&O skal trimmes og gøres mere adræt på det globale plan	På rette vej	Organisationen trimmet og gjort mere omstillingsparat. Salgs- og marketingafdeling er flyttet fra Struer til Lyngby. Forbedret produkttiming og fokuseret lancering på "launch windows".	Den proces skal fortsætte. Skabt større rekrutteringspotentiale – mulighed for bedre human kapital. Skabt mere awareness om produkter gennem launch windows.

Kilde: B&O Kvartalsrapport 2012/13, 2. kvartal. Egen tilvirkning.

3.8 SWOT (delkonklusion)

I følgende afsnit vil der blive opsummeret på den strategiske analyse. Konklusionerne vil blive opdelt i styrker, svagheder, muligheder og trusler og opstilles i en SWOT-tabel med dertilhørende regnskabsmæssige konsekvenser.

Brand, kvalitet, kompatibilitet og design er nogle af B&Os vigtigste styrker, der er med til at retfærdiggøre produkternes høje pris og bruttoavance. Kundeloyaliteten hos B&O har igennem tiden været høj, men er blevet påvirket negativt af den øgede konkurrence på deres respektive markeder.

High-end markedet består af få direkte konkurrenter på både B2B- og B2C-markedet, hvilket er en styrke, som mindsker graden af substituerbarhed. Lavkonjunktureren har dog været med til, at kunderne i højere grad substituerer mod billigere produkter på AV-markedet. Dette taler samlet set for en stabil indtjening.

B&Os produkter bliver solgt gennem B1-butikker og shop-in-shops, hvilket er en styrke for brandet og retter kundernes fokus mod deres produkter. Dette er med til at give B&O et stærkt distributionsnet. B&O har dog set sig nødsaget til at lukke en række butikker i Europa på grund af en tilbagegang i markedet og retter derfor deres fokus mod BRIK-landene, hvor store vækstrater forventes i de kommende år. De store omkostninger, der er forbundet ved at åbne og lukke butikker, påvirker B&Os overskud negativt på kort sigt, men det vil på sigt skabe en bedre rentabilitet.

B&Os aktive samarbejde med bilproducenterne gør, at der opbygges et unikt know-how, som anvendes til at levere produkter, der øger den kundeopfattede værdi af det samlede produkt, og derigennem opnår B&O en konkurrencefordel på Automotive-markedet. Samarbejdet med Apple medfører, at B&O Play henvender sig til en bredere målgruppe, samt at deres produkter bliver komplementære til de succesfulde Apple-produkter. Samarbejdet med master dealers på de nationale markeder og det strategiske samarbejde med fx Sparkle Roll er medvirkende til en indsigt i lokale, kulturelle forhold. Disse samarbejdsaftaler medfører en stigning i B&Os omsætning, hvilket øger EBITDA-marginen.

En af B&Os største udfordringer er at mindske deres lange time-to-market. Deres strategi som teknologisk follower indebærer, at de skal være hurtige til at tilpasse sig omskiftelighederne i markedet, således at deres produkter ikke er forældet, inden de kommer på markedet.

Finanskrisen har medført, at forbrugstilbøjeligheden er blevet svækket og har haft en indvirkning på forbrugernes valg af elektronik. B&Os høje pris kan derfor ses som en svaghed, da forbrugerne i lavere grad er villige til at betale prisen for produkterne. Endvidere er markedet med tiden blevet mere dynamisk, hvilket vil sige, at spændet mellem spillerne på low- og high-end markedet er blevet mindre. Ovenstående vil have negativ effekt på omsætningen.

En udvidelse af B&Os produktportefølje, hovedsageligt gennem B&O Play, anses som værende en af mulighederne for at øge omsætningen. Men den lavere bruttoavance på Play-forretningsområdet kan være en trussel mod B&Os brand og eksklusivitet.

Afgifter og skatter på luksusgoder på BRIK-markederne kan begrænse indtjeningsmulighederne, da kunderne i højere grad vælger at købe luksusgoder i andre lande.

Størstedelen af B&Os omsætning er i udenlandsk valuta, hvilket gør, at de er stærkt eksponeret mod udsving i valutakurser. Derudover er konjunkturer også en trussel mod sikkerheden i omsætningen.

Tabel 3-14: SWOT-analyse

	Indhold	Regnskabsmæssige konsekvenser
Styrker	1. Brand, kvalitet, kompatibilitet og design 2. Kundeloyalitet 3. Få direkte konkurrenter til AV, B&O Play og Automotive 4. Forbedret distributionsnet 5. Mange års erfaring og know-how indenfor deres nicheområder 6. Tredjeparts aftaler, master dealers, partnerskaber med bilproducenter og andre strategiske samarbejdsaftaler (fx Sparkle Roll)	1. Høj bruttoavance og tilbagevendende omsætning → Stabil EBITDA-margin 2. Tilbagevendende omsætning → Stabil EBITDA-margin 3. Stabil indtjening → Stabil EBITDA-margin 4. Øget salg → Stigende EBITDA-margin 5. Øget driftssikkerhed, bedre omdømme, øget salg → Stigende EBITDA-margin 6. Øget salg → Stigende EBITDA-margin
Svagheder	1. Lang time-to-market – teknologisk follower 2. Produkternes høje pris 3. Åbning og lukning af butikker – ændring i geografisk placering 4. Forældet produktportefølje på AV 5. Høj konjunkturfølsomhed	1. Tab af omsætning, høje udviklingsomkostninger → Faldende EBITDA-margin 2. Faldende salg → Faldende EBITDA-margin 3. Faldende salg på kort sigt, høje omkostninger på kort sigt, besparelser på lang sigt → Faldende EBITDA-margin på kort sigt, stigende EBITDA-margin på lang sigt 4. Tab af omsætning → Faldende EBITDA-margin 5. Tab af omsætning i lavkonjunktur og vice versa → +/- effekt på EBITDA-margin
Muligheder	1. Høj vækst på BRIK-markederne 2. Udvidelse af produktportefølje	1. Øget indtjening → Stigende EBITDA-margin 2. Øget salg → Stigende EBITDA-margin
Trusler	1. Negativ vækstrate på det primære geografiske område (Europa) 2. Mindre gap mellem low- og high-end på AV-markedet 3. Prisreduktion i B&O Play kan skade brandet og mindske eksklusiviteten 4. Valutakurs- og konjunkturudsving 5. Afgifter og skatter på luksusgoder	1. Faldende omsætning → Faldende EBITDA-margin 2. Tab af markedsandele, faldende omsætning → Faldende EBITDA-margin 3. Faldende omsætning og bruttoavance → Faldende EBITDA-margin 4. Stigning/fald i omsætning → +/- effekt på EBITDA-margin 5. Tab af omsætning → Faldende EBITDA-margin

Kilde: Egen tilvirkning

Nettoeffekten af ovenstående konsekvenser vurderes at være faldende EBITDA-margin på kort sigt, men der er mulighed for en stabil eller stigende EBITDA-margin på lang sigt, såfremt ekspansionen i BRIK-landene bliver en succes, og AV lykkes med deres turnaround.

4 Regnskabsanalyse

Følgende skal B&Os økonomiske udvikling analyseres, og der skal gives indikationer omkring den fremtidige udvikling. Til denne analyse skal B&Os offentliggjorte årsrapporter for perioden 1. juni 2007 – 31. maj 2012 gennemgås. Den offentliggjorte halvårsrapport for 1. regnskabs-halvår 2012/13 skal ikke inddrages i regnskabsanalysen, da det ikke findes retvisende at anvende halvårsdata grundet sæsonudsving. Dog vil halvårsrapporten anvendes i budgetteringen for at give en indikation af udviklingen.

Indledende skal eventuelle korrektioner til regnskaberne foretages. Derefter skal der foretages reformuleringer af resultatopgørelsen og balancen for at klargøre disse til analysebrug. Til sidst skal der gennemføres en rentabilitetsanalyse med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model. Regnskabsanalysen skal sammen med den strategiske analyse fra det foregående kapitel danne grundlag for budgettet i kapitel 5.

4.1 Regnskabsgennemgang

B&Os regnskabsmæssige udvikling skal vurderes ud fra den normale drift. For at lave en korrekt værdiansættelse skal der sikres, at datamaterialet er retvisende. Derfor er det af betydning, at B&Os årsrapporter kontrolleres for følgende:

1. Revisionspåtegninger
2. Anvendt regnskabspraksis
3. Regnskabsnoter – transitoriske poster

4.1.1 Revisionspåtegninger

Revisionspåtegningen udarbejdes efter endt revision af det pågældende selskab og bruges af revisor til at konkludere på sine observationer. Formålet med påtegningen er at give regnskabet en troværdighed og sikre, at eksterne regnskabsbrugere såsom investorer kan skabe sig et overblik over regnskabets validitet. Ved eventuelle påtegninger er det op til den enkelte at vurdere, hvorledes disse forbehold vil påvirke regnskabets informationer og validitet.

Deloitte har foretaget revisionen af alle B&Os regnskaber i analyseperioden og konkluderer på baggrund af årsregnskabet 2011/12 følgende:

Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet og årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens og selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. maj 2012 samt af resultatet af koncernens og selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. juni 2011 – 31. maj 2012 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.⁸³

Ud fra ovenstående kan det konstateres, at der hverken er givet supplerende oplysninger eller taget nogle forbehold, hvilket signalerer, at B&Os årsregnskaber er retvisende og lever op til de gældende regnskabsstandarder.

4.1.2 Regnskabspraksis

Den anvendte regnskabspraksis giver en beskrivelse af, hvordan virksomheden indregner og måler deres finansielle tal i årsrapporten.

B&O aflægger deres årsrapporter i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards, herefter IFRS, som er godkendt af EU, og danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber, der anvendes for både koncernen og moderselskabet i henhold til årsregnskabsloven. Endvidere opfylder rapporterne IFRS udstedt af IASB.

Det er vigtigt at kontrollere årsrapporterne i analyseperioden for kontinuitet, da ændringer i regnskabspraksis kan influere sammenligneligheden, hvilket kan have en indvirkning på vores konklusioner i regnskabsanalysen. Ved ændringer i regnskabspraksis foretages en reklassifikation, og herved opnås kontinuitet.

Ved gennemgang af årsrapporterne er der fundet ændringer i regnskabspraksis, hvilket vil blive beskrevet nedenfor. Ændringerne er foretaget for at give et mere retvisende billede af præsentationen af posterne i regnskaberne.

B&O ændrede regnskabspraksis i årsrapporten 2010/11, hvilket indbefattede en ændring i præsentationen af modtagne eksterne tilskud til immaterielle udviklingsprojekter samt emnebestemte værktøjer. Ændringen har betydet, at de eksternt modtagne tilskud modregnes direkte i de aktiverede omkostninger i takt med færdiggørelse af projektet. Tidligere blev modtagne eksterne tilskud klassificeret som en kortfristet forpligtelse og først modregnet i de aktiverede omkostninger ved færdiggørelse af projektet.

Ændringen har ingen effekt på resultatopgørelsen, men influerer derimod balancen, hvilket der skal korrigeres for i reformuleringen af balancen. Der foreligger kun tal for effekten af ændringen i 2008/09, 2009/10 og 2010/11, hvilket bevirker, at effekten for 2007/08 skal estimeres. Estimeringen baseres på et gennemsnit af de tre efterfølgende regnskabsår og beregnes for at sikre kontinuitet. Beregningen af estimatet fremgår af Bilag 5, og ændringerne er foretaget i den analytiske balance i afsnit 4.3.

4.1.3 Gennemgang af regnskabsnoter – transitoriske poster

I det følgende skal regnskabsnoterne gennemgås for at vurdere, om der foreligger informationer, der giver anledning til en reformulering af regnskaberne. Der oplyses i Årsrapporten 2011/12, at B&O er involveret i enkelte igangværende retssager. Ledelsen vurderer, at retssagernes udfald ikke vil have en væsentlig indvirkning på B&Os finansielle stilling, og der foretages derfor ikke korrektioner hertil.⁸⁴

I regnskabsåret 2008/09 blev der indregnet omstrukturingsomkostninger i resultatopgørelsen. Omstrukturingsomkostningerne i regnskabsåret 2008/09 kan anses som værende af transitorisk karakter, da denne omkostningstype ikke fremgår i andre regnskabsår. Der kan argumenteres for, at omkostningen kan være tilbagevendende, da B&O i 2012/13 er i gang med restruktureringer af forhandlernetværket. Disse omstruktureringer kan forventes at blive indregnet i 3. kvartal 2012/13.⁸⁵ Dog er disse to forhold ikke tilstrækkelige til at vurdere, hvorvidt omstrukturingsomkostningerne har tilbagevendende karakter. Derudover anses disse restruktureringer ikke som en del af B&Os normale drift, hvorfor der skal korrigeres for denne post i 2008/09. Omkostningerne fremgår som ekstraordinære poster efter skat.

Andre driftsindtægter i 2009/10 omfatter avance ved salg af ejendom i Schweiz. Denne avance er ikke tilbagevendende, hvorfor der bør korrigeres for denne. Dette gøres ved at placere indtægten under ekstraordinære poster i den analytiske resultatopgørelse. Derudover skal fratrædelsesgodtgørelsen til Torben Ballegaard Sørensen i 2007/08 på 8,3 mio. kr. og til Karl Kristian Hvidt Nielsen i 2010/11 på 14,4 mio. kr. reklassificeres fra administrationsomkostninger til omstrukturingsomkostninger under ekstraordinære poster efter skat.

Det fremgår af Årsrapporten 2010/11, at B&O som følge af underskud har besluttet at suspendere de langsigtede mål for selvfinansieringsgrad og finansiell gearing. Flere af initiativerne i den

nye strategiplan er kapitalkrævende, og det kan forventes, at B&O vil optage yderligere gæld til finansieringen. Dette vil danne grundlag for budgetteringen af den fremtidige kapitalstruktur.

Regnskaberne har ikke givet anledning til yderligere korrektioner.

4.2 Reformulering af resultatopgørelsen

Ved at skille driftsaktiviteten fra den finansielle aktivitet sikres det, at regnskabet kan anvendes til den senere rentabilitetsanalyse. Reformuleringen er derudover med til at korrigere for ikke-driftsrelaterede aktiviteter, således at den faktiske værdiskabelse kan ses. En af de vigtigste overskudskomponenter er driftsoverskuddet efter skat, NOPAT,⁸⁶ der fremkommer som EBIT korrigeret for den effektive skattesats.

Til brug for afhandlingens analyser er omsætningen opdelt efter forretningsområde, jf. B&Os årsrapporter, og dernæst som nettoomsætning. Som tidligere nævnt blev nogle produkter flyttet fra AV til B&O Play ved lanceringen af subbrandet, hvorfor omsætningen for B&O Play i 2010/11 fremgår på trods af, at det først blev lanceret i januar 2012.

I B&Os regnskaber er årets af- og nedskrivninger indregnet i driftsomkostningsposterne. De skal udskilles fra disse poster for at kunne danne overblik over deres størrelser, som senere skal bruges i budgetteringen. Afskrivningerne trækkes herefter fra EBITDA.

De transitoriske poster, der blev belyst i afsnit 4.1.3, fremgår som ekstraordinære poster korrigeret med den effektive skattesats.

Den analytiske resultatopgørelse ses nedenfor i Tabel 4-1.

Tabel 4-1: Analytisk resultatopgørelse

(mio. kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
AV	3.860,8	2.539,0	2.411,5	2.130,5	2.043,1
Automotive	123,0	174,0	268,0	451,7	454,0
B&O Play				148,3	377,6
Brand-understøttet omsætning	3.983,8	2.712,0	2.679,5	2.730,5	2.874,7
ICEpower, inkl. intern omsætning	108,2	77,5	66,5	80,6	93,3
Brand-uafhængig omsætning	108,2	77,5	66,5	80,6	93,3
Effekt af forskelle i valutakurser anvendt i den interne ledelsesrapportering			15,5	55,8	39,7
Nettoomsætning	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7
Produktionsomkostninger	-2.080,7	-1.573,9	-1.574,8	-1.628,9	-1.734,8
Bruttoresultat	2.011,3	1.215,6	1.186,7	1.238,0	1.272,9
Udviklingsomkostninger	-381,8	-308,9	-211,4	-172,7	-170,5
Distributions- og marketingomk.	-988,0	-915,0	-694,6	-647,7	-633,5
Administrationsomk. mv.	-139,3	-101,5	-82,4	-103,8	-98,4
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	502,2	-109,8	198,3	313,8	370,5
Af- og nedskrivninger	-299,2	-280,6	-245,4	-239,6	-248,1
Driftsresultat (EBIT)	203,0	-390,4	-47,1	74,2	122,4
Skat af EBIT	-54,7	104,6	15,9	-22,4	-36,3
Driftsresultat efter skat (NOPAT)	148,3	-285,8	-31,2	51,8	86,1
Nettofinansielle omkostninger	-29,8	-29,8	-9,1	-19,9	-16,1
Skat af finansielle indtægter	8,0	8,0	3,1	6,0	4,8
Resultat af kapitalandele i associerede selskaber efter skat	-11,2	2,3	-6,7	0,2	-2,1
Ekstraordinære poster efter skat	-8,3	-77,2	8,8	-14,4	
Årets resultat	107,0	-382,5	-35,2	23,7	72,7

Kilde: B&O Årsrapporter. Egen tilvirkning.

4.3 Reformulering af balancen

Herefter skal balancen reformuleres således, at den matcher opdelingen i drift og finansiering, der blev anvendt i den analytiske resultatopgørelse. Balancesummen viser den investerede kapital, som vil blive anvendt i de kommende analyser. Derudover fremgår virksomhedens nettorentebærende gæld og nettoarbejdskapital.

Materielle anlægsaktiver består bl.a. af grunde og bygninger, maskiner, andre anlæg, driftsmateriel og inventar og kan tilskrives virksomhedens driftsaktiver, da de er direkte knyttet til virksomhedens drift. De immaterielle anlægsaktiver vedrører driften og klassificeres som

driftsaktiver. Investeringsejendomme er bygninger beliggende i Struer, der anvendes til produktion, lager og kontor, og kan derfor ses som driftsrelaterede.

Tilgodehavender fra salg, tilgodehavender hos associerede virksomheder, tilgodehavende selskabsskat samt andre tilgodehavender relaterer sig til driften og vil derfor placeres under driftsaktiverne.

Udskudt skat kan karakteriseres som driftsaktiver og -forpligtelser, da de bl.a. stammer fra skattemæssige underskud, der kan tilskrives driften, samt fra andre driftsaktiver. Periodeafgrænsningsposter omfatter indtægter og udgifter, der vedrører efterfølgende regnskabsår, og anses ikke som værende rentebærende.

Kapitalandele i associerede virksomheder består af aktieposter i henholdsvis John Bjerrum Nielsen A/S og B&O Medicom A/S. Selskabernes aktiviteter omfatter industrilakering, fremstilling af radio- og TV-kabinetter og anden fabrikation⁸⁷ samt udvikling og produktion af avanceret medicinsk udstyr.⁸⁸ Der kan argumenteres for, at aktiviteterne i John Bjerrum Nielsen A/S skal klassificeres som et driftsaktiv, da de ikke adskiller sig væsentligt fra koncernens primære drift og kan anses som en strategisk investering. Opdelingen af bidraget fra de to virksomheder fremgår imidlertid ikke af B&Os regnskaber, hvorfor den samlede post anses som værende et finansielt aktiv.

Andre finansielle tilgodehavender klassificeres som et finansielt aktiv, da posten primært vedrører udlån til ikke-tilknyttede virksomheder og derfor må anses som værende rentebærende.⁸⁹

Likvide beholdninger forudsættes som udgangspunkt at være et finansielt aktiv, da det anses som overskudslikviditet, der placeres. Der kan argumenteres for, at de likvide beholdninger bør inddeles i drift og finansiering, da B&O har et naturligt behov for driftslikviditet til at dække udgifter vedrørende løn til ansatte, betaling af leverandører, skatter/afgifter mv. Da virksomheder typisk ikke oplyser størrelsen af driftslikviditeten, foreslår Sørensen (2009), at størrelsen fastsættes til 0,5-1 % af nettoomsætning. Likvide beholdninger fratrækkes 0,75 % af nettoomsætningen og klassificeres som et finansielt aktiv. Driftslikviditeten fremgår i den analytiske balance under driftsaktiver.⁹⁰

Anden gæld under kortfristede gældsforpligtelser vil som oftest bestå af skyldig løn, moms, osv., hvorfor det skal karakteriseres som en driftsforpligtelse.

Leverandørgæld, gæld til associerede virksomheder og selskabsskat er kortfristede forpligtelser, der anses som ikke-rentebærende poster, jf. regnskaberne, og placeres under driftsforpligtelser.

Hensatte forpligtelser vedrører bl.a. garantier på virksomhedens produkter samt udgifter til jubilæumsgratiale og er derfor driftsrelateret. Ligeledes kan pensioner tilskrives virksomhedens drift, da det reelt er en udskydelse af løn, idet forskellen er, at lønnen først afvikles i fremtiden.

Realkreditinstitutter og kreditinstitutter er kort- og langfristede forpligtelser, der kan karakteriseres som finansielle forpligtelser, da de er rentebærende.

Kassekreditter tilskrives renter, så længe faciliteten benyttes, og skal derfor placeres under finansielle forpligtelser.

Øvrige langfristede forpligtelser er ikke-specificerede forpligtelser med en forfaldstid på 1-5 år. Det fremgår ikke, hvorvidt denne post er rentebærende, dog må langfristede forpligtelser som udgangspunkt antages at være rentebærende, hvorfor de skal indgå under finansielle forpligtelser.

Den officielle balance er reformuleret til analytisk brug i Tabel 4-2 og Tabel 4-3.

Tabel 4-2: Analytisk balance, drift**AKTIVER (DRIFT)**

(mio. kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Driftsaktiver					
Goodwill	44,8	44,8	44,7	44,8	47,8
Erhvervede rettigheder	41,1	50,8	46,0	37,7	27,8
Færdiggjorte udviklingsprojekter	218,8	200,6	249,1	191,7	296,8
Udviklingsprojekter under udførelse	68,8	145,4	154,5	322,0	338,9
Immaterielle aktiver	373,5	441,6	494,3	596,2	711,3
Grunde og bygninger	274,4	269,9	240,9	227,8	210,3
Produktionsanlæg og maskiner	221,8	229,5	209,4	164,0	145,6
Andre anlæg, driftmateriel og inventar	50,0	48,4	34,9	31,3	29,3
Indretning af lejede lokaler	28,7	32,2	23,2	15,6	17,5
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	62,7	25,5	18,7	69,1	96,8
Materielle anlægsaktiver	637,6	605,5	527,1	507,8	499,5
Investerings ejendomme	52,8	49,1	45,4	42,7	41,3
Udskudt skatteaktiv	23,7	104,9	140,4	144,1	139,9
Varebeholdninger	797,3	593,3	563,6	563,0	665,0
Tilgodehavender fra salg	593,0	407,9	417,9	365,2	539,9
Tilgodehavende hos associerede selskaber		1,4	1,5	1,7	2,4
Tilgodehavende selskabsskat	39,7	21,7	21,2	13,3	12,4
Andre tilgodehavender	38,9	31,6	27,6	24,3	50,4
Periodeafgrænsningsposter	30,5	28,4	22,4	15,0	18,8
Driftslikviditet	30,7	20,9	20,7	21,5	22,6
Driftsaktiver i alt	2.617,7	2.306,3	2.282,1	2.294,8	2.703,5
Driftsforpligtelser					
Pensioner	9,5	7,0	7,8	9,0	9,8
Udskudt skat	64,2	4,8	6,2	8,1	15,4
Hensatte forpligtelser, langfristet	77,3	78,1	78,2	81,5	86,2
Hensatte forpligtelser, kortfristet	46,0	65,7	52,7	56,4	54,8
Leverandører af varer og tjenesteydelser	216,0	188,3	259,4	199,8	384,8
Gæld til associerede selskaber	1,8				
Selskabsskat	66,3	21,2	20,0	21,7	27,8
Anden gæld	308,9	324,6	289,9	303,9	259,9
Periodeafgrænsningsposter	33,3	22,2	6,5	15,0	19,3
Driftsforpligtelser i alt	823,2	711,9	720,7	695,4	858,0
Investeret kapital (NDA)	1.794,5	1.594,4	1.561,4	1.599,4	1.845,5
Netto arbejdskapital (NWC)	789,3	440,6	404,5	372,4	529,9

Kilde: B&O Årsrapporter. Egen tilvirkning.

Tabel 4-3: Analytisk balance, finansiering

PASSIVER (FINANSIERING)

(mio. kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
Egenkapital					
Aktiekapital	120,8	362,4	362,4	362,4	362,4
Indbetalt overkurs	14,6	232,1	232,1		
Reserve for valutakursregulering	-42,9	-39,6	13,1	25,1	25,1
Reserve vedr. regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme		-1,0	-5,0	-10,9	8,3
Overført resultat	1.376,1	960,5	892,1	1.161,1	1.230,2
Egenkapital, moderselskabets aktionærer	1.468,6	1.514,4	1.494,7	1.537,7	1.626,0
Minoritetsinteresser	12,1	2,3	1,5	0,6	
Egenkapital i alt	1.480,7	1.516,7	1.496,2	1.538,3	1.626,0
Finansielle aktiver					
Kapitalandele i associerede selskaber	6,3	9,5	5,3	5,7	5,6
Andre finansielle tilgodehavender	52,0	60,4	41,4	40,1	46,6
Likvide beholdninger, ekskl. driftslikviditet	76,4	237,2	232,9	167,6	136,5
Finansielle aktiver i alt	134,7	307,1	279,6	213,4	188,7
Finansielle forpligtelser					
Realkreditinstitutter, langfristet	235,7	230,3	225,8	219,5	212,9
Kreditinstitutter, langfristet	101,1	95,7	52,8		
Øvrige langfristede forpligtelser	6,6	6,7	6,9	0,9	0,9
Realkreditinstitutter, kortfristet	8,5	6,5	4,6	6,4	6,6
Kreditinstitutter, kortfristet	42,9	32,6	42,8		150,0
Kassekreditter	53,7	13,0	11,9	47,7	37,8
Finansielle forpligtelser i alt	448,5	384,8	344,8	274,5	408,2
Nettorentebærende gæld (NRBG)	313,8	77,7	65,2	61,1	219,5
Investeret kapital	1.794,5	1.594,4	1.561,4	1.599,4	1.845,5

Kilde: B&O Årsrapporter. Egen tilvirkning.

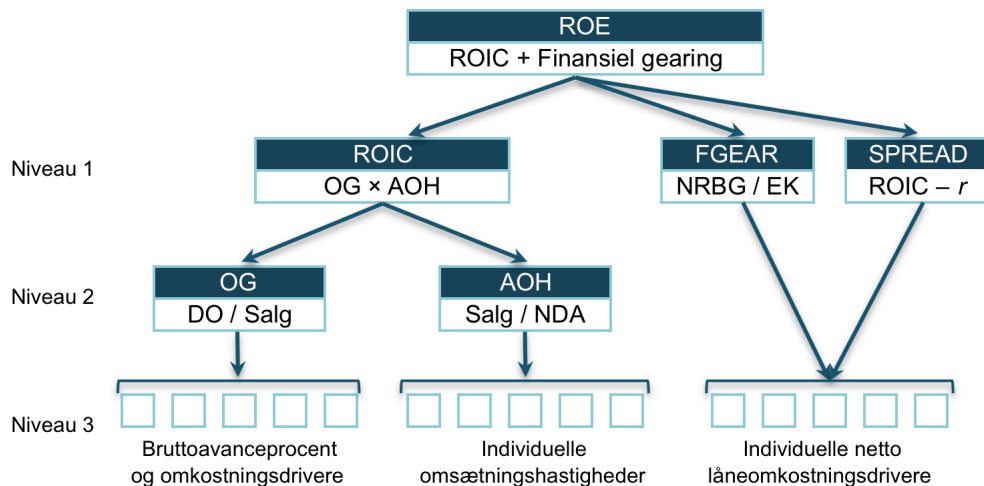
4.4 Rentabilitetsanalyse

Som supplement til den strategiske analyse og identifikationen af ikke-finansielle value drivere skal der foretages en analyse af de finansielle value drivere. Rentabilitetsanalysen afdækker, hvad der driver den nuværende rentabilitet, og herved giver et billede af, hvor virksomheden er her og nu. En analyse af rentabiliteten er desuden et vigtigt element ved fastlæggelsen af de fremtidige forventninger for B&O, da niveauet og udviklingen i rentabiliteten danner udgangspunkt for den senere budgettering.

Sørensen (2009) bruger egenkapitalforrentningen, ROE, som det overordnede rentabilitetsmål, da ROE er en central drivkraft bag værdiskabelsen.

Der skal i det følgende foretages en dekomponering af egenkapitalforrentningen på baggrund af den udvidede DuPont-model, der illustreres i Figur 4-1. Dette foretages for at opnå kendskab til de value drivere, der påvirker egenkapitalforrentningen.

Figur 4-1: Den udvidede DuPont-model



Kilde: Sørensen (2009), side 255. Egen tilvirkning

Der vælges at anvende en bottom-up tilgang, hvor analysen indledes med en dekomponering af niveau 2. Dette gøres for at redegøre for de underliggende drivere, der har en indvirkning på de øvre niveauer. Der anvendes gennemsnitlige værdier for investeret kapital, egenkapital og netto rentebærende gæld for at udjævne eventuelle udsving på balancen.⁹¹ Dette bevirker, at analyseperioden går fra 2008/09 til 2011/12.

4.4.1 DuPont-modellen – niveau 2

I det følgende skal overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed dekomponeres.

4.4.1.1 Overskudsgrad (OG)

Overskudsgraden måler en virksomheds evne til at generere driftsoverskud efter indregning af alle driftsomkostningerne. Det vil sige, at overskudsgraden måler overskuddet for en kroners salg fra virksomhedens driftsaktivitet. Den beregnes på baggrund af følgende formel:

$$OG = \frac{NOPAT}{Omsætning} \cdot 100$$

Tabel 4-4 nedenfor viser dekomponeringen af overskudsgraden.

Tabel 4-4: Dekomponering af overskudsgraden

Niveau 2	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
OG	-10,2%	-1,1%	1,8%	2,9%
<i>Resultatposter i % af omsætning:</i>				
Omsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomk.	-56,4%	-57,0%	-56,8%	-57,7%
Udviklingsomk.	-11,1%	-7,7%	-6,0%	-5,7%
Distributions- og marketingomk.	-32,8%	-25,2%	-22,6%	-21,1%
Administrationsomk.	-3,6%	-3,0%	-3,6%	-3,3%
Af- og nedskrivninger	-10,1%	-8,9%	-8,4%	-8,2%
Skat af EBIT	3,8%	0,6%	-0,8%	-1,2%

Kilde: Egen tilvirkning

B&O oplevede i 2008/09 et stort underskud som følge af finanskrisen og de afledte effekter heraf, hvilket illustreres af en overskudsgrad på -10,2 %. Årsagen til den negative overskudsgrad skyldes primært, at omsætningen faldt fra 4,09 mia. kr. i 2007/08 til 2,79 mia. kr. i 2008/09, mens NOPAT faldt til -285,8 mio. kr. Det vil sige, at B&O ikke har formået at styre indtægts-omkostningsforholdet, hvilket har givet et negativt udslag i overskudsgraden.

Siden 2008/09 har overskudsgraden udviklet sig positivt i hele perioden. Dette skyldes hovedsageligt et fald i udviklingsomkostningerne samt distributions- og marketingomkostningerne. Faldet i distributions- og marketingomkostninger skal ses i lyset af, at B&O igennem perioden har effektiviseret deres distributionsnet. Generelt er omkostningsniveauet blevet sænket, og der har været fremgang i omsætningen gennem perioden, hvilket medfører, at overskudsgraden i 2011/12 var 2,9 %.

4.4.1.2 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed måler en virksomheds evne til at bruge de ressourcer, der er investeret i driften. Det vil sige, hvor meget salg der genereres for hver krone investeret kapital. Endvidere udtrykker målet, hvor lang tid der går, før investeringen er realiseret.⁹² Aktivernes omsætningshastighed beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$AOH = \frac{\text{Omsætning}}{\text{Gns. investeret kapital}}$$

Tabel 4-5 nedenfor viser dekomponeringen af aktivernes omsætningshastighed.

Tabel 4-5: Dekomponering af aktivernes omsætningshastighed

Niveau 2	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
AOH	1,65	1,75	1,81	1,75
365/AOH	222	209	201	209
Omsætning	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7
Gns. Investeret kapital	1.694,5	1.577,9	1.580,4	1.722,4
Gns. Netto arbejdskapital	614,9	422,6	388,5	451,2

Kilde: Egen tilvirkning

Aktivernes omsætningshastighed er gået fra 1,65 i 2008/09 til 1,75 i 2011/12, hvilket svarer til, at den investerede kapital er bundet 13 dage færre. Det betyder, at B&O er blevet bedre til at udnytte deres investerede kapital. Netto arbejdskapitalen har også været faldende over perioden, hvilket indikerer, at samarbejdsaftaler med kreditorer og lagerstyring er blevet forbedret.

4.4.2 DuPont-modellen – niveau 1

I niveau 1 ses de faktorer, der direkte påvirker egenkapitalforrentningen. Her skal afkastningsgraden, den finansielle gearing og SPREAD dekomponeres.

4.4.2.1 Afkastningsgraden (ROIC)

Afkastningsgraden er det overordnede profitabilitetsmål for driften og måler driftens rentabilitet uafhængigt af, hvordan virksomheden er finansieret. Afkastningsgraden beregnes ved følgende formel:

$$ROIC = OG \cdot AOH = \frac{NOPAT}{Gns. investeret kapital}$$

Tabel 4-6 nedenfor viser dekomponeringen af afkastningsgraden.

Tabel 4-6: Dekomponering af ROIC

Niveau 1	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
ROIC	-16,9%	-2,0%	3,3%	5,0%
OG	-10,2%	-1,1%	1,8%	2,9%
AOH	1,65	1,75	1,81	1,75

Kilde: Egen tilvirkning

Afkastningsgraden var i 2008/09 på -16,9 % og har været stigende i hele perioden. Den positive udvikling i afkastningsgraden er hovedsageligt drevet af en forbedring i overskudsgraden, da aktivernes omsætningshastighed har været relativt stabil i perioden. Afkastningsgraden nåede i 2011/12 et niveau på 5,0 %, hvilket er en markant forbedring i forhold til 2008/09.

4.4.2.2 Finansiell gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing udtrykker forholdet mellem selskabets gennemsnitlige egenkapital og nettorentebærende gæld og angiver, hvor mange gange egenkapitalen skal forrentes for at dække den rentebærende gæld. Den finansielle gearing beregnes som:

$$FGEAR = \frac{Gns. NRBG}{Gns. EK}$$

Tabel 4-7 nedenfor viser dekomponeringen af den finansielle gearing.

Tabel 4-7: Dekomponering af FGEAR

Niveau 1	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
FGEAR	0,13	0,05	0,04	0,09
Gns. Egenkapital	1.498,7	1.506,5	1.517,3	1.582,2
Gns. Netto rentebærende gæld	195,8	71,5	63,2	140,3

Kilde: Egen tilvirkning

Den finansielle gearing faldt fra 2008/09 til 2010/11 med 0,09 og steg derefter med 0,05 i 2011/12. Det samlede fald i den finansielle gearing til 0,09 skyldes kombinationen af en stigende egenkapital og en faldende netto rentebærende gæld. B&O har en meget høj andel af egenkapital, hvilket begrænser koncernens risikoforhold til eksterne långivere. B&O har derfor mulighed for at geare virksomheden yderligere. Dette kan ses som en fordel for B&O, da de opererer i en branche, hvor der sker meget hyppige og markante teknologiskift. Der kan derfor opstå et behov for at optage lån til at dække investeringer, som kan imødegå omskiftelighederne i markedet.

4.4.2.3 SPREAD

Virksomhedens SPREAD angiver, hvordan investeringer i selskabet forrentes i forhold til, hvad der kan lånes til. SPREAD beregnes på følgende måde:

$$SPREAD = ROIC - r = \frac{NOPAT}{Gns. investeret kapital} - \frac{Netto finansielle omkostninger}{Gns. Netto rentebærende gæld}$$

Tabel 4-8 nedenfor viser dekomponeringen af SPREAD.

Tabel 4-8: Dekomponering af SPREAD

Niveau 1	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
SPREAD	-28,0%	-10,4%	-18,7%	-3,1%
ROIC	-16,9%	-2,0%	3,3%	5,0%
Netto lånerente	11,1%	8,4%	22,0%	8,1%

Kilde: Egen tilvirkning

B&Os SPREAD har på trods af forbedringer været negativt i hele analyseperioden. Det indikerer, at investeringer i perioden ikke er lønsomme, og B&O har derfor destrueret værdi. Det ses dog, at SPREAD er steget til -3,1 %, og såfremt B&O formår at have et positivt SPREAD i budgetperioden, kan de begynde at se en større forrentning af deres investerede kapital, end hvad der kan lånes til.

4.4.3 Egenkapitalforrentningen

Egenkapitalforrentningen måler virksomhedens rentabilitet under hensyntagen til både driftsmæssig og finansiell gearing og udtrykker ejernes afkast af investeringen i virksomheden.⁹³ Egenkapitalforrentningen beregnes som:

$$ROE = \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Gns. Egenkapital}} = ROIC + FG\text{GEAR} \cdot SPREAD$$

Tabel 4-9 nedenfor viser dekomponeringen af egenkapitalforrentningen.

Tabel 4-9: Dekomponering af egenkapitalforrentningen

Egenkapitalforrentning	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12
ROE	-20,5%	-2,5%	2,5%	4,7%
ROIC	-16,9%	-2,0%	3,3%	5,0%
FGGEAR	0,13	0,05	0,04	0,09
SPREAD	-28,0%	-10,4%	-18,7%	-3,1%

Kilde: Egen tilvirkning

Egenkapitalforrentningen er ikke overraskende negativ i 2008/09, men har over perioden formået at være stigende og har nået et niveau i 2011/12 på 4,7 %. Dette er primært drevet af den positive udvikling i afkastningsgraden.

4.5 Delkonklusion

B&Os årsregnskaber vurderes retvisende, da revisionspåtegningen ikke har givet supplerende oplysninger, og der heller ikke er blevet taget nogle forbehold. B&O ændrede regnskabspraksis i

2010/11, hvilket der er blevet korrigeret for i den analytiske resultatopgørelse og balance. Der er blevet identificeret transitoriske poster i resultatopgørelsen i perioden 2007/08 – 2010/11. Disse indgår som ekstraordinære poster i den analytiske resultatopgørelse.

Nettoomsætningen faldt med 1,3 mia. kr. i 2008/09, hvorefter udviklingen har været positiv. Det samme er gældende for driftsresultatet efter skat. Afkastningsgraden har oplevet en stigende tendens hovedsageligt drevet af en stigning i overskudsgraden og nåede i 2011/12 et niveau svarende til 5 %.

B&Os egenkapitalforrentning har udviklet sig i samme retning som afkastningsgraden, men er blevet påvirket negativt af virksomhedens SPREAD i hele perioden og nåede et niveau på 4,7 % i 2011/12.

Overordnet set har rentabiliteten og indtjeningsevnen udviklet sig positivt siden 2008/09.

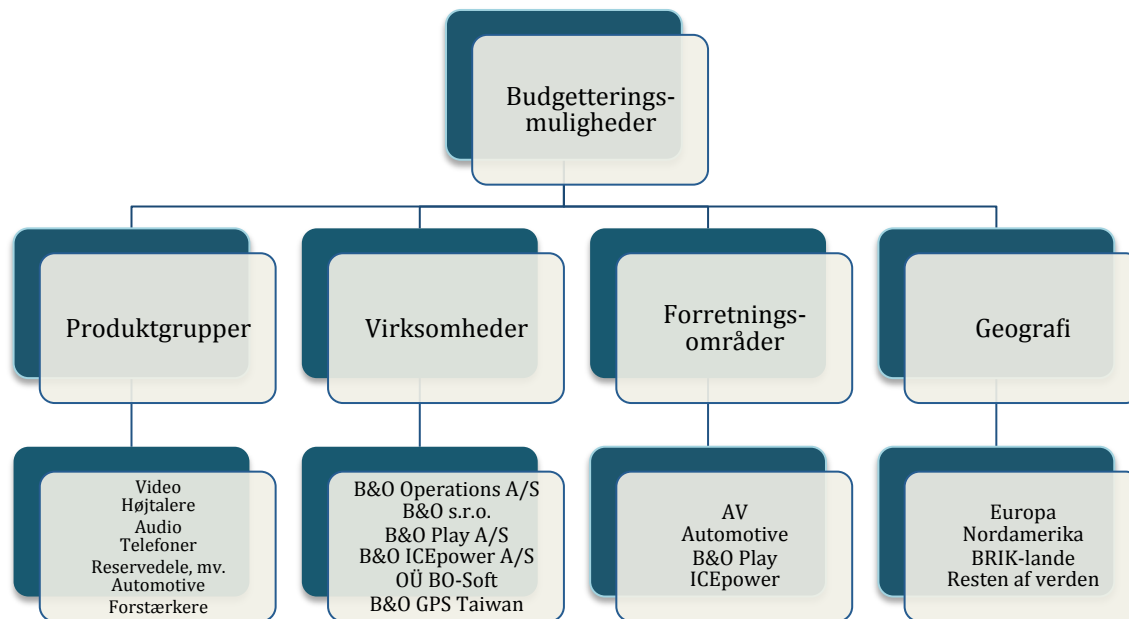
5 Budgettering

For at kunne vurdere B&Os fremtidige indtjeningsmuligheder, der skal benyttes i værdiansættelsen, skal der her udarbejdes et budget. Udarbejdelsen af budgettet tager udgangspunkt i ikke-finansielle value drivere i den strategiske analyse, historiske regnskabsdata i regnskabsanalysen samt B&Os egne forventninger til fremtiden, beskrevet i årsrapporterne.

5.1 Budgetteringsmetode

Budgetteringen inddeles i to budgetter, som dækker over et udvidet budget af omsætningen samt en proforma-opgørelse af de resultat- og balancerelaterede poster. Da udviklingen i omsætningen afhænger af mange faktorer, er det vigtigt at forholde sig til, hvordan budgetteringen af toplinjen skal udarbejdes for at få det mest retvisende billede. Nedenfor beskrives de mest relevante metoder for budgettering af omsætningen.

Figur 5-1: Budgetteringsmuligheder



Kilde: Egen tilvirkning

Budgetteringsmulighederne i Figur 5-1 skal herefter gennemgås, og anvendeligheden skal vurderes for at kunne vælge den mest optimale budgetteringsmetode ud fra forudsætningerne. Der vil blive taget højde for følgende elementer:

- Tilstrækkelighed af data
- Indsigt i value drivere
- Den fremtidige udvikling skal kunne forklares af de udvalgte value drivere

5.1.1 Produktgrupper

Budgettering ud fra produktgrupper vil være den mest retvisende budgetteringsmetode, da detaljeringsgraden er højest. Budgetteringsmetoden stiller derfor også størst krav til datamængden og forudsætter et indgående kendskab til indtægts-omkostningsforholdet på produktgrupperne. B&O har i analyseperioden opgivet informationer om omsætningen fordelt på produktgrupper frem til regnskabsåret 2010/11. Det seneste regnskab har fordelt regnskabet på forretningsområder, og det anses ikke som værende muligt at opsplitte forretningsområderne til de enkelte produktgrupper. Da niveauet for det seneste regnskabsår danner udgangspunktet for budgetperioden, vurderes det derfor for usikkert at foretage denne opdeling, da validiteten af de fremtidige estimater vil blive mindsket. En budgettering ud fra produktgrupper er derfor ikke hensigtsmæssig og fravælges.

5.1.2 Virksomheder

En anden mulighed ville være at budgettere ud fra samtlige datterselskaber i koncernen, jf. Figur 2-1. Denne opdeling forudsætter, at der indhentes regnskabsdata fra virksomhederne, der er vanskelige at fremskaffe. Derudover vil udviklingen i de respektive virksomheder afhænge af, hvordan driftsselskabet B&O Operations A/S performer, da de andre virksomheder bistår med delfprocesser til den samlede drift. Forklaringsgraden for denne metode anses som værende lav, da omsætningen for de respektive virksomheder i sig selv ikke kan forklare den fremtidige udvikling, men derimod afhænger af andre forhold såsom produktgrupper, forretningsområder og geografi. Metoden fravælges grundet manglende tilgængelighed af historiske regnskabsdata samt den lave forklaringsgrad.

5.1.3 Forretningsområder

Den tredje mulighed er at budgettere ud fra forretningsområder. Der foreligger data for forretningsområderne i hele analyseperioden. Dog kræver det, at brand-understøttet forretning opdeles i henholdsvis AV og Automotive i perioden 2007/08 – 2009/10. I den seneste årsrapport har B&O fravalgt at inddеле omsætningen i brand-understøttet og -uafhængig forretning, men har derimod fordelt omsætningen på forretningsområder. I den strategiske analyse og i regnskabsanalysen er der specifikt blevet set på udviklingen og potentialet i forretningsområderne, hvilket er medvirkende til at give en indsigt i de value drivere, der har en indvirkning på den fremtidige udvikling. Forklaringsgraden for denne budgetteringsmetode er høj, da der særskilt kan estimeres vækstrater for hvert enkelt forretningsområde, og på den baggrund kan der opnås indblik i, hvad der driver den samlede omsætning. Denne budgetteringsmetode vurderes for retvisende, da der foreligger tilstrækkelige mængder data, og detaljeringsgraden må anses som værende høj, da man specifikt kan spore hvert enkelt forretningsområdes bidrag til den samlede omsætning. På baggrund af ovenstående vurderes denne budgetteringsmetode som et hensigtsmæssigt valg.

5.1.4 Geografi

Den fjerde mulighed er en geografisk budgettering. B&O har oplyst omsætningen fordelt på geografiske markeder igennem hele analyseperioden. Dog er segmenteringen ændret i den seneste årsrapport, hvilket skaber udfordringer i forbindelse med sikring af kontinuitet. Forklaringsgraden for budgetteringsmetoden er høj, da der særskilt kan estimeres vækstrater for

hvert geografisk marked. Der foreligger informationer vedrørende de udvalgte geografiske markeders vækstrater – både en BNP-opgørelse fra OECD, jf. afsnit 3.5.2, samt gennemsnitlige årlige vækstrater fra GMID, jf. afsnit 3.1. Disse opgørelser giver en indikation af, hvilken retning omsætningen for B&O bevæger sig i på de geografiske markeder, hvilket har en indvirkning på de øvrige resultat- og balancerelaterede poster. Indsigten i value drivere vurderes derfor høj, og budgetteringsmetoden er hensigtsmæssig, såfremt der er kontinuitet i segmenteringen af de geografiske markeder.

5.1.5 Valg af budgetteringsmetode

På baggrund af ovenstående anses en budgettering efter forretningsområder som den mest optimale, da forklaringsgraden er høj, datamaterialet er tilstrækkeligt og indsigten i value drivere vurderes at være af væsentlig karakter. Som supplement til budgetteringsmetoden vil der blive udarbejdet en geografisk budgettering for at opnå den mest fyldestgørende og retvisende budgettering af omsætningen.

Den geografiske segmentering vil baseres på det seneste regnskabsår grundet den manglende kontinuitet i de historiske data. Det indebærer, at den geografiske budgettering ikke vil begrundes af B&Os historiske vækstrater på de geografiske markeder, men vil derimod underbygges af forventede vækstrater fra OECD og GMID med udgangspunkt i B&Os seneste regnskabsår.

Med hensyn til budgettering af de øvrige regskabsposter foretages der ikke en budgettering af samtlige poster, men derimod af udvalgte finansielle value drivere, der anvendes i den senere værdiansættelse.

Budgettet vil blive udarbejdet ud fra 3 mulige scenarier: Base, worst og best case. Budgetteringen for base case scenariet vil blive gennemgået i dybden og tager udgangspunkt i realistiske, objektive forventninger til B&Os fremtidige udvikling. Efterfølgende vil worst og best case scenarierne beskrives. En retvisende scenarieanalyse af samtlige resultat- og balancerelaterede poster vil kræve en dybdegående analyse af de ikke-finansielle value drivere i samme omfang som ved base case scenariet. Dette vil være for omfattende og ske på bekostning af andre afsnit, som har større relevans i forhold til afhandlingens problemstilling. Udgangspunktet for worst og best case vil derfor være base case scenariet tillagt diverse risikofaktorer, der har en indvirkning på omsætningsvæksten.

5.2 Budgetperiodens længde

Budgetperioden skal afspejle den periode, hvor de finansielle value drivere ikke antages at være konstante, dvs. perioden, inden de finansielle value drivere når steady state.⁹⁴ Dette afhænger imidlertid af branchen samt mængden af tilgængelig information til at udarbejde budgettet.

Der er to vigtige forhold, der er bestemmende for budgetperiodens længde. Perioden skal være tilstrækkelig lang for at sikre, at enhver overnormal omsætningsvækst forsvinder. Derudover skal budgettet afspejle en længde, der sikrer, at overnormale overskud elimineres. Budgetperioden bliver derfor ofte kaldt den konkurrencemæssige fordelsperiode.⁹⁵

Sørensen (2009) anbefaler, at der vælges en tilstrækkelig lang budgetperiode, således at vækstraten i branchen rammer vækstraten i økonomien.

Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel er en relativt mindre afgørende faktor end branchens vækstudsigter. Analytikere er dog ofte for optimistiske med hensyn til horisonten for, hvor lang tid en virksomhed kan opretholde sin konkurrencemæssige fordel. Når en virksomhed lancerer et nyt produkt eller forretningsområde med potentiale for at skabe høje overskudsgrader, forecaster analytikere ofte de overnormale overskud langt ud i fremtiden uden hensyntagen til, at konkurrenter kan efterligne deres produkter og mindske deres overnormale overskud.⁹⁶

B&O opererer i en moden branche indenfor AV, men på grund af omskifteligheder i markedet har det været nødvendigt at foretage ændringer i koncernen og henvende sig til en bredere målgruppe. B&O Play er etableret som et nyt forretningsområde, hvilket medfører, at en ny livscyklus er startet med høje vækstrater på kort sigt. Dette taler for en lang budgethorisont for at sikre, at der vendes tilbage til en ligevægtstilstand.

Som nævnt i afsnit 3.5.2 er B&O en konjunkturfølsom virksomhed, og budgetperioden bør derfor afspejle en fuld konjunkturcyklus, hvilket indbefatter en periode med lav- og højkonjunktur.

Strategien ”Leaner, Faster, Stronger” strækker sig over 6 år, men det vurderes urealistisk, at B&O når steady state efter 6 år. Ekspansionsplanerne medfører, at der ønskes høje vækstrater på kort sigt. Såfremt B&O når deres forventninger, vil den høje overskudsgrad ikke kunne opretholdes i terminalperioden, hvorfor væksten må aftage over en årrække efter de første 6 år.

Dette taler for, at budgetperiodens længde skal være over 6 år for, at der kan vendes tilbage til en normal drift.

På baggrund af ovenstående fastlægges budgetperioden til 10 år. Dette medfører, at sidste budgetår er 2021/22, hvorefter terminalperioden indledes i 2022/23.

5.3 Budgetforudsætninger

Herefter skal der udarbejdes budgetter for omsætningen for hvert forretningsområde fordelt geografisk. Yderligere skal de øvrige regnskabs- og balancerelaterede poster budgetteres ud fra udvalgte finansielle value drivere.

5.3.1 Budgettering af omsætningen

Indledende skal det overordnet beskrives, hvilke value drivere der har en indvirkning på udviklingen af forretningsområdernes omsætning. Efterfølgende skal der gås i dybden med, hvilke faktorer der påvirker de specifikke geografiske områder.

Da der er inkonsistens i måden, hvorpå B&O opgør omsætningen på geografiske områder, er der lavet en opgørelse over forretningsområdernes omsætning på de udvalgte geografiske områder. I årsrapporten 2011/12 fremgår der en opgørelse af B2C-markedets omsætning på de geografiske områder og en opdeling af omsætningen fra tredjeparts distribution og B2B-markedet på forretningsområder. I Bilag 6 bliver sidstnævnte omsætning fordelt på de geografiske områder ud fra områdernes omsætningsandel på B2C-markedet. Den samlede geografiske omsætning bliver derefter fordelt ud på forretningsområderne ud fra deres andel af nettoomsætningen i 2011/12.

5.3.1.1 AV

Forretningsområdet AV vurderes på kort sigt at opleve et markant fald i omsætningen. Dette bliver hovedsageligt drevet af en forældet produktportefølje især på videosegmentet, restruktureringer i distributionsnettet samt recessionen på det globale marked. Det mindske gap mellem high- og low-end, B&Os lange time-to-market og produkternes kortere levetid medfører, at BeoVision-serien ikke er så attraktiv længere, hvilket resulterer i faldende omsætning. B&O flytter størstedelen af R&D-afdelingens fokus på lyd, akustik, design og forarbejdning af materialer og vil anvende teknologiske partnere til udvikling af tv-komponenter. Dette vurderes at være en styrke på lang sigt, da profitabiliteten på audio er højere

end på videosegmentet, og audio-produkterne har længere levetid. Dette R&D-fokus kan forventes at øge kvaliteten på deres audio-produkter, hvilket vurderes at medføre en vækst i omsætningen om ca. 3 år. Forretningsområdet AV er i modningsfasen, hvorfor der ikke vil kunne ses store vækstrater på de modne geografiske markeder.

B&O har meddelt, at de fremskynder lukninger af op imod 125 butikker, hvor størstedelen vil være i Europa. Dette alene vil medføre et fald i omsætningen på 100 mio. kr. i regnskabsåret 2012/13, jf. afsnit 3.2.3. Derudover er AV-markedet i Europa estimeret til at falde med 4,4 % i 2013 – et fald, der fortsætter i hele forecastperioden, jf. Bilag 3. Derudover er realvæksten i BNP i Europa kun 1,3 %. Den forældede produktportefølje og den øgede konkurrence på markedet vil også have en negativ indvirkning på omsætningen. Samlet set vurderes det, at AV vil falde med 15 % i 2012/13 i Europa. Det vurderes, at omsætningen vil være faldende de tre første år i budgetperioden, hvorefter det må forventes, at distributionsnettet er effektiviseret, produktporteføljen er blevet opdateret, og det generelle marked er i bedring. Dette vil medføre en stigning på op til 5 % i budgetperioden, hvorefter steady state nås med en omsætningsvækst på 3,5 %, jf. afsnit 6.1.3. Omsætningen for AV i Europa estimeres at nå 1,66 mia. kr. i terminalperioden.

Nordamerika er B&Os mindste marked for AV og er et marked, hvorpå B&O ikke har planlagt mange restruktureringer. Derimod forventer GMID, at det generelle AV-marked i Nordamerika vil falde med omkring 9,4 % årligt frem til 2016, mens realvæksten i BNP er højere end i Europa, jf. Bilag 3. Det vurderes, at omsætningen vil være faldende de første to år med henholdsvis -8 % og -4 %, drevet af manglen på attraktive produkter samt den høje konkurrence mellem high- og low-end-spillerne på AV-markedet. Derefter vurderes det, at omsætningen på det nordamerikanske marked vil være stigende i takt med, at produktporteføljen bliver mere konkurrencedygtig, og at den generelle markedssituation forbedres. Omsætningen i terminalperioden er estimeret til omkring 165 mio. kr.

B&O har annonceret, at de har overtaget kontrollen fra deres tidligere master dealers i det centrale Kina og Brasilien, hvilket forventes at have en negativ påvirkning på omsætningen på op til 100 mio. kr. i regnskabsåret 2012/13., jf. afsnit 3.2.3. Endvidere må det forventes, at der vil være en *ramp up*-periode i forbindelse med etablering af butikker gennem samarbejdet med Sparkle Roll. Dette vurderes at have indvirkning på omsætningen i indværende og næste regnskabsår på BRIK-markederne. B&O havde i regnskabsåret 2011/12 en omsætningen på

221,1 mio. kr. på BRIK-markederne, der skal fordeles på 74 B1-butikker og 1 shop-in-shop. Dette svarer til en gennemsnitlig omsætning pr. butik på ca. 3 mio. kr. Det kan forventes, at det øgede fokus på audio-segmentet kombineret med stigende realvækst i BNP og et større AV-marked vil bevirke, at omsætningen pr. butik vil kunne hæves. Sparkle Roll skal åbne 3 B1-butikker, og en succes vil formentlig medføre, at flere butikker vil blive åbnet. Der forventes kontinuerlige forbedringer i rentabiliteten for B1-butikkerne, hvilket vil resultere i højere omsætningsniveauer. Det vurderes derfor realistisk, at BRIK-landene vil kunne generere en omsætning i terminalperioden på omkring 559 mio. kr., hvor væksten forventes at ligge på 6,1 %, jf. afsnit 6.1.3.

Resten af verden vil udover de generelle faktorer være påvirket af, at væksten på AV-markedet er faldende fra 2012-2016 med -0,8 % årligt, samt at den reale BNP-vækst er på 4,0-4,5 % i budgetperioden. B&Os restruktureringer og den forældede produktportefølje anses som de største faktorer til, at der forventes en negativ omsætningsvækst i de første tre år. Efterfølgende antages omsætningsvæksten at følge udviklingen i henholdsvis den reale BNP-vækst og AV-markedet. Omsætningen for Resten af verden vurderes at kunne nå op på 235,9 mio. kr. i terminalperioden.

Omsætningsbudgettet for forretningsområdet AV fremgår af Tabel 5-1 nedenfor.

Tabel 5-1: Omsætningsbudget AV

AV	Budget											Terminal
	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa		-15,0%	-4,0%	-1,0%	2,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%
Nordamerika		-8,0%	-4,0%	2,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,4%
BRIK-lande		-10,0%	-4,0%	20,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	7,0%	6,5%	6,3%	6,1%
Resten af verden		-8,0%	-3,0%	-3,0%	0,0%	2,0%	2,0%	4,0%	4,5%	5,0%	5,3%	5,3%
I alt		-13,3%	-3,9%	1,3%	5,3%	7,3%	6,5%	5,9%	4,7%	4,3%	4,2%	4,1%

	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa	1.505,7	1.279,9	1.228,7	1.216,4	1.240,7	1.302,7	1.367,9	1.436,3	1.493,7	1.546,0	1.600,1	1.656,1
Nordamerika	121,3	111,6	107,2	109,3	120,2	129,9	136,3	143,2	150,3	156,3	161,0	164,9
BRIK-lande	221,1	199,0	191,0	229,2	286,5	343,9	395,4	435,0	465,4	495,7	526,9	559,0
Resten af verden	207,0	190,4	184,7	179,2	179,2	182,8	186,4	193,9	202,6	212,7	224,0	235,9
I alt	2.055,1	1.780,9	1.711,6	1.734,1	1.826,7	1.959,2	2.086,1	2.208,3	2.312,1	2.410,7	2.512,0	2.615,9

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.1.2 B&O Play

B&O Play er blevet taget godt imod af markedet i de første år og udgør allerede 24 % af B2C-segmentet. Det vurderes, at subbrandet vil opleve høje vækstrater i budgetperioden, grundet at forretningsområdet er på vej ind i vækstfasen i dens livscyklus. De høje vækstrater bliver hovedsageligt drevet af den udvidede distribution (B1-butikker, tredjeparts aftaler, e-commerce

og de kommende B&O Play-butikker), en attraktiv men spinkel produktportefølje i form af B&O-produkter til overkommelige priser, produktlanceringer samt den generelle markedsudvikling.

Europa er B&O Plays største marked, men er samtidig det marked, der er ramt af størst restruktureringer. Lukningen af de 125 butikker kan forventes at have en negativ effekt på omsætningsniveauet. AV-markedet i Europa er ligeledes faldende med en CAGR på -3,8 % frem til 2016, og den estimerede BNP-vækst er lavest i Europa i forhold til de andre geografiske områder, jf. Bilag 3. Det vurderes dog, at disse negative effekter bliver opvejet af de generelle vækstfaktorer, beskrevet ovenfor.

Til at estimere vækstraterne for 2012/13 på de geografiske områder foretages en beregning af omsætningen for B&O Play. Dette baseres på det nuværende antal butikker, det gennemsnitlige salg pr. butik samt den estimerede omsætning for AV, jf. Tabel 5-1. Beregningen fremgår i Bilag 7, hvor det gennemsnitlige salg blev beregnet i afsnit 3.2.3. Den europæiske omsætning for B&O Play i 2012/13 estimeres på baggrund af ovenstående forudsætninger til 322,1 mio. kr. Hertil skal tillægges omsætning fra tredjeparts distribution og e-commerce, som udgjorde 58 mio. kr. globalt i de seneste fire kvartaler og forventes at stige med 50 % årligt til 400-500 mio. kr. i 2016/17, jf. afsnit 3.2.3. Dog skal der tages højde for B&O Play-butikkernes andel af de 400-500 mio. kr. Endvidere kan det forventes, at efterspørgslen fortsat vil stige, hvorfor omsætningsvæksten i Europa i 2012/13 estimeres til 50 %. Omsætningsvæksten i Europa vil være aftagende i budgetperioden, og omsætningen vurderes at nå 893,8 mio. kr. i terminalperioden.

Omsætningen fra B1-butikker og shop-in-shops i Nordamerika vurderes på baggrund af Bilag 7 til at være 42,9 mio. kr. i 2012/13. Derudover tillægges omsætningen fra tredjeparts distribution og e-commerce samt den generelle vækst i B&O Play. Den generelle vækst i B&O Play på det nordamerikanske marked vurderes at være mindre end i Europa, hvilket kan tilskrives AV-markedets markante fald på 9,4 % årligt i Nordamerika samt en lav realvækst i BNP, jf. Bilag 3. Det vurderes, at omsætningen kan stige med 30 mio. kr. i 2012/13, hvilket giver en omsætningsvækst på hele 135 %. Det nordamerikanske marked vurderes ikke at have et stort potentiale, da B&O ikke fokuserer på dette marked, samt at det generelle AV-marked er faldende. Omsætningen for B&O Play i Nordamerika kan derfor antages at være i niveauet 150 mio. kr. i terminalperioden.

BRIK-landene kan ud fra deres nuværende distributionsnet generere ca. 25 mio. kr. i 2012/13, jf. Bilag 7. Dette vurderes at kunne hæves markant, da det generelle AV-marked er i stærk vækst svarende til en CAGR på 4,7 %, og realvæksten i BNP er på 4,8-5,8 %, hvilket kan medføre, at rentabiliteten pr. butik vil være højere end for de andre geografiske områder. Det vurderes derfor, at omsætningen i indeværende regnskabsår kan stige med omkring 20 mio. kr. Som tidligere nævnt har B&O indgået en aftale med Sparkle Roll om åbning af 3 B1-butikker og 50 B&O Play-butikker, hvilket forventes vil give det største udslag i 2014/15. Dette skyldes *ramp up*-perioden, hvor butikkerne skal etableres på markedet, og forbrugerne skal vænne sig til butikkernes placering og sortiment. Da B&O Play-butikkerne vil ligne shop-in-shops, kan det antages, at disse butikker kan generere et gennemsnitligt salg på 1,5 mio. kr. årligt med potentiale for at kunne hæves i de efterfølgende år i takt med at BRIK-markederne vokser. Derudover vil en andel af de nye B1-butikkers salg kunne henføres til B&O Play. I 2013/14 forventes en højere vækstrate end året før, grundet at en del af de planlagte åbninger bliver gennemført, men de vurderes ikke at kunne performe optimalt i det første år. I 2014/15 vurderes det, at samtlige planlagte butikker er blevet åbnet, og at *ramp up*-fasen er overstået, hvilket betyder, at det gennemsnitlige salg pr. butik kan hæves. Det vurderes derfor realistisk, at omsætningen i 2014/15 kan stige med 125 % til 234,5 mio. kr. Der er et stort upside-potentiale på BRIK-markederne, og det er derfor også et af B&Os største fokusområder. Den høje vækst for B&O Play vurderes derfor at kunne fortsætte i størstedelen af budgetperioden, indtil steady state opnås i terminalperioden, hvor omsætningen har et niveau svarende til 805,5 mio. kr.

Resten af verden forventes at opleve en omsætningsvækst på 90 % i 2012/13 og når op på 72,7 mio. kr., hvilket illustreres i Bilag 7. Det efterfølgende år vil væksten være aftagende, der kan henføres til de intensiverede restruktureringer og *ramp up*-fasen. Herefter vurderes distributionsnettet at være effektiviseret, hvilket vil resultere i højere gennemsnitligt salg pr. butik, hvor der estimeres en absolut vækst på omkring 40 mio. kr. i 2014/15. Det anses som rimeligt, at omsætningen i Resten af verden vil kunne ligge i niveauet 215 mio. kr. i terminalperioden, hvor udviklingen når steady state svarende til den generelle udvikling i prisniveau på 5,3 %, jf. afsnit 6.1.3.

Omsætningsbudgettet for B&O Play fremgår af Tabel 5-2.

Tabel 5-2: Omsætningsbudget B&O Play

B&O Play	Budget											Terminal
	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa		50,0%	25,0%	15,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,5%
Nordamerika		135,0%	50,0%	30,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,4%
BRIK-lande		50,0%	70,0%	125,0%	60,0%	30,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,5%	6,1%
Resten af verden		90,0%	30,0%	30,0%	15,0%	10,0%	7,0%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
I alt		59,0%	32,3%	32,6%	21,6%	12,8%	8,6%	6,8%	6,1%	5,3%	4,8%	4,6%

	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa	278,3	417,4	521,8	600,0	660,0	693,0	727,7	764,1	802,3	834,4	863,6	893,8
Nordamerika	22,4	52,7	79,0	102,8	113,0	118,7	124,6	130,9	137,4	142,9	147,2	150,7
BRIK-lande	40,9	61,3	104,2	234,5	375,1	487,7	560,8	616,9	666,2	712,9	759,2	805,5
Resten af verden	38,3	72,7	94,5	122,8	141,3	155,4	166,3	175,1	184,4	194,1	204,4	215,2
I alt	379,8	604,1	799,5	1.060,1	1.289,5	1.454,8	1.579,4	1.686,9	1.790,3	1.884,3	1.974,4	2.065,3

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.1.3 Automotive

Forretningsområdet Automotive anses som en sund forretning og har leveret høje vækstrater i den historiske periode svarende til en CAGR på 30 %. Bang & Olufsen bliver anset som en af de største spillere indenfor high-end lydsystemer til Automotive-markedet. Der ses et stort upside-potentiale i Automotive, hvilket vil give grobund for høje vækstrater i budgetperioden. Generelt for alle markeder vil væksten være drevet af det globale marked for nyregistreringer af personbiler, realvæksten i BNP samt udviklingen i aftagerraten og penetreringsgraderne hos B&Os eksisterende partnerskaber. Til at kunne estimere vækstraterne i budgettet vil der blive beregnet en target omsætning, der er baseret på partnerskabernes potentiale samt den generelle udvikling, jf. Tabel 3-8. Herved kan man på baggrund af target omsætningen beregne en CAGR, der giver en indikation af vækstraternes størrelse. Der tages udgangspunkt i data for 2010, da omsætningen udelukkende består af Audi og Aston Martin. Det ville være mere retvisende at anvende tallene fra 2012, men det ikke er muligt at isolere Audis omsætning for denne periode, da bidraget for de respektive partnerskaber ikke er angivet. Det samme er gældende for 2011.

I 2010 bestod B&Os partnerskaber hovedsageligt af Audi og Aston Martin med en samlet omsætning på 370 mio. kr. Aston Martin afsatte omkring 3.000 biler, hvor B&Os lydsystem blev installeret. Antages det, at Aston Martin kan købe lydsystemerne til den lave ende af prisintervallet 35.000-45.000, jf. afsnit 3.2.4, kan omsætningen beregnes til 105 mio. kr. De resterende 265 mio. kr. kan derved henføres til Audi. I 2011 beregnes bidraget fra Aston Martin til 140 mio. kr., og det vurderes, at størstedelen af den resterende omsætning kan tilskrives Audi, da BMW og Mercedes har penetreringsgrader på henholdsvis 1 og 5 %. Afsætningen for Aston Martin i 2016/17 estimeres til 6.000 biler, hvilket bygger på den historiske udvikling hos bilproducenten. Som tidligere nævnt er partnerskabet med Audi ikke fuldt udnyttet og vurderes

fortsat at kunne vokse fremadrettet. På denne baggrund estimeres Audis omsætning for 2016/17 til 350 mio. kr. BMW og Mercedes forventes at kunne opnå samme penetreringsgrader og omsætning som Audi, jf. afsnit 3.2.4, hvilket vil sige, at target omsætningen vil som minimum være 1.260 mio. kr. Hertil skal dog tillægges diverse værdiskabende faktorer, bl.a. den generelle udvikling samt muligheden for nye partnerskaber, hvilket vurderes at give en target omsætning på 1.320 mio. kr. i 2016/17 svarende til en CAGR på 24 %. Når omsætningsvæksten for Automotive har nået sit toppunkt, vil den efterfølges af en periode med aftagende vækst, indtil steady state nås.

Vækstraternes størrelse vil afhænge af forventningen til, hvordan forholdet mellem de geografiske områder udvikler sig. I 2011/12 var omsætningsforholdet på de geografiske områder: Europa (73 %), Nordamerika (6%), BRIK-landene (11 %) og Resten af verden (10 %). Ifølge estimerterne for henholdsvis nyregistreringer af personbiler samt realvæksten i BNP i Bilag 3 vil BRIK-landenes omsætning have den højeste vækst, efterfulgt af Resten af verden, Nordamerika og til sidst Europa. Dette vil bevirke, at forholdet mellem områderne vil forskydes, sådan at BRIK-landene vil udgøre en større andel af den samlede omsætning, hvor Europa og Nordamerikas andel vil være faldende.

Størstedelen af B&Os omsætning indenfor Automotive skabes på det europæiske marked. Dette kan begrundes ved, at deres partnerskaber selv afsætter mest i Europa. B&Os penetreringsgrader for BMW og Mercedes er stigende, men det kan forventes, at der vil være en *ramp up*-periode, hvor forbrugerne skal blive bevidste om B&O som tilvalgsmulighed. Dette vil have en afsmitning på omsætningsvæksten, og det vurderes derfor, at B&O vil opnå den største absolutte vækst i 2015/16. Aftagerraten kan antages at stige i takt med den generelle markedsudvikling, hvilket vil have en positiv indvirkning på B&Os omsætning især på det europæiske marked – grundet dets størrelse. Det vurderes, at omsætningsvæksten de næste 4 år vil være 25 %, hvorefter den vil være aftagende frem mod terminalperioden, hvor omsætningen estimeres til 1.170,1 mio. kr.

I Nordamerika ses en positiv udvikling i nyregistreringer af personbiler med en CAGR på 2,5 %, jf. Bilag 3. Det samme gør sig gældende for realvæksten i BNP, som ligger mellem 1,9 % og 2,6 %. Omsætningsvæksten estimeres til 30 % i 2012/13 og vil være faldende med 5pp årligt frem til 2016/17. Grunden til, at Nordamerika ikke vil opnå højere vækstrater, skyldes at forhandlerne på det nordamerikanske marked afgør, hvorvidt lydsystemet skal installeres fra

fabrikken. I de efterfølgende år bevæger omsætningsvæksten sig mod steady state svarende til et niveau på 3,1 % i 2022/23, jf. afsnit 6.1.3. Her vil omsætningen nå 91,7 mio. kr.

BRIK-landene har ifølge Bilag 3 de højeste vækstrater for nyregistreringer og BNP. Det vurderes, at omsætningen kan vokse med omkring 25 mio. kr. i 2012/13 svarende til 50 %. Efterfølgende vil den relative vækst aftage jævnt frem mod terminalperioden. Dog vil den absolutte vækst være størst i 2015/16, hvilket kan tilskrives afslutningen på *ramp up*-fasen. I terminalperioden estimeres den langsigtede vækstrate til 6,1 %, jf. afsnit 6.1.3, hvor omsætningen forventes at nå 334,5 mio. kr.

Resten af verden forventes at have en omsætningsvækst på 35 % i 2012/13, og den vil være aftagende i hele perioden. Den langsigtede vækst estimeres til 5,3 %, jf. afsnit 6.1.3, hvilket giver en omsætning i terminalperioden på 191,3 mio. kr.

Samlet set vil omsætningen nå et niveau på 1.787,6 mio. kr. i 2022/23, og omsætningen vil fordele sig procentuelt på følgende måde: Europa (65 %), Nordamerika (5%), BRIK-landene (19 %) og Resten af verden (11 %). Omsætningsbudgettet fremgår af Tabel 5-3 nedenfor.

Tabel 5-3: Omsætningsbudget Automotive

Automotive	Budget											Terminal
	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa		25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Nordamerika		30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,1%
BRIK-lande		50,0%	45,0%	40,0%	30,0%	15,0%	10,0%	7,0%	6,4%	6,1%	6,1%	6,1%
Resten af verden		35,0%	30,0%	25,0%	20,0%	10,0%	10,0%	6,0%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%
I alt		29,0%	28,0%	26,8%	24,7%	10,8%	6,5%	5,6%	5,4%	4,6%	4,5%	4,5%

	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa	334,6	418,2	522,8	653,5	816,9	898,5	943,5	990,6	1.040,2	1.081,8	1.125,1	1.170,1
Nordamerika	27,0	35,1	43,8	52,6	60,5	66,5	71,8	76,9	81,5	85,5	89,0	91,7
BRIK-lande	49,1	73,7	106,9	149,6	194,5	223,7	246,0	263,2	280,1	297,2	315,3	334,5
Resten af verden	46,0	62,1	80,7	100,9	121,1	133,2	146,5	155,3	163,8	172,5	181,7	191,3
I alt	456,7	589,1	754,2	956,6	1.192,9	1.321,9	1.407,8	1.486,0	1.565,6	1.637,0	1.711,0	1.787,6

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.1.4 ICEpower

ICEpower udgør en relativt lille andel af B&Os samlede omsætning svarende til ca. 3 % og vurderes at afhænge af de andre forretningsområders aktivitetsniveau, jf. afsnit 3.1. ICEpower har tilnærmelsesvis oplevet de samme vækstrater som den samlede omsætningsvækst for AV, B&O Play og Automotive. Budgettet for ICEpower vil baseres på den overordnede omsætningsvækst for de tre andre forretningsområder. Dette anses som rimeligt, da ICEpower følger den samme trend som disse. Ydermere har det ikke været muligt at indhente tilstrækkelige

informationer vedrørende ICEpower til udarbejdelsen af budgettet, hvilket nødvendiggør ovenstående antagelse.

På samme måde som de andre forretningsområder inddeles ICEpower i en vækstperiode og i en aftagende periode gående mod steady state. Frem mod 2016/17 vil ICEpower opleve en CAGR på 10,4 % og vil opnå sin højeste absolutte vækst i 2015/16 på 22,4 mio. kr. I den efterfølgende periode frem mod terminalperioden vil vækstraterne gå mod steady state, og omsætningen vil have en CAGR svarende til 5,3 %. I terminalperioden vurderes ICEpowers omsætning til 259,7 mio. kr.

Omsætningsbudgettet for ICEpower fremgår af nedenstående Tabel 5-4.

Tabel 5-4: Omsætningsbudget ICEpower

ICEpower	Budget											Terminal
	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa		-0,1%	7,5%	8,7%	10,0%	6,5%	5,0%	5,0%	4,5%	3,8%	3,7%	3,7%
Nordamerika		16,8%	15,4%	15,1%	11,0%	7,3%	5,6%	5,4%	5,2%	4,2%	3,2%	2,6%
BRIK-lande		7,4%	20,4%	52,5%	39,6%	23,2%	13,9%	9,4%	7,3%	6,7%	6,4%	6,1%
Resten af verden		11,7%	10,7%	11,9%	9,6%	6,8%	5,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%
I alt		2,9%	9,8%	14,9%	14,9%	9,9%	7,1%	6,1%	5,3%	4,7%	4,5%	4,4%

	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa	85,0	84,9	91,3	99,1	109,1	116,2	122,0	128,1	133,9	139,0	144,1	149,3
Nordamerika	6,9	8,0	9,2	10,6	11,8	12,6	13,4	14,1	14,8	15,4	15,9	16,4
BRIK-lande	12,5	13,4	16,1	24,6	34,4	42,4	48,3	52,8	56,7	60,4	64,3	68,2
Resten af verden	11,7	13,1	14,4	16,2	17,7	18,9	20,0	21,0	22,1	23,3	24,5	25,8
I alt	116,1	119,4	131,1	150,6	173,0	190,1	203,7	216,0	227,5	238,1	248,8	259,7

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.1.5 Samlet

På baggrund af de foregående afsnit opstilles nettoomsætningen for B&O i Tabel 5-5 nedenfor. Som det fremgår, vurderes det realistisk, at B&O når en omsætning på 4.926 mio. kr. i 2016/17, hvoraf 3,4 mia. kr. kan tilskrives B2C-markedet og 1,3 mia. kr. kommer fra Automotive. Dette er markant lavere end de 8-10 mia. kr., som B&O har fremlagt i ”Leaner, Faster, Stronger”. B&O forventer, at fordelingen af omsætningen mellem AV, B&O Play og Automotive er på henholdsvis 60 %, 20 % og 20 %. Den fundne fordeling estimeres derimod til 40 %, 32 % og 28 %.

Tabel 5-5: Budgettering af nettoomsætning

Nettoomsætning	Budget											Terminal
	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa		-0,1%	7,5%	8,7%	10,0%	6,5%	5,0%	5,0%	4,5%	3,8%	3,7%	3,7%
Nordamerika		16,8%	15,4%	15,1%	11,0%	7,3%	5,6%	5,4%	5,2%	4,2%	3,2%	2,6%
BRIK-lande		7,4%	20,4%	52,5%	39,6%	23,2%	13,9%	9,4%	7,3%	6,7%	6,4%	6,1%
Resten af verden		11,7%	10,7%	11,9%	9,6%	6,8%	5,9%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,3%
I alt		2,9%	9,8%	14,9%	14,9%	9,9%	7,1%	6,1%	5,3%	4,7%	4,5%	4,4%

	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Europa	2.203,6	2.200,4	2.364,5	2.569,0	2.826,7	3.010,5	3.161,0	3.319,1	3.470,1	3.601,1	3.732,8	3.869,3
Nordamerika	177,6	207,4	239,3	275,3	305,5	327,7	346,2	365,0	384,0	400,2	413,1	423,7
BRIK-lande	323,6	347,4	418,2	637,9	890,5	1.097,5	1.250,5	1.367,9	1.468,4	1.566,2	1.665,7	1.767,3
Resten af verden	302,9	338,3	374,4	419,1	459,2	490,3	519,2	545,3	572,9	602,6	634,6	668,2
I alt	3.007,7	3.093,5	3.396,3	3.901,3	4.482,0	4.926,0	5.276,9	5.597,2	5.895,4	6.170,2	6.446,2	6.728,5

Kilde: Egen tilvirkning

5.3.2 Budgettering af omkostninger

I Bilag 9 er der foretaget en common-size-analyse af resultatopgørelsen og balancen. Common-size-analysen standardiserer de enkelte poster for at eliminere størrelseseffekter.⁹⁷ Værdierne udtrykkes som procent af nettoomsætningen. Disse value drivere vil blive anvendt i budgetteringen.

Produktionsomkostningerne indeholder løn og vareforbrug samt indirekte omkostninger. Lønomsomkostningerne i 2011/12 udgjorde 295,5 mio. kr. svarende til 17 % af de samlede produktionsomkostninger. Produktionsomkostningerne har i den 5-årige periode haft et gennemsnit på 55,8 % af omsætningen, hvor den laveste andel var i 2007/08 på 50,8 %, jf. Bilag 9. Vareforbruget udgør 83 % af produktionsomkostningerne, hvilket indikerer, at det er den primære driver for niveauet af disse omkostninger. B&O flytter løbende mere af produktionen til deres fabrik i Tjekkiet – senest er fjernsynet BeoPlay V1 blevet en del af produktionen på fabrikken. Denne outsourcing af produktion må alt andet lige betyde, at lønniveauet må være faldende. Derudover kan det forventes, at denne restrukturerings vil medføre relativt højere vareforbrug på kort sigt, da der vil være en indkøringsfase for produktionen af V1. Dette forventes at blive efterfulgt af besparelser på lang sigt, da produktionen vil blive effektiviseret løbende. Den seneste udvikling fra halvårsrapporten 2012/13 viser en svag stigning i produktionsomkostninger, der dog udgør 57,5 % af omsætningen. Denne udvikling forventes også i andet halvår 2012/13, hvorfor produktionsomkostningerne estimeres til 57,5 % af omsætningen i det første budgetår. Produktionsomkostningernes høje relative niveau vurderes at være afledt af restruktureringerne. Det langsigtede niveau for produktionsomkostningerne forventes at være 53 % af omsætningen, hvilket kan opnås i 2017/18.

Udviklingsomkostningerne har i den historiske periode oplevet et gennemsnit på 8 % af omsætningen og har været faldende i perioden. Faldet i de resultatførte udviklingsomkostninger skyldes, at B&O aktiverer en større andel hvert år, og derved har de samlede omkostninger til udvikling været stigende. B&O har besluttet at flytte størstedelen af R&D-afdelingens fokus over på lyd, akustik, design og forarbejdning af materialer og anvende teknologiske partnere til udvikling af tv-komponenter. Dette bevirker, at udviklingsomkostningerne fra video vil være minimale, og da dette historisk har været et af fokusområderne, forventes det at have en positiv effekt på omkostningsreduceringen. Omvendt vil det øgede fokus på audio samt udviklingen indenfor B&O Play samlet set medføre, at de resultatførte udviklingsomkostninger vil være på omtrent samme niveau som i den historiske periode. Udviklingsomkostningerne i 2012/13 estimeres til 6 % af omsætningen, hvilket svarer til en stigning på 15 mio. kr. Andelen vil være faldende frem til 2016/17, hvorefter udviklingsomkostningerne forventes at udgøre 5 % af omsætningen. Den primære driver til faldet i andelen af omsætningen er, at der ikke i samme omfang anvendes ressourcer til udvikling af videosegmentet samt den øgede aktivering.

Distributions- og marketingomkostninger (D&M) omfatter omkostninger, der vedrører salg og distribution af koncernens produkter, herunder gager til salgspersonale, reklame- og udstillingsomkostninger. Den historiske udvikling har været faldende i absolutte værdier, og D&M har i gennemsnit ligget på 25,2 % af omsætningen. Lønomkostningerne, der udgør 39,5 % af D&M i 2011/12, vurderes ikke at blive betydeligt påvirket af den øgede omsætning. Effektiviseringen af distributionsnettet og et rettet fokus mod BRIK-markederne må antages at kræve øgede D&M i form af markedsføring af produkterne og promovering af lokationer. Det vurderes, at der vil være en *ramp up*-periode, inden D&M kan nå sit normale niveau. Derudover vil implementeringen af det nye butikskoncept medføre øgede udstillingsomkostninger. Distributionsomkostningerne vil blive påvirket negativt af den øgede tilstedeværelse på BRIK-markederne, da det må antages, at transportomkostningerne er højere, jo længere produkterne skal sendes. D&M forventes at være relativt høje de første 3 år af budgetperioden, hvorefter omkostningerne vil falde til 20,5 % af omsætningen i 2017/18, som resultat af et effektiviseret distributionsnet.

Administrationsomkostninger mv. omfatter omkostninger til det administrative personale, ledelsen og kontoromkostninger. Administrationsomkostningerne har været relativt stabile i den historiske periode, og der er ikke udsigter til store ændringer. Derfor vurderes det, at denne

udvikling vil fortsætte, og administrationsomkostningerne sættes derfor til gennemsnittet på 3,4 % af omsætningen i hele budgetperioden.

EBITDA-marginen bliver beregnet ud fra de estimerede value drivere ovenfor. EBITDA-marginen forventes at være faldende de første 2 år af budgettet, hvorefter den vil være stigende frem mod 2017/18, hvor den forventes at være 18,1 % indtil terminalperioden.

Af- og nedskrivningerne ses i forhold til materielle og immaterielle aktiver. Da materielle og immaterielle aktiver antages at udgøre en konstant andel af omsætningen i budgetperioden, jf. næste afsnit, må af- og nedskrivningerne også udgøre en konstant andel af de materielle og immaterielle aktiver for at sikre konsistens i budgettet. Derudover antages det, at afskrivningspolitikken ikke ændres i fremtiden. Af- og nedskrivningerne estimeres til at ligge på 23,3 % af materielle og immaterielle aktiver, svarende til gennemsnittet for de seneste 4 år. Det første år undlades, da det anses som en outlier, som ikke vil gentage sig.

På baggrund af Tabel 5-6 er EBIT-marginen beregnet til 1,3 % i 2012/13 og vil i 2017/18 nå sit langsigtede niveau på 9,3 %. Ydermere kan det ses, at det vurderes urealistisk, at B&O skal kunne opnå en EBIT-margin i 2016/17 på 12 %, jf. strategien ”Leaner, Faster, Stronger”.

Tabel 5-6: Budgettering af omkostninger

		Budgetperiode										Terminal
	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Omsætningsvækst	4,9%	2,9%	9,8%	14,9%	14,9%	9,9%	7,1%	6,1%	5,3%	4,7%	4,5%	4,4%
Nettoomsætning (i mio. kr.)	3.008	3.093	3.396	3.901	4.482	4.926	5.277	5.597	5.895	6.170	6.446	6.729
Produktionsomkostninger (i % af oms.)	57,7%	57,5%	58,0%	56,0%	55,0%	54,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%	53,0%
Udviklingsomkostninger (i % af oms.)	5,7%	6,0%	5,7%	5,5%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Distributions- og marketingomk. (i % af oms.)	21,1%	23,0%	24,0%	23,0%	21,0%	21,0%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Administrationsomk. mv. (i % af oms.)	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
EBITDA-margin	12,3%	10,1%	8,9%	12,1%	15,4%	16,6%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Af- og nedskrivninger (i % af mat. & immat. aktiver)	20,5%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%	23,3%
EBIT-margin	4,1%	1,3%	0,1%	3,3%	6,6%	7,8%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%

Kilde: Egen tilvirkning

Selskabsskatten forventes ikke at blive ændret i budgetperioden og sættes derfor til den danske selskabsskat på 25 % frem til terminalperioden. De udskudte skatteaktiver på 139,9 mio. kr. i 2011/12 antages at blive udnyttet til modregning af skatten, indtil de udskudte skatteaktiver er nedbragt.

5.3.3 Budgettering af balanceposter

Herefter skal de driftsrelaterede balanceposter budgetteres for at nå frem til niveauet for den investerede kapital samt netto arbejdskapitalen.

Materielle anlægsaktiver indeholder grunde og bygninger, produktionsanlæg og maskiner, andre anlæg, driftsmateriel og inventar, indretning af lejede lokaler, materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver. Materielle anlægsaktiver har historisk været faldende i hele perioden i absolutte værdier. Dette kan tilskrives en investeringscyklus, hvor aktiverne er faldet i værdi grundet afskrivninger. Investeringscyklussen medfører, at når aktiver erhverves, stiger de materielle anlægsaktiver, hvor de efterfølgende perioder er præget af afskrivninger, indtil der forekommer nye investeringer. Da det ikke vides, hvornår der forekommer nye investeringer i budgetperioden, antages det rimeligt, at materielle anlægsaktiver udgør en konstant andel af omsætningen, og de sættes derfor til gennemsnittet af de seneste 5 år svarende til 18,1 %.

Immaterielle aktiver indeholder goodwill, erhvervede rettigheder, færdiggjorte udviklingsprojekter samt udviklingsprojekter under udførelse. Størrelsen på de immaterielle aktiver har været stigende i den historiske periode grundet større indregning af udviklingsprojekter under udførelse. Da de immaterielle aktiver har været stigende i hele perioden, forventes udviklingen fortsat at stige, og det anses som rimeligt at anvende en gennemsnitsværdi svarende til 19,5 % af omsætningen. I og med at de immaterielle aktiver kun udgjorde 9,1 % af omsætningen i 2007/08, anses dette som en outlier, hvorfor gennemsnittet for de seneste 4 år anvendes. De immaterielle aktiver vil dermed stige i takt med omsætningsvæksten.

Andre driftsaktiver indeholder hovedsageligt varebeholdninger, tilgodehavender fra salg og udskudt skatteaktiv. Driftsaktiverne har været svingende i perioden med andele mellem 39,3 % og 49,6 % af omsætningen. Da størrelsen på driftsaktiverne primært er drevet af omsætningsafhængige poster som varebeholdninger og tilgodehavender fra salg, vurderes det som en fair antagelse at sætte driftsaktiverne til at udgøre 44,2 % af omsætningen i hele budgetperioden, hvilket svarer til gennemsnittet i den historiske periode.

Driftsforpligtelser indeholder bl.a. hensatte forpligtelser, leverandørgæld samt anden gæld. Udviklingen har været relativ stabil i perioden i procent af omsætningen. Det kan derfor forventes, at denne udvikling vil fortsætte, da der ikke er indikationer på det modsatte. I budgetperioden anvendes derfor det fundne gennemsnit til estimering af driftsforpligtelserne, som svarer til 24,9 %.

Investeret kapital beregnes på baggrund af ovenstående til 56,9 % i hele budgetperioden.

Netto arbejdskapitalen har ligeledes haft en stabil udvikling i den historiske periode. Da driftsaktiverne og -forpligtelserne vurderes at udgøre en konstant andel af omsætningen, anses det som naturligt, at netto arbejdskapitalen vil sættes til gennemsnittet for den 5-årige periode svarende til 16,1 %.

Balancebudgettet fremgår af Tabel 5-7 nedenfor.

Tabel 5-7: Budgettering af driftsrelaterede balanceposter

	2011/12	Budgetperiode										Terminal 2022/23T
		2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	
Materielle anlægsaktiver (i % af oms.)	16,6%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%	18,1%
Immaterielle aktiver (i % af oms.)	23,6%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%	19,5%
Andre driftsaktiver (i % af oms.)	49,6%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%	44,2%
Driftsforpligtelser (i % af oms.)	28,5%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%
Investeret kapital (i % af oms.)	61,4%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%	56,9%
Netto arbejdskapital (i % af oms.)	17,6%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%

Kilde: Egen tilvirkning

5.4 Scenarier

Det samlede base case budget fremgår af Bilag 11.

Herefter skal der udarbejdes en scenarieanalyse, der tager udgangspunkt i henholdsvis worst og best case. Som tidligere nævnt vil der udelukkende blive set på omsætningsvæksten. I omsætningsbudgettet i afsnit 5.3.1 indgår faktorer, der er forbundet med visse usikkerheder. Ved gennemgangen af disse vil størrelsen på deres samlede indvirkning vurderes. Da der er usikkerhed omkring, hvornår risikofaktorerne vil have en indvirkning på omsætningen, antages det tilstrækkeligt at lade omsætningsvæksten falde eller stige med samme procentdel i hele budgetperioden.

AV er det forretningsområde, der er forbundet med størst usikkerhed, og det vil derfor vægte mest i estimeringen af omsætningsvæksten i henholdsvis worst og best case.

5.4.1 Worst case

De planlagte restruktureringer er den faktor, hvortil der er forbundet størst usikkerhed. B&O forventer, at restruktureringerne påvirker omsætningen negativt med 200 mio. kr. i 2012/13, jf. Tabel 3-6. Det kan tænkes, at restruktureringerne kan blive mere omfattende og tage længere tid end først antaget. Restruktureringerne omfatter både lukninger og åbninger, hvilket indebærer nye lokationer på alle markeder, der kan tage lang tid at bygge op. Især penetreringen af BRIK-markederne er forbundet med usikkerhed, da B&O ikke har lige så stort know-how til disse

markeder i forhold til det europæiske marked. Dermed kan *ramp up*-fasen være længere end for base case. Dette vil betyde, at omsætningsvæksten vil blive påvirket negativt.

Endvidere er det ikke usandsynligt, at den negative udvikling i Europa vil vare længere end antaget, da det er vanskeligt at vurdere recessionens længde. Dette kan betyde, at der sker en forskydning i, hvornår omsætningsvæksten for AV når sit maksimum.

Produktporteføljen i AV er forældet, og den kræver dermed nylanceringer indenfor den kommende årrække, hvilket B&O har fokus på med den øgede R&D-indsats på audio-segmentet. Såfremt de nye produkter ikke bliver taget godt imod af markedet, kan det medføre tab af omsætning.

B&O Play er et nyt forretningsområde, og omsætningspotentiallet er derfor uvist. Subbrandet har været en succes fra lanceringen, men det er usikkert, hvornår omsætningsvæksten vil være aftagende og gå mod steady state.

Omsætningsvæksten for Automotive beror på forudsætningen om, at penetreringsgraderne for Mercedes og BMW kan hæves til Audis niveau. Såfremt dette ikke lykkes, kan det betyde, at omsætningsvæksten ikke er så høj som i base case.

Ud fra ovenstående vurderes det, at omsætningsvæksten for worst case scenariet vil påvirkes negativt med et fald svarende til 20 % af omsætningsvæksten for base case scenariet i hele budgetperioden samt i terminalperioden.

Budgettet for worst case scenariet fremgår af Bilag 12.

5.4.2 Best case

Omsætningsvæksten for best case scenariet indeholder nogle af de samme risikofaktorer som i worst case. Disse faktorer vil påvirke omsætningsvæksten med omvendt fortegn. Det indebærer bl.a., at *ramp up*-fasen har en vis sandsynlighed for at blive kortere, som bevirker, at omsætningsvæksten vil tiltage hurtigere. Derudover vil en forbedring i udviklingen i Europa medføre en højere omsætningsvækst.

B&O Play har haft en stor vækst i de første to år. Såfremt denne udvikling fortsætter, er der mulighed for, at omsætningsvæksten for B&O Play kan øges i budgetperioden.

Omsætningsvæksten for Automotive i base case scenariet inkluderer ikke muligheden for, at B&O kan få tilføjet et eller flere nye partnerskaber med fx Porsche eller Lamborghini, hvilket vil kunne øge omsætningsvæksten yderligere. Derudover vil en forbedring af aftagerraten påvirke omsætningsvæksten positivt.

Det vurderes, at der er flere faktorer, der påvirker omsætningsvæksten positivt end negativt, hvorfor det anses som rimeligt, at omsætningsvæksten øges med 25 % i hele perioden.

Budgettet for best case scenariet fremgår af Bilag 13.

6 Værdiansættelse

Værdiansættelsen indledes med en kort teoretisk tilgang til værdiansættelsen og en beskrivelse af, hvad der ligger til grund for denne.

Dette korte teoriafsnit fortsætter med en teoretisk og matematisk tilgang til opgørelsen af diskonteringsfaktoren, *weighted average cost of capital*. De bagvedliggende faktorer i WACC belyses, da dette er afgørende for, at WACC bliver bestemt rigtigt. Denne diskonteringsfaktor vil blive benyttet i DCF-modellen.

Herefter skal der foretages en værdiansættelse ud fra DCF-modellen. Værdien af B&O estimeres som Enterprise Value fratrasket markedsværdien af den netto rentebærende gæld.

Efterfølgende vil en følsomhedsanalyse blive udarbejdet. Denne vil vise DCF-modellens følsomhed overfor ændringer i visse faktorer og skal anvendes til at fastlægge et prisinterval for værdien af B&O.

Værdien vil derudover blive sammenlignet med en multipelanalyse, som vil vise, hvorvidt forudsætningerne i DCF-modellen, budgetteringen og WACC stemmer overens med aktiemarkedets værdiansættelse af lignende selskaber.

6.1 Værdiansættelse via DCF-modellen

Den diskonterede cash flow-model er den teoretisk mest korrekte model til værdiansættelse.⁹⁸ En fordel ved at anvende DCF-modellen er, at den kan beregne værdien af virksomheden i en lang række scenarier. Den indregner derudover også virksomhedens projekterede fremtidige udvikling i værdien, hvilket dog kan være en ulempe, da den anvender fremtidige budgettal, der er forbundet med usikkerhed.

Ifølge DCF-modellen er det kun free cash flow to firm (FCFF) og WACC, der påvirker markedsværdien af en virksomhed. Dette bevirker, at værdien bliver positivt påvirket af et højere FCFF og en lavere WACC. Da DCF-modellen estimerer Enterprise Value, er det nødvendigt at fratrække nettorentebærende gæld for at opnå markedsværdien af egenkapitalen.⁹⁹

Modellen bygger på en forudsætning om, at alt overskud bliver udbetalt som dividende eller reinvesteres i driften til en NPV = 0, hvilket vil sige, at ROIC er lig med WACC.

DCF-modellen består af en budgetperiode og en terminalperiode, hvor de frie cash flows tilbagediskonteres til år 0. Formlen for Enterprise Value er:¹⁰⁰

$$EV_0 = \overbrace{\sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}}^{\text{Budgetperiode}} + \overbrace{\frac{FCF_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T}}^{\text{Terminalperiode}}$$

I værdiansættelsen af B&O sættes ultimo 2011/12 til år 0. Værdiansættelsestidspunktet 31. januar 2013 er 8 måneder inde i regnskabsåret, og cash flowet tilbagediskonteres derfor til ultimo 2011/12 og fremdiskonteres derefter til $t = \frac{8}{12}$ for at finde virksomhedens værdi den 31. januar 2013.

6.1.1 Estimering af WACC

WACC er et gennemsnit af ejernes og långivernes afkastkrav og er et udtryk for det forventede afkast på den investerede kapital.

WACC kan beregnes ud fra følgende formel:

$$WACC = \frac{NIBD}{NIBD + E} \cdot r_d \cdot (1-t) + \frac{E}{NIBD + E} \cdot r_e, \text{ hvor}$$

$NIBD$ = Markedsværdien af nettorentebærende gæld

E = Markedsværdien af egenkapitalen

r_d = Långivernes afkastkrav før skat

t = Selskabsskattesats

r_e = Ejernes afkastkrav

Efterfølgende skal ovenstående elementer estimeres.

6.1.1.1 Kapitalstruktur

En target kapitalstruktur er det optimale langsigtede forhold mellem gæld og egenkapital, som virksomheden tilsigter at opnå og fastholde for at optimere aktiekursen. Det baseres på markedsværdier for at give det mest retvisende billede af ejernes og långivernes alternativomkostninger.¹⁰¹ Som oftest har virksomhederne ikke oplyst en langsigtet kapitalstruktur, hvilket også er gældende for B&O.

Det nævnes i årsregnskabet for 2011/12, at B&O har valgt at suspendere deres tidligere udmeldte langsigtede mål for selvfinansierungsgrad og finansiell gearing. Dette skyldes brancheforhold såsom de hyppige og markante teknologiskift samt deres interne restrukturering af distributionsnettet.¹⁰² Ovenstående forhold gør, at kapitalstrukturen skal estimeres ud fra andre metoder. Disse beskrives nedenfor.

En metode til at fastlægge den langsigtede kapitalstruktur er ved brugen af iteration. Metoden anvendes ofte på unoterede virksomheder, da der ikke foreligger markedsværdier som for børsnoterede virksomheder. På baggrund af budgettet anvendes iteration til at få den estimerede værdi af egenkapitalen til at modsvare værdien af egenkapitalen anvendt i beregningen af kapitalstrukturen. Det er dog ikke muligt at anvende denne metode i B&Os tilfælde, da der kun foreligger bogførte værdier for den netto rentebærende gæld.

En anden metode er at estimere kapitalstrukturen ud fra industriens kapitalstruktur.

Til at estimere B&Os kapitalstruktur anvendes deres historiske kapitalstruktur baseret på markedsværdier fra Bloomberg samt industriens kapitalstruktur estimeret af Damodaran.

Tabel 6-1: Historisk kapitalstruktur (markedsværdier)

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13E	Gns.
D/EV	12%	21%	16%	10%	16%	19%	16%
E/EV	88%	79%	84%	90%	84%	81%	84%

Kilde: Bloomberg. Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående Tabel 6-1 har B&Os kapitalstruktur været svingende i perioden. Fra 2010/11, lanceringsåret for strategien ”Leaner, Faster, Stronger”, har den finansielle gearing dog været stigende, hvilket kan ses i lyset af de strategiske tiltag, der er foretaget. Damodaran estimerer industriens kapitalstruktur til at være $D/EV = 16,89\%$, hvilket illustrerer, at B&Os finansielle gearing er stort set lig industriens.¹⁰³ Bloomberg forventer, at B&Os kapitalstruktur er lig 19% i 2012/13. Sidstnævnte anses som et rimeligt estimat for

fremtiden, da det vurderes, at den finansielle gearing fortsat vil stige grundet et større kapitalbehov til at kunne cope med markedsudfordringer og restruktureringer af distributionsnettet. Der tages derfor kun udgangspunkt i Bloombergs estimat, hvorfor der anvendes en kapitalstruktur på $D/EV = 19\%$.

6.1.1.2 Ejernes afkastkrav

Til udregning af ejernes afkastkrav, anvendes CAPM, der er den mest anerkendte og udbredte model i praksis samt den, teoretikere historisk set har lagt mest vægt på. Endvidere er den enkel og intuitiv, da den er sammensat af et risikofrit afkast og et tillæg for investeringens risiko.¹⁰⁴

Ejernes afkastkrav beregnes ud fra følgende formel:

$$r_e = r_f + \beta(r_M - r_f),$$

hvor r_f = risikofri rente, β = beta for virksomheden og $(r_M - r_f)$ = markedets risikopræmie.

Herefter skal de enkelte komponenter estimeres.

Risikofri rente

Den risikofri rente udtrykker det afkast, en investor kan få uden at påtage sig risiko. Til at fastsætte den risikofri rente vælges som oftest i praksis renten på statsobligationer. Den underliggende antagelse er, at en investering i statsobligationer er risikofri. Da renten ikke er stabil over tid, vælges en løbetid svarende til cash flowets løbetid. I denne forbindelse er den 10-årige eller 30-årige statsobligation de hyppigst anvendte. Den 30-årige obligation svarer bedst til cash flowets løbetid, da tidshorisonten ved værdiansættelsen i princippet er uendelig, men da den er forbundet med en vis illikviditet, er den 10-årige statsobligation den mest relevante.¹⁰⁵

For at tage hensyn til inflationen bør statsobligationen være opgjort i samme valuta som de underliggende cash flows. Dette kan medføre visse komplikationer, da B&Os forretning er over hele verden. Derfor ville et vægtet gennemsnit af statsobligationer fra lande, hvor B&O har sin forretning, være det optimale. Dog vurderes det, at dette vægtede gennemsnit ikke vil være markant anderledes end ved brug af den danske statsobligation. Dette skyldes, inflationen er lav i næsten alle euro-lande, jf. Bilag 14, der er B&Os primære geografiske område.

Ovenstående taler for anvendelsen af den 10-årige danske statsobligation som grundlag for den risikofri rente. Renten på statsobligationen har svinget meget de seneste år og har i 2012 været

historisk lav. Den risikofri rente bør være repræsentativ for den fremtidige risikofri rente, og det findes derfor rimeligt at anvende den gennemsnitlige rente for en 3-årig periode frem til januar 2013 for at udjævne svingninger i renteniveauet. Den risikofrie rente estimeres til 3,46 %.¹⁰⁶ Til sammenligning er den gennemsnitlige rente for de seneste 12 måneder på 1,36 % og for de seneste 24 måneder på 1,96 %.

Markedets risikopræmie

Markedsporteføljens risikopræmie er forskellen mellem markedsafkastet og det risikofri afkast. Til at estimere markedets risikopræmie skal der tages udgangspunkt i hhv. PriceWaterhouse-Coopers' opgørelse samt estimer, foretaget af professor Aswath Damodaran.¹⁰⁷ Ifølge PwC anvendte svenske investorer i 2012 en risikopræmie på 5,80 %. Denne opgørelse bygger på konsensus fra aktører i markedet.¹⁰⁸ Det findes ikke relevant at inddrage tidligere risikopræmier fra PwC, da den anvendte opgørelse har taget højde for historik. Der kan derudover ses på Damodarans nyeste estimer fra januar 2013 af risikopræmien, som for B&Os primære markeder er estimeret til 5,80 %.¹⁰⁹ Det entydige estimat fra PwC og Damodaran bekræfter validiteten, og risikopræmien på markedet sættes derfor til 5,80 %.

Beta

Beta udtrykker et selskabs relative risiko i forhold til markedsporteføljen, dvs. selskabets systematiske risiko. Investorer kræver højere afkast for større systematisk risiko. Beta er derved opbygget således:

- $\beta_e = 0$ Risikofri investering
- $\beta_e < 1$ Aktieinvestering med mindre systematisk risiko end markedsporteføljen
- $\beta_e = 1$ Aktieinvestering med samme systematiske risiko som markedsporteføljen
- $\beta_e > 1$ Aktieinvestering med større systematisk risiko end markedsporteføljen

Beta kan estimeres på flere måder. Ideelt anvendes historiske aktiekurser, da al relevant information er afspejlet i aktiekursen.¹¹⁰ Beta skal dermed måle kovariansen mellem det selskabsspecifikke aktieafkast og afkastet på markedsporteføljen. En undersøgelse af Daves, Ehrhardt & Kunkel (2000) viser, at historiske afkast i en periode på 3 år er det mest korrekte. Gennemsnitlige månedlige afkast for B&O samt NASDAQ OMXC-indekset er vist i Bilag 15, hvor variansen på indekset og kovariansen mellem B&O-aktien og markedet er beregnet til henholdsvis 0,002115 og 0,001249. Dette medfører, at B&Os beta kan beregnes som:

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_M)}{\text{var}(r_M)} = \frac{0,001249}{0,002115} = 0,59$$

En af ulemperne ved anvendelsen af denne metode er, at beta ikke er stabil over tid. Såfremt dataperioden ændres til 1 år eller 5 år, kan beta estimeres til henholdsvis 0,29 og 1,23. På grund af denne store usikkerhed er denne metode fravalgt, og der skal derfor ses på alternative metoder til at estimere beta.

En anden metode til estimering af beta er ved at finde et ugearet branchegennemsnit, som geares med selskabets kapitalstruktur. Der tages udgangspunkt i Damodarans beta-estimerer for branchen Electronics (Consumer & Office). Her er det ugearede beta for branchen justeret for likvide beholdninger i Europa estimeret til 0,99.¹¹¹ Beta er justeret for likvide beholdninger for at opnå det mest retvisende billede af den sande ugearede beta, da beta for likvider er lig 0. Denne beta beregnes vha. følgende formel¹¹²:

$$\beta_{a, \text{justeret}} = \frac{\beta_a}{1 - \frac{\text{likvider}}{\text{EV}}} = \frac{0,87}{1 - 0,12} = 0,99$$

Beta for gælden kan estimeres ved hjælp af CAPM ved at udskifte ejernes afkastkrav med låntagernes afkastkrav før skat, jf. afsnit 6.1.1.3.

$$r_d = r_f + \beta_d (r_M - r_f)$$

Beta for gælden kan hermed beregnes som:

$$\beta_d = \frac{r_d - r_f}{r_M - r_f} = \frac{4,41\% - 3,46\%}{5,80\%} = 0,16$$

Ved at geare ovenstående beta med B&Os target kapitalstruktur, der blev fundet i afsnit 6.1.1.1, kan egenkapitalens beta beregnes ud fra følgende formel til:

$$\beta_e = \beta_{a, \text{justeret}} + (\beta_{a, \text{justeret}} - \beta_d) \cdot \frac{NIBD}{E} = 0,99 + (0,99 - 0,16) \cdot \frac{0,19}{0,81} = 1,18$$

Den tredje mulighed for at estimere beta er ved at basere det på fundamentale faktorer for virksomhedens risikoprofil.¹¹³ Dette indebærer, at virksomhedens operationelle og finansielle

risici vurderes og konverteres til et beta-estimat i henhold til Tabel 6-2 nedenfor. Disse risici er beskrevet i det strategiske afsnit samt i rentabilitetsanalysen og giver mulighed for at sammenligne B&Os risikoprofil i forhold til markedet. Herved kan det vurderes, hvorvidt B&Os beta ligger over eller under markedet. Herefter vil de operationelle og finansielle risici blive gennemgået overordnet, da disse forhold er beskrevet i tidligere afsnit.

Tabel 6-2: Risiko og beta

Operationel risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,40 - 0,60
Lav	Neutral	Lav	0,60 - 0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Lav	Lav	0,60 - 0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85 - 1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15 - 1,40
Høj	Lav	Neutral	0,85 - 1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15 - 1,40
Høj	Høj	Meget høj	> 1,40

Kilde: Petersen & Plenborg (2012), side 262. Egen tilvirkning.

De væsentligste operationelle risici kan henføres til produktporteføljen, udviklingshastigheden og B&Os markedsposition. Det kan ses direkte på nettoomsætningen, at B&Os produkter har været mindre attraktive under lavkonjunktoren. B&Os produktsammensætning, den høje pris og den mindskende afstand til de billigere konkurrenter medfører en høj operationel risiko, da dette er afgørende for B&Os succes. Et af de vigtigste fokusområder bør være at mindske time-to-market, sådan at den operationelle risiko kan mindskes. Af mindre betydelige operationelle risici kan nævnes leverandøraftaler, forsikringsforhold og den brede kundevifte. Samlet set vurderes den operationelle risiko som værende høj.

Den finansielle risiko kan opdeles i valutakurs-, rente- og kreditrisiko. 91 % af B&Os omsætning er i udenlandsk valuta, men som tidligere nævnt er denne risiko afdækket i B&Os valutakurspolitik. Derudover forsøger B&O at matche købs- og salgspriser i udenlandsk valuta, hvorfor valutakursrisikoen vurderes lav. Renterisikoen relaterer sig til den netto rentebærende gæld. Grundet den lave gældsandel og det forhold, at der primært er tale om fastforrentede lån på minimum tre år, vurderes B&Os renterisiko ubetydelig. På samme måde vurderes kreditrisikoen lav, da den primært omfatter tab på debitorer, der er en uvæsentlig post i B&Os regnskaber. Den finansielle risiko betragtes samlet set som lav.

Den samlede risiko anses som neutral, jf. Tabel 6-2, hvorfor beta bør ligge mellem 0,85 og 1,15. På baggrund af de fundamentale faktorer vurderes beta til gennemsnittet på 1,0.

Da den første metode blev fravalgt, vægtes ovenstående metoder ligeligt i beregningen af B&Os beta, der leder til en samlet beta på 1,09.

Som validitetscheck anvendes Damodarans estimat for B&Os gearede beta.¹¹⁴ Den er fundet til 1,0942, hvorfor den estimerede beta ovenfor anses som retvisende.

Beregning af ejernes afkastkrav

På baggrund af ovenstående kan ejernes afkastkrav beregnes ved hjælp af CAPM:

$$r_e = 3,46\% + 1,09 \cdot 5,80\% = 9,78\%$$

6.1.1.3 Långivernes afkastkrav

Långivernes afkastkrav er den effektive rente, som virksomheden betaler for sin netto rentebærende gæld. Den kan både blive målt før og efter skat, men grundet skatteskjold anvendes oftest efter-skat betragtningen. For at kunne estimere afkastkravet på gælden efter skat, r_d , kræves kendskab til tre variable, som fremgår nedenfor:

$$r_d = (r_f + r_s) \cdot (1 - t), \text{ hvor}$$

r_f = Risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskattesats

Disse variable vil blive beskrevet i de efterfølgende underafsnit. Dog blev den risikofri rente estimeret i afsnit 6.1.1.2.

Den effektive selskabsskattesats

B&O er eksponeret til store dele af verden, hvilket også udtrykkes ved, at 91 % af deres omsætning er i udenlandsk valuta.¹¹⁵ Hermed vil det være mest retvisende at inddrage skattesatser for de respektive lande, som de er repræsenteret i. Den effektive skattesats er et vægtet gennemsnit af koncernens forskellige skattesatser og vil derfor i teorien være den mest fyldestgørende at anvende. Dog foreligger der ikke tilstrækkelig offentligt tilgængelig information, som kan give et validt grundlag til at anvende den effektive skattesats. I B&Os årsregn-

skaber opgøres den årlige gennemsnitlige skatteprocent, men specifikationen af opgørelsen er mangelfuld. Ses der på den væsentligste post i opgørelsen udover den danske skattesats, som er benævnt "Andet", udgør denne henholdsvis 7,2 procentpoint i 2011/12 og 14,5 procentpoint i 2010/11 og er ikke videre uddybet. Det er på den baggrund ikke muligt at vurdere, hvilke forhold denne post indbefatter, hvorfor at den danske selskabsskat på 25 % vil blive brugt i budgettet.

Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg skal ses som en præmie tillagt den risikofri rente, som långiverne kræver for at kompensere for den risiko, der er behæftet ved, at virksomheden ikke kan tilbagebetale lånet. Jo mere risikofyldt en virksomhed er, desto højere er risikotillægget.

Størrelsen af risikotillægget afgøres af kreditratingen af den pågældende virksomhed. B&Os kreditrating er ikke offentligt tilgængelig og skal derfor estimeres.

Kreditratingen foretages på baggrund af en model udarbejdet af Standard & Poors, der bygger på finansielle nøgletal. Modellen er underbygget af en sample svarende til 967 amerikanske ratede industriselskaber, hvilket må tale for, at den har en væsentlig størrelse. Dog er tallene beregnet på baggrund af amerikanske industriselskaber, som er underlagt andre forhold og faktorer, end B&O står overfor i dag. Derudover er datagrundlaget fra perioden 1998-2000, hvorfor der kan argumenteres for, at tallene er forældede. Det skal påpeges, at den væsentligste svaghed ved modellen er, at den ikke inddrager forventninger til virksomhedens fremtidige cash flows og konkurrencemæssige situation, da den er baseret på historiske tal. For at tage højde for disse svagheder sammenholdes den estimerede kreditrating med henholdsvis kreditvurderingsselskabet Bisnode Kredit¹¹⁶ (Soliditet.dk) og Damodarans kreditrating af B&O.

Der beregnes nøgletal for hele analyseperioden 2007/08 – 2011/12, og kreditvurderingen bliver baseret på et gennemsnit korrigeret for regnskabsåret 2008/09, da det er en outlier, som antages at være en transitorisk begivenhed. Nedenfor fremgår Standard & Poors ratingmodel samt kreditratingen af B&O.

Tabel 6-3: Standard & Poors kreditrating af industrier

	High			Rating			Low
Three years median	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
EBIT interest cover (x)	21,4	10,1	6,1	3,7	2,1	0,8	0,1
EBITDA interest cover (x)	26,5	12,9	9,1	5,8	3,4	1,8	1,3
FFO/total debt (%)	128,8	55,4	43,2	30,8	18,8	7,8	1,6
Return on capital (%)	34,9	21,7	19,4	13,6	11,6	6,6	1,0
Operating income/revenue (%)	27	22,1	18,6	15,4	15,9	11,9	11,9
Long term debt/capital (%)	13,3	28,2	33,9	42,5	57,2	69,7	68,8
Total debt/capital (%)	22,9	37,7	42,5	48,2	62,6	74,8	87,7
Number of companies	8,0	29,0	136,0	218,0	273,0	281,0	22,0

1) EBIT interest cover = (EBIT+Finansielle indtægter)/Finansielle udgifter

2) EBITDA interest cover = (EBITDA+Finansielle indtægter)/Finansielle udgifter

3) FFO = Resultat efter skat + afskrivninger

4) Return on capital = (Driftsresultat + Finansielle indtægter) / Investeret kapital

5) Capital = Sum af rentebærende gæld og egenkapital

Kilde: Petersen & Plenborg (2012), side 277. Egen tilvirkning

Det kan ses af Tabel 6-4, at B&O rates dårligt ud fra de indtjeningsmæssige nøgletal, hvorimod de gearingsmæssige nøgletal rates relativt højt qua den lave gældsandel. Samlet set vurderes B&O til en rating på A ifølge Standard & Poors model.

Damodaran lægger hovedsageligt nøgletallet EBIT interest cover til grund for sin kreditvurdering, hvilket er mangelfuldt, men da estimatet kun anvendes som et valideringsværktøj, kommenteres der ikke yderligere på dette. B&O vurderes af Damodaran til at ligge mellem AA og A.¹¹⁷

Tabel 6-4: Kreditvurdering af B&O

Nøgletal	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	Gns.
EBIT interest cover (x)	4,5	-9,2	-1,3	3,0	5,2	2,83
EBITDA interest cover (x)	10,5	-2,4	8,7	11,7	14,9	11,46
FFO/total debt (%)	90,6	-26,5	61,0	95,9	78,6	81,52
Return on capital (%)	8,27	-17,92	-2,00	3,24	4,67	3,54
Operating income/revenue (%)	5,0	-14,0	-1,7	2,6	4,1	2,48
Long term debt/capital (%)	17,5	17,1	15,1	12,1	10,5	13,79
Total debt/capital (%)	23,2	20,2	18,7	15,1	20,1	19,3
Samlet kreditrating	A	BB	BBB	A	A	A

Kilde: Egen tilvirkning

Der foreligger ingen dokumentation af Bisnode Kredits udgangspunkt for deres kreditvurdering af B&O, men det bliver oplyst, at bedømmelsen bliver beregnet ud fra flere end 2.400 beslutningsregler.¹¹⁸ B&O kreditrates af Bisnode Kredit til AA.

Det vurderes derfor rimeligt, at B&O har en kreditrating på mellem AA og A.

Ud fra den fundne rating kan risikotillægget findes ved at bruge Bisnode Kredits model over konkursspreadet. Modellen viser risikoen for, at virksomheder med en rating på henholdsvis AAA, AA, A, B samt C går konkurs, tvangsopløses eller går i betalingsstandsning indenfor 12 måneder.

Tabel 6-5: Risikotillæg ved kreditratings

i %	AAA	AA	A	B	C
Risikotillæg	0,2	0,4	1,5	4,7	8,8

Kilde: Soliditet.dk. Egen tilvirkning

Risikotillægget estimeres som en vægtning mellem AA og A og sættes derfor til 0,95 %.

Beregning af långivernes afkastkrav

Afkastkravet for långiverne kan nu beregnes som:

$$r_d = (3,46\% + 0,95\%) \cdot (1 - 0,25) = 3,31\%$$

6.1.1.4 Beregning af WACC

Alle variable, som indgår i WACC, er hermed blevet estimeret, og WACC kan beregnes til:

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot r_e + \frac{D}{V} \cdot r_d \cdot (1 - t) = 0,81 \cdot 9,78\% + 0,19 \cdot 3,31\% = 8,55\%$$

Der er stor usikkerhed forbundet med værdien af cash flowet i terminalperioden, da værdien estimeres på baggrund af forventninger til virksomhedens vækst i al evighed. Hermed vælges at tillægge den fundne WACC et risikotillæg svarende til 1 % i terminalperioden.¹¹⁹

6.1.2 Kritik af CAPM

CAPM-modellen er som tidligere nævnt enkel og intuitiv. Modellen bygger dog på en række antagelser, der skal være opfyldt, for at teorien skal holde. Antagelserne og deres gyldighed belyses i Bilag 16.

6.1.3 Estimering af g

I DCF-modellen betragtes virksomheden som going concern, hvilket betyder, at der skal estimeres en vækstfaktor for terminalperioden. Væksten, g , udtrykker den langsigtede vækstrate for B&O, som baseres på branchemæssige og makroøkonomiske faktorer. Det forudsættes, at B&O i terminalperioden har opnået steady state, hvilket vil sige, at $ROIC = WACC$.

Litteraturen foreskriver, at virksomheden vil vokse med en rate lig vækstraten for økonomien, som udgøres af realvæksten i BNP tillagt inflationen.¹²⁰ B&O opererer imidlertid i en branche, der har en anden vækstrate end den generelle økonomi, hvorfor vækstraten ikke udelukkende kan baseres på disse makroøkonomiske forhold. Til at estimere vækstraten ses der på væksten i forretningsområderne AV (inkl. B&O Play) og Automotive samt inflationen og realvæksten i BNP i perioden 1999-2016. Baggrunden for den lange tidshorisont er at normalisere væksten ved at inddrage høj- og lavkonjunkturer. Vækstraterne fremgår af Bilag 10.

Markedet for AV har i gennemsnit været faldende for Europa, Nordamerika og Resten af verden i perioden, hvorimod BRIK-landene har oplevet en positiv gennemsnitlig realvækst. Realvæksten i BNP har på de udvalgte markeder været positiv.

Inflationen i Europa har i gennemsnit været på 3 %. Det vurderes, at B&O i terminalperioden vil opnå en realvækst på 0,5 %, grundet at realvæksten i BNP vil have en positiv afsmitning på den negative vækst på AV-markedet. Dette anses som rimeligt, da B&O er konjunkturfølsom og derfor bliver påvirket af markedsudsving. Væksten i terminalleddet for Europa sættes til 3,5 %, hvoraf inflationen udgør 3 pp.

Det nordamerikanske marked vurderes til at have en nulvækst ud fra samme forudsætninger som ovenfor, hvorfor væksten i terminalleddet estimeres til 2,4 %.

BRIK-landene har i analyseperioden været præget af høj økonomisk vækst, hvilket er afspejlet i inflationen og realvæksten i BNP. Det forventes, at de høje vækstrater må aftage i takt med, at BRIK-landene bliver mere etablerede økonomier som Europa, hvorfor at vækstraten i terminalleddet sættes til den nominelle vækst for det europæiske marked svarende til 6,1 %.

Det forventes ikke, at Resten af verden vil være gående mod den langsigtede vækst for de etablerede økonomier, da disse lande ikke i samme omfang som BRIK-landene kan kategoriseres som vækstlande. Det vurderes ud fra det generelle AV-marked og realvæksten i BNP, at B&O vil opleve en realvækst på 0 %, hvorfor at den langsigtede vækstrate sættes lig inflationen på 5,3 %.

Realvæksten for Automotive estimeres for det europæiske og nordamerikanske marked til henholdsvis 1,0 % og 0,5 %. Tillagt inflationen på de respektive markeder vil vækstraterne i terminalleddet sættes til 4 % og 3,1 %.

BRIK-landene vurderes på samme grundlag som AV-markedet og vil derfor have en langsigtet vækstrate svarende til den nominelle vækst i Europa på 6,1 %. Der ses bort fra væksten på

markedet for Automotive i Bilag 10, da denne er baseret udelukkende på nyregistreringer af personbiler og derfor ikke er et entydigt mål for den samlede udvikling på markedet.

Det vurderes, at realvæksten i Resten af verden er lig 0 %, da dette marked ikke er B&Os strategiske fokusområde. Den langsigtede vækstrate sættes derfor til inflationen på 5,3 %.

Vækstfaktoren, g , estimeres på baggrund af de geografiske områders forventede langsigtede vækst, der vægtes i forhold til områdernes omsætningsandele i 2022/23. Den langsigtede vækstrate estimeres til 4,4 %, jf. Tabel 5-5.

6.1.4 Værdiberegning ud fra DCF-modellen

Værdien af B&O er beregnet i Tabel 6-6 nedenfor.

Tabel 6-6: DCF-modellen

(mio. kr.)	2011/12	31. jan. 2013	Budgetperiode										Terminal 2022/23T
			2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	
Periode, t			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
NOPAT			41,4	4,7	130,3	297,6	311,0	369,6	392,1	412,9	432,2	451,5	471,3
+ Af- og nedskrivninger			271,0	297,5	341,8	392,7	431,6	462,3	490,4	516,5	540,6	564,7	589,5
+/- Ændring i NWC			31,9	-48,8	-81,3	-93,5	-71,5	-56,5	-51,6	-48,0	-44,2	-44,4	-45,5
+/- Nettoinvesteringer			-223,3	-411,4	-531,7	-611,0	-598,5	-594,3	-610,8	-628,6	-643,9	-668,5	-695,6
Frit Cash Flow			120,9	-157,9	-140,9	-14,3	72,6	181,2	220,1	252,8	284,7	303,3	319,7
WACC	8,55%												9,55%
Diskonteringsrate			0,9212	0,8487	0,7818	0,7202	0,6635	0,6113	0,5631	0,5188	0,4779	0,4403	0,4017
Diskonteringssats 31. januar		1,0562											
PV af FCF			111,4	-134,0	-110,2	-10,3	48,2	110,7	123,9	131,1	136,0	133,5	
PV af FCF i alt	540,5												
Vækst i terminalperioden													4,4%
Terminalværdi													6.207,7
PV af terminalværdi	2.493,5												
Virksomhedsværdi, EV	3.034,0	3.204,5											
Markedsværdi af NRBG	546,1	576,8											
Værdi af egenkapitalen	2.487,8	2.627,7											
Antal aktier		39.270.435											
Aktiekurs		66,9											

Kilde: Egen tilvirkning

På baggrund af budgettet og den estimerede WACC findes Enterprise Value til 3.204,5 mio. kr. Markedsværdien af egenkapital findes ved at fratrække markedsværdien af den netto rentebærende gæld fra Enterprise Value. Markedsværdien af den nettorentebærende gæld estimeres ud fra kapitalstrukturen den 31. januar 2013. Kapitalstrukturen er beregnet som et vægtet gennemsnit af gældsforholdet i 2011/12 og 2012/13, hvilket ifølge Tabel 6-1 giver:

$$\frac{D}{EV} = 0,16 \cdot \frac{4}{12} + 0,19 \cdot \frac{8}{12} = 0,18$$

Vægtningen er baseret på, at 31. januar 2013 er 8 måneder inde i regnskabsåret 2012/13.

Markedsværdien af egenkapital kan pr. 31. januar 2013 estimeres til 2.627,7 mio. kr., hvilket giver en pris pr. aktie på 66,9 kr.

6.1.4.1 Markedsværdien ved worst og best case

På baggrund af budgettet i scenarieanalysen skal værdien af B&O herefter beregnes.

I worst case er markedsværdien af egenkapitalen estimeret til 2.607,7 mio. kr., hvilket giver en aktiekurs på 66,4 kr., jf. Bilag 17. Markedsværdien i worst case er således 20 mio. kr. lavere end i base case.

I best case beregnes markedsværdien af egenkapital til 2.611,0 mio. kr. svarende til 66,5 kr. pr. aktie, jf. Bilag 18. Værdien af B&O er derved omkring 16,7 mio. kr. lavere i best case.

6.1.4.2 Vægtet pris

Der er overvægt i sandsynligheden for, at base case budgettet kan nås, da budgetforudsætningerne er velovervejede. Det vurderes derudover, at der er lige stor sandsynlighed for at ende i henholdsvis worst og best case.

Vægtningen foretages med 70 % i base case, 15 % i worst case og 15 % i best case.

Markedsværdien af egenkapitalen kan herved estimeres til 2.622,2 mio. kr., hvilket svarer til en aktiekurs på 66,8 kr., jf. Tabel 6-7.

Tabel 6-7: Vægtet pris

	Base case	Worst case	Best case
Vægtning	0,70	0,15	0,15
Virksomhedsværdi, EV			3.197,8
Markedsværdi af NRBG			575,6
Værdi af egenkapitalen			2.622,2
Antal aktier			39.270.435
Aktiekurs			66,8

Kilde: Egen tilvirkning

6.2 Følsomhedsanalyse

Budgetter og værdiansættelser vil altid indeholde usikre faktorer, og der er større sandsynlighed for afvigelser, jo længere budgetperioden er. Udover afvigelser i budgetforudsætningerne kan der være forskelle i forudsætningerne bag kapitalomkostningerne. Følsomhedsanalysen vil derfor afklare DCF-modellens følsomhed overfor visse faktorer, der efterfølgende vil gennemgås. Der tages udgangspunkt i den estimerede værdi i base case på 2.627,7 mio. kr. svarende til en aktiekurs på 66,9 kr.

Ud fra Tabel 6-6 kan det udledes, at terminalværdien udgør 82 % af Enterprise Value, hvilket illustrerer, at modellen er mest følsom overfor ændringer i faktorer, der indgår i terminalværdien. Ved at justere på nogle af de faktorer, der er med til at bestemme nutidsværdien af terminalleddet, kan der findes et spænd for markedsværdien af egenkapitalen.

I afsnit 6.1.1.2 blev der beskrevet, at den risikofri rente i høj grad afhænger af, hvilken periode der ses på. Ligeledes var der forskelle i estimeringen af beta ved de respektive metoder. Der skal derfor beregnes alternative værdier for WACC på baggrund af justeringer i den risikofri rente og beta.

Spændet på beta er fastsat ud fra de to anvendte metoder, jf. afsnit 6.1.1.2. Fundamentalanalysen kom frem til, at beta skulle ligge på 1,0 ud fra intervallet 0,85 – 1,15, hvorimod den gearede beta blev fundet til 1,18. Spændet vil derfor indeholde en kombination af disse værdier samt den vægtede beta. Den risikofri rente vil ligge i spændet fra 2,46 % – 4,46 % svarende til en justering på +/- 1 pp.

Tabel 6-8: Spændet for WACC

WACC	Beta				
Risikofri rente	0,85	1,00	1,09	1,15	1,18
2,46%	6,47%	7,18%	7,60%	7,88%	8,02%
2,96%	6,95%	7,65%	8,08%	8,36%	8,50%
3,46%	7,42%	8,13%	8,55%	8,83%	8,97%
3,96%	7,90%	8,61%	9,03%	9,31%	9,45%
4,46%	8,38%	9,08%	9,50%	9,79%	9,93%

Kilde: Egen tilvirkning

Det ses i Tabel 6-8, at WACC er følsom over for ændringer i både den risikofri rente og beta, da ændringer i en af faktorerne til yderpunkterne påvirker WACC med omkring 1 pp. Der ligger mange overvejelser bag de i modellen anvendte værdier for den risikofri rente og beta, men det vurderes realistisk, at WACC kan ligge indenfor den stiplede boks i Tabel 6-8 og spænde fra 7,65 % til 9,31 %.

En anden parameter, der kan have store indvirkninger på B&Os markedsværdi, er væksten i terminalperioden. Der er antaget en vækst i terminalperioden på 4,4 %, men Tabel 6-9 viser, at ændringer på +/- 1 % alt andet lige medfører et spænd i værdien på 350-520 mio. kr. I tabellen nedenfor holdes væksten op imod ændringer i WACC. Det vurderes på baggrund af disse parametre, at markedsværdien af egenkapitalen kan ligge i intervallet 2,19 – 3,26 mia. kr. svarende til en aktiekurs på 55,9 – 83,0 kr.

Tabel 6-9: B&Os værdi ved ændringer i WACC og vækst

Værdi (mio. kr.)	Vækst, g				
WACC *	3,40%	3,90%	4,40%	4,90%	5,40%
7,65%	2.787,7	3.028,2	3.325,2	3.701,4	4.193,3
8,08%	2.526,0	2.723,1	2.962,4	3.259,0	3.636,3
8,55%	2.275,7	2.435,6	2.626,5	2.858,5	3.146,4
9,03%	2.062,5	2.194,0	2.348,8	2.533,8	2.758,8
9,31%	1.950,7	2.068,5	2.206,1	2.369,1	2.565,4

Aktiekurs	Vækst, g				
WACC *	3,40%	3,90%	4,40%	4,90%	5,40%
7,65%	71,0	77,1	84,7	94,3	106,8
8,08%	64,3	69,3	75,4	83,0	92,6
8,55%	57,9	62,0	66,9	72,8	80,1
9,03%	52,5	55,9	59,8	64,5	70,3
9,31%	49,7	52,7	56,2	60,3	65,3

* WACC tillægges 1 % i terminalperioden.

Kilde: Egen tilvirkning

To af de største poster, der indgår i beregningen af FCF i terminalperioden, er EBITDA og afskrivningerne, der sammen med selskabsskatten giver NOPAT. Der skal derfor ses på effekten af ændringer i henholdsvis EBITDA-marginen og afskrivningerne i procent af materielle og immaterielle aktiver. Da der ligger mange overvejelser bag budgetforudsætningerne, bliver posterne justeret med +/- 2 pp.

Tabel 6-10 illustrerer, at markedsværdien af egenkapitalen har et spænd på 1,36 mia. kr. som følge af små ændringer i EBITDA-marginen i terminalperioden. Ved at justere niveauet af afskrivningerne resulterer dette i, at værdien ændres med +/- 256,4 mio. kr. Det kan derfor udledes, at DCF-modellen i høj grad er følsom overfor disse ændringer. Det vurderes, at B&Os markedsværdi kan ligge i intervallet 2,16 – 3,10 mia. kr. svarende til en pris mellem 55,0 og 78,9 kr. pr. aktie.

Tabel 6-10: B&Os værdi ved ændringer i EBITDA og afskrivninger

Værdi (mio. kr.)	Afskrivninger i % af mat. og immat. aktiver *				
EBITDA-margin *	21,3%	22,3%	23,3%	24,3%	25,3%
16,1%	2.202,3	2.074,1	1.945,9	1.817,7	1.689,6
17,1%	2.543,2	2.415,0	2.286,8	2.158,6	2.030,5
18,1%	2.884,1	2.755,9	2.627,7	2.499,5	2.371,4
19,1%	3.224,9	3.096,8	2.968,6	2.840,4	2.712,2
20,1%	3.565,8	3.437,7	3.309,5	3.181,3	3.053,1

Værdi (mio. kr.)	Afskrivninger i % af mat. og immat. aktiver *				
EBITDA-margin *	21,3%	22,3%	23,3%	24,3%	25,3%
16,1%	56,1	52,8	49,6	46,3	43,0
17,1%	64,8	61,5	58,2	55,0	51,7
18,1%	73,4	70,2	66,9	63,6	60,4
19,1%	82,1	78,9	75,6	72,3	69,1
20,1%	90,8	87,5	84,3	81,0	77,7

* i terminalperioden

Kilde: Egen tilvirkning

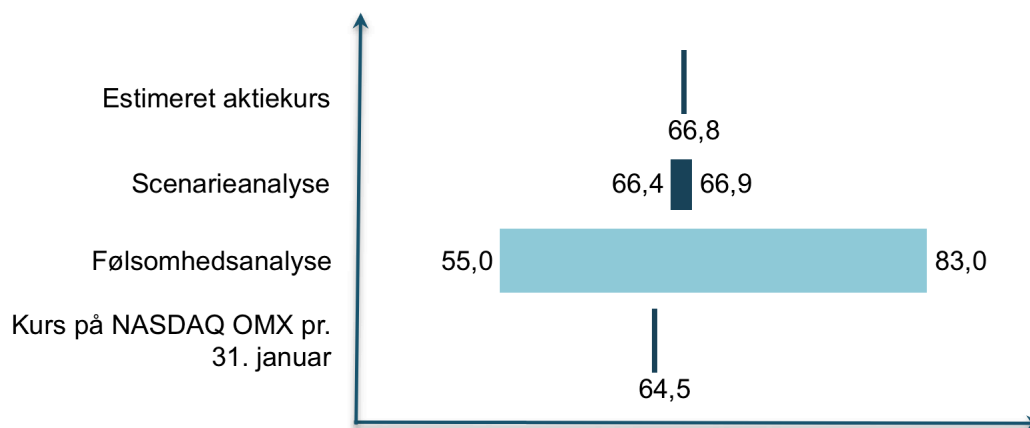
6.3 Prisinterval

Markedsværdien af egenkapitalen blev i DCF-modellen estimeret til 2.627,7 mio. kr. eller 66,9 kr. pr. aktie. Ved at indregne scenarierne, der blev baseret på henholdsvis mindre og større vækst i omsætningen i budgetperioden, blev værdien estimeret til 2.622,2 mio. kr. eller 66,8 kr. pr. aktie. Den fundne aktiekurs ligger 3,6 % over markedets vurdering af B&O på 64,5 kr., hvilket indikerer, at aktien er undervurderet i markedet.

Følsomhedsanalysen viste imidlertid, at modellen er meget følsom overfor ændringerne i de udvalgte faktorer, der indgår i beregningen af terminalværdien. På trods af, at forudsætningernes bag modellen er velovervejede, vurderes det, at der er usikkerheder forbundet ved den fundne markedsværdi af egenkapitalen.

B&Os aktiekurs fastsættes til 66,8 kr. pr. aktie, men værdien vurderes at kunne svinge fra 55,0 kr. pr. aktie til 83,0 kr. pr. aktie. Dette svarer til en markedsværdi af egenkapitalen i intervallet 2.158,6 – 3.259,0 mio. kr.

Figur 6-1: Prisinterval



Kilde: Egen tilvirkning

6.4 Værdiansættelse via multipler

Til at supplere værdiansættelsen estimeret på baggrund af DCF-modellen, er der valgt at foretage en relativ værdiansættelse. Denne analyse har til formål at validere resultaterne fra DCF-modellen. Peer-gruppen består af B&Os direkte konkurrenter på henholdsvis B2C- og B2B-markedet, og disse er Loewe og Harman, jf. afsnit 3.3. Dynaudio og Bose indgår ikke som peers, grundet at de er unoterede selskaber, hvorfor der ikke foreligger offentlig tilgængelig information. Der kunne være opstillet en sekundær peer-gruppe bestående af de andre spillere fra afsnit 3.3, men det fravælges, da det er store konglomerater, som opererer indenfor andre områder, hvilket mindsker graden af sammenlignelighed betydeligt.

Til at vurdere rimeligheden i estimerne fra DCF-modellen anvendes to Enterprise Value-baserede og en egenkapitalbaseret multipl, som fremgår nedenfor:

$$\begin{aligned}
 \frac{EV}{Omsætning_{t+1}} &= \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Omsætning}} \\
 \frac{EV}{EBITDA_{t+1}} &= \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Driftsresultat før skat og afskrivninger}} \\
 \frac{M}{B} &= \frac{\text{Markedsværdi af egenkapitalen}}{\text{Bogført værdi af egenkapitalen}}
 \end{aligned}$$

Multiplerne P/E og EV/EBIT indgår ikke i analysen, da de ikke kan estimeres for Loewe, grundet deres underskud. Der vælges at anvende multipler baseret på budgetterede værdier for

2012/13, da dette vurderes at give et mere retvisende billede af virksomhedernes fremtidige indtjening og værdi.

Generelt er gældende, at en værdiansættelse vha. multipler kræver samme regnskabspraksis på tværs af selskaberne. En værdiansættelse vha. en egenkapitalbaseret multipel kræver, at de sammenlignelige virksomheder har identiske forventede vækstrater, kapitalomkostninger og rentabilitet.¹²¹ Dette er ikke tilfældet for peer-gruppen, men da den relative værdiansættelse anvendes som en validering af DCF-modellen, vurderes det rimeligt at benytte disse peers.

Efterfølgende beskrives kort de udvalgte multipler.

EV/Omsætning: Nøgletallet beskriver, hvor meget man er villig til at betale for en kroners omsætning. Denne multipel er i mindre grad påvirket af regnskabspraksis, da det er toplinejen, som indgår. Ulempen ved brugen af denne er, at en høj omsætning ikke nødvendigvis er ensbetydende med en høj indtjening, hvilket kan give anledning til et forvrænget billede af virksomhedens potentiale.

EV/EBITDA: Nøgletallet beskriver, hvor meget man vil betale for en kroners driftsresultat før skat og afskrivninger. Multiplen bliver ofte anvendt i forbindelse med en relativ værdiansættelse, da den normaliserer forskelle i kapitalstruktur, skatteforhold og afskrivninger på tværs af virksomheder.

M/B: Nøgletallet sammenligner markedsværdien af egenkapitalen ift. bogført værdi af egenkapitalen. Hvis M/B er større end 1, vurderer markedet, at virksomhedens aktiver er mere værd end den bogførte værdi af egenkapitalen og vice versa.

På baggrund af budgetteringen beregnes de udvalgte multipler for B&O og sammenholdes for peer-gruppen. Dette er vist nedenfor:

Tabel 6-11: Peer-analyse

	EV/SALES	EV/EBITDA	M/B
Primær peer-gruppe			
Harman	0,84	8,78	1,88
Loewe	0,10	1,88	1,37
Gennemsnit	0,47	5,33	1,63
B&O estimeret	1,04	10,26	1,62

Kilde: Bloomberg. Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående, ligger de Enterprise Value-baserede multipler for B&O over gennemsnittet for peer-gruppen. De beregnede multipler er baseret på værdier fra første budgetår, hvor B&O oplever store restruktureringer, *ramp ups* og andre faktorer, der mindsker omsætningen og EBITDA på kort sigt. Dette medfører, at multiplerne bliver overnormalt høje, da EV er estimeret på baggrund af en forventning om fremtidig vækst. Det må forventes, at B&Os multipler vil aftage i fremtiden i takt med, at marginerne bliver forbedret. Dette kan betyde, at de bevæger sig mod gennemsnittet for den primære peer-gruppe. Multiplen M/B ligger på niveau med markedet, og da bogførte værdier af egenkapitalen er relativt stabile over tid, indikerer det, at værdiansættelsen vha. DCF-modellen i det foregående afsnit er retvisende.

7 Konklusion

Formålet med denne afhandling var at estimere værdien af Bang & Olufsen A/S pr. 31. januar 2013 med henblik på at vurdere, hvorvidt aktien er attraktiv for investorer.

B&O befinder sig på nichemarkeder indenfor audio/video og car-fi, hvor de differentierer sig på parametrene design og kvalitet. Virksomheden henvender sig til high-end segmentet, hvilket har været en svaghed under den aktuelle recession, da B&Os produktportefølje er meget konjunkturfølsom grundet de høje priser. Dette har ledt til, at kunderne i højere grad har substitueret over mod konkurrenternes billigere AV-produkter. Denne substituering kan også skyldes den forældede produktportefølje især på videosegmentet.

High-end AV-markedet består af få direkte konkurrenter. B&O har valgt en rolle som teknologisk follower, hvilket indebærer, at de udvikler produkter baseret på eksisterende teknologi. Denne position gør, at en forkortelse af deres time-to-market er en altafgørende faktor for at sikre et salg til fastholdelse af markedsandele. B&Os position er de senere år blevet svækket som følge af, at spændet mellem low- og high-end markedet er blevet mindre. Dette skyldes, at konkurrenterne på low-end markedet i højere grad har fokuseret på design og højere kvalitet af deres produkter til lavere priser.

B&Os produkter på B2C-markedet bliver hovedsageligt solgt igennem eget distributionsnet i form af B1-butikker og shop-in-shops. Derudover har B&O en række tredjepartsaftaler og strategiske samarbejder med fx Apple og Sparkle Roll, der er med til at udvide kendskabsgraden og skabe et øget salg. På B2B-markedet bliver koncernens lydsystemer solgt igennem partnerskaber med Audi, BMW, Mercedes og Aston Martin, der ligeledes henvender sig til high-end segmentet. De aktive partnerskaber medfører, at man i fællesskab kan udvikle lydsystemer, der bedst øger den kundeopfattede værdi, hvilket er med til at styrke B&Os konkurrencefordel og fremtidige position på Automotive-markedet.

Negative vækstrater på det primære geografiske område og et faldende salg i B&Os butikker har foranlediget omfattende restruktureringer af distributionsnettet. B&O har set sig nødsaget til at lukke en række urentable butikker i Europa og rette deres fokus mod BRIK-landene, hvor store vækstrater forventes i de kommende år.

En udvidelse af B&Os produktportefølje, hovedsageligt gennem B&O Play, anses som værende en af mulighederne for at øge omsætningen. B&O Play bygger på samme parametre som AV til lavere priser, hvilket tiltrækker en bredere målgruppe. Dog kan den lavere bruttoavance på forretningsområdet udgøre en trussel mod B&Os brand og eksklusivitet. En forudsætning for at styrke deres position i markedet er at rette fokus mod deres kernerdrift. Dette skal gøres ved at fokusere R&D på lyd, akustik, design og forarbejdning af materialer samt anvende teknologiske partnere til udvikling af tv-komponenter. Dette vurderes at være en styrke på lang sigt, da profitabiliteten på audio er højere end på videosegmentet.

Nettoomsætningen faldt i 2008/09 med 1,3 mia. kr., hvorefter udviklingen har været positiv. Det samme er gældende for driftsresultatet efter skat. Afkastningsgraden har oplevet en stigende tendens hovedsageligt drevet af en stigning i overskudsgraden og nåede i 2011/12 et niveau svarende til 5 %. Det kan konkluderes, at B&Os rentabilitet og indtjeningssevne har udviklet sig positivt siden 2008/09 som følge af et forbedret indtægts-omkostningsforhold.

Da budgetperioden skal afspejle en fuld konjunkturcyklus samt længden af det nye forretningsområdes vækstfase, blev budgetperiodens længde fastlagt til 10 år tillagt en terminalperiode. Budgetteringen af omsætningsvæksten er fordelt geografisk på forretningsområder.

AV er det forretningsområde, der er forbundet med de største udfordringer. B&Os lange time-to-market, den forældede produktportefølje, det mindskede gap mellem high- og low end og restruktureringen af distributionsnettet er faktorer, der vurderes at medføre et fald i omsætningen på kort sigt. Det øgede fokus på audio-segmentet kan sammen med en succesfuld restrukturering og en generel markedsforbedring forventes at føre til en stigning i vækstraterne, hvor den største vækst vil opleves på BRIK-markederne. Omsætningen for AV er samlet set estimeret til at stige til 2.615,9 mio. kr. i terminalleddet.

B&O Play forventes at have en høj vækst på alle geografiske områder, og forretningsområdet estimeres til at vokse fra 379,8 mio. kr. i 2011/12 til 2.065,3 mio. kr. i terminalperioden. Den høje vækst er primært drevet af, at B&O Play er på vej ind i vækstfasen, produkterne sælges til overkommelige priser, samt at distributionsnettet udvides (B1-butikker, tredjepartsaftaler, e-commerce og de kommende B&O Play butikker i Kina).

Automotive har siden etableringen i 2005 været en succes for B&O-koncernen, hvor omsætningen i 2011/12 udgjorde 15 % af koncernens nettoomsætning. Der ses et stort upside-potentiale i

Automotive, hvilket giver grobund for høje vækstrater i budgetperioden. De primære drivere til den fortsatte høje vækst vil afhænge af en stigning i penetreringsgraderne hos de eksisterende partnere og en øget aftagerrate fra slutbrugerne. Det forventes, at Automotive vil vokse med en CAGR på 24 % frem til 2016/17, hvorefter væksten vil være aftagende.

Forretningsområdet ICEpower antages at følge den samlede vækst for koncernens øvrige forretningsområder, da ICEpower er afhængig af udviklingen i disse. Det indebærer, at ICEpower vil vokse fra 116,1 mio. kr. i 2011/12 til 259,7 mio. kr. i terminalperioden.

B&Os samlede omsætning estimeres til 6.728,5 mio. kr. i terminalperioden. EBIT-marginen er estimeret til at stige fra 4,1 % til 9,3 % i 2017/18 og vil herefter ligge på et stabilt niveau. Denne udvikling kan henføres til en forbedring af koncernens indtægts-omkostningsforhold. Det kan derfor konkluderes, at B&Os målsætninger i strategien "Leaner, Faster, Stronger" er urealistiske, da det vurderes, at et omsætningsniveau på 8-10 mia. kr. og en EBIT-margin på 12 % ikke er opnåelige i budgetperioden.

Virksomhedens WACC er estimeret til 8,55 % på baggrund af en omfattende gennemgang af de underliggende faktorer. Da der er stor usikkerhed forbundet ved de estimerede vækstrater i terminalperioden, blev det besluttet at lægge 1 procentpoint til WACC i terminalleddet. Vækstfaktoren, g , blev estimeret til 4,4 % på baggrund af et vægtet gennemsnit af de geografiske områders forventede langsigtede vækst.

Værdiansættelsen blev foretaget via DCF-modellen, der anses for at være den teoretisk mest korrekte model. På baggrund af budgettet blev de fremtidige cash flows tilbagediskonteret med den estimerede WACC til den 31. januar 2013. Aktiekursen blev estimeret til en vægtet pris på 66,8 kr. ved inddragelse af scenarieanalysen, hvilket er ca. 3,6 % over markedets vurdering.

Da DCF-modellen er følsom overfor ændringer i udvalgte underliggende faktorer, blev der foretaget en følsomhedsanalyse. Prisintervallet vurderes at ligge i spændet fra 55 kr. til 83 kr., hvilket svarer til en markedsværdi af egenkapitalen, der ligger mellem 2.158,6 mio. kr. og 3.259,0 mio. kr.

Heraf kan det konkluderes, at B&O-aktien er attraktiv for investorer, da kursen på NASDAQ OMX kan anses som undervurderet ud fra afhandlingens estimater. Aktien er dog forbundet med stor usikkerhed, hvilket må antages at have en negativ indvirkning på graden af attraktivitet.

8 Perspektivering

Værdiansættelsen er sket på skæringsdatoen 31. januar 2013, og begivenheder, der er forekommet efter denne dato, er ikke medtaget i analysen. Der er imidlertid opstået begivenheder, der vil have en indvirkning på værdien af B&O, såfremt de medtages.

Den 22. marts 2013 nedjusterede B&O forventningen til regnskabsåret 2012/13 på baggrund af et svagt regnskab for tredje kvartal. Årsagen er højere afskrivninger på immaterielle aktiver, lavere aktiverede udviklingsomkostninger samt et højt aktivitetsniveau indenfor produktudvikling. Forventningen til regnskabsåret er derfor et fald i nettoomsætningen til 2.800 – 2.900 mio. kr. samt en negativ EBIT-margin.¹²²

Den danske regering vedtog i juni 2013 Vækstplan DK, som har en indflydelse på størrelsen af selskabsskatten. Planen indebærer, at selskabsskatten sænkes i 2014 til 24,5 %, i 2015 til 23,5 %, og fra 2016 og frem vil skatten ligge på 22 %.¹²³ Dette vil medføre en stigning i NOPAT samt et højere afkastkrav til gælden efter skat, da skatteskjoldet er mindre. Samlet set fører det til en stigning i den estimerede aktiekurs.

B&O har ikke indenfor skæringsdatoen angivet, hvornår der vil komme nye produkter på markedet. Dog har Tue Manton d. 18. april 2013 udtalt, at B&O vil lancere stærke nye AV-produkter indenfor de næste 12 måneder,¹²⁴ hvilket kan forventes at få en positiv effekt på omsætningen for B&Os kernerdrift fremadrettet.

Likviditeten på aktier er vigtig for investorer, således at aktien hurtigt kan konverteres til penge. Derfor kræver investorer kompensation i form af en likviditetspræmie for at investere i aktier med begrænset eller ingen likviditet.¹²⁵ Der kan argumenteres for, at B&O er en lille aktie, der ikke har samme omsættelighed som Large Cap-virksomheder, hvilket kan tale for tillæg af en likviditetspræmie til ejernes afkastkrav. En kompensation for manglende likviditet vil øge virksomhedens WACC, der medfører en lavere markedsværdi af egenkapitalen. Der er i markedet ingen entydigt anerkendt metode, der estimerer likviditetspræmien på en troværdig og objektiv måde, hvilket gør det svært at kvantificere størrelsen af præmien.¹²⁶ Likviditetspræmien er undladt, da det vurderes, at efterspørgslen efter B&O-aktien ikke er væsentligt lavere end for større virksomheder i risikofyldte brancher. Derudover vil tillægget af en likviditetspræmie

mindske B&Os sammenlignelighed med andre virksomheder i branchen, da denne kompensati-
on ikke er relevant for alle virksomheder.¹²⁷

Scenarieanalysen i afsnit 6.1.4.1 illustrerer, at aktiekursen påvirkes negativt ved en stigning i omsætningsvæksten på 25 % i hele perioden. Dette taler for, at omsætningen ikke er det afgørende mål for B&Os succes, men at indtægts-omkostningsforholdet skal optimeres for at øge værdien af virksomheden, jf. Tabel 6-10.

9 Litteraturliste

Bøger

- Andersen, Ib (2013): Den skinbarlige virkelighed, 5. udgave. Samfundslitteratur.
- Petersen, Christian & Plenborg, Thomas (2012): Financial Statement Analysis, 1. udgave. Pearson Education Limited.
- Sørensen, Ole (2009): Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 3. udgave. Gjellerup.

Regnskaber

- Bang & Olufsen årsrapporter 2007/08 – 2011/12
- Bang & Olufsen halvårsrapporter 2010/11 – 2012/13
- Bang & Olufsen kvartalsrapporter Q3 2011/12 og Q1 2012/13
- Audi – First Quarter Report 2013
- BMW – Quarterly Report to 31 March 2013
- Daimler – Interim Report Q1 2013

Artikler

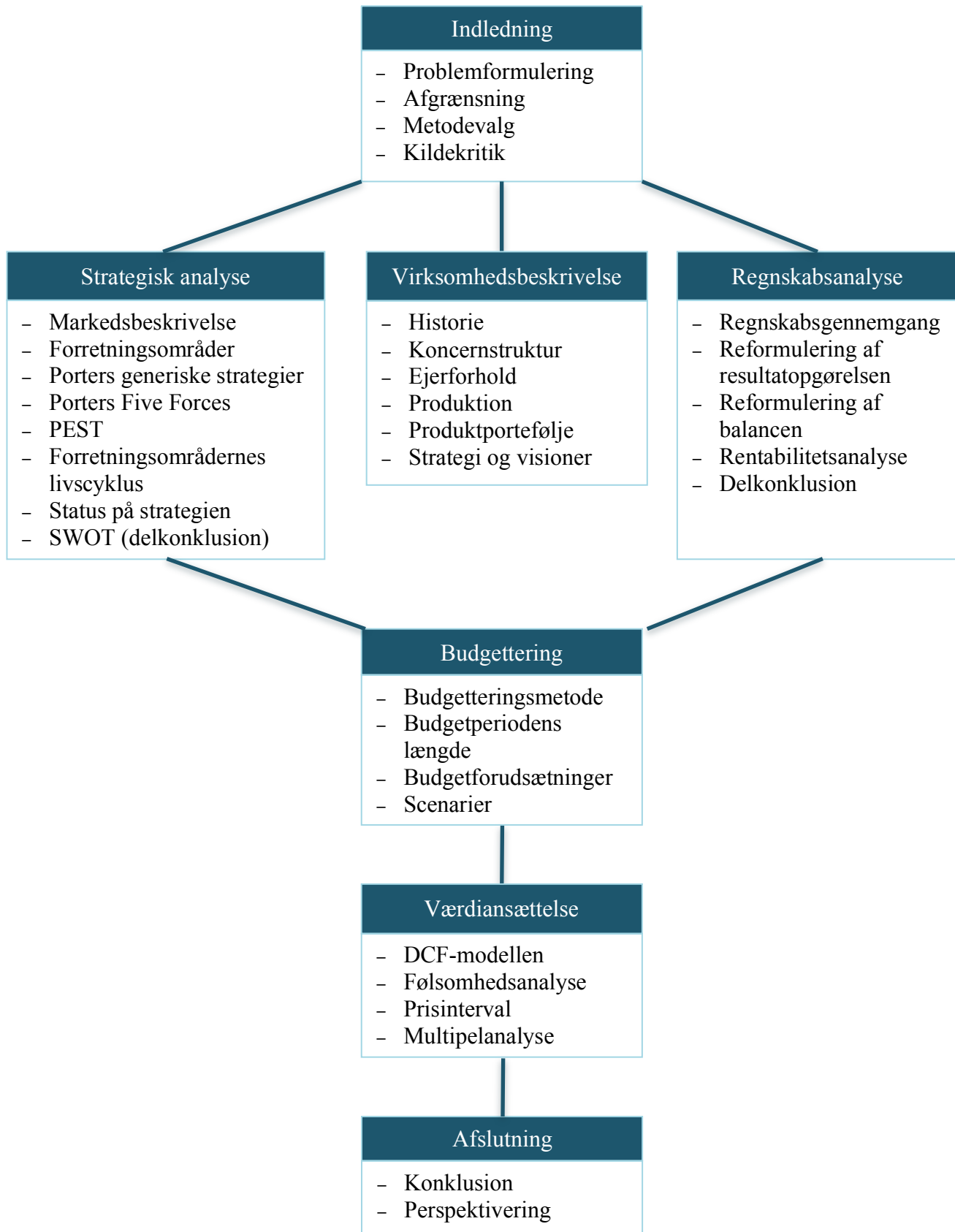
- Bang & Olufsen Automotive – historien om succesfuld innovation:
<http://nozebra.ipapercms.dk/valcon/Cases/BOAutomotiveIPaperDK/?Page=1>
- Daves, Phillip R.; Erhardt, Michael C. & Kunkel, Robert A. (2000): Estimating Systematic Risk: The Choice of Return Interval and Estimation Period. Journal of Financial and Strategic Decisions, vol. 13, no. 1.
- Holm, Morten; Petersen, Christian og Plenborg, Thomas: Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen (2005). Revision & Regnskabsvæsen, vol. 74, nr. 1

Hjemmesider

- Bang & Olufsen fortegningsretsemission 2009:
http://www.bang-olufsen.com/da/investors/company-announcements/~/_media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf

10 Bilagsliste

BILAG 1: OPGAVESTRUKTUR	121
BILAG 2: OVERBLIK OVER DE 5 STØRSTE SPILLERE PÅ B2C-MARKEDET	122
BILAG 3: GRUNDLAG FOR MARKEDSBESKRIVELSE	123
BILAG 4: AUTOMOTIVE – OVERSIGT OVER BRANDS	124
BILAG 5: ÆNDRINGER I REGNSKABSPOSTER	125
BILAG 6: BEREGNING AF OMSÆTNING PR. FORRETNINGSOMRÅDE FORDELT GEOGRAFISK	126
BILAG 7: BUTIKKERNES FORVENTEDE OMSÆTNING	127
BILAG 8: BEREGNING AF TARGET OMSÆTNING	128
BILAG 9: COMMON SIZE	129
BILAG 10: BRANCHEVÆKST, INFLATION OG REALVÆKST I BNP	130
BILAG 11: BUDGET - BASE CASE	131
BILAG 12: BUDGET - WORST CASE	132
BILAG 13: BUDGET - BEST CASE	133
BILAG 14: INFLATION I EUROPA	134
BILAG 15: ESTIMERING AF BETA	135
BILAG 16: KRITIK AF CAPM	136
BILAG 17: VÆRDIBEREGNING - WORST CASE	137
BILAG 18: VÆRDIBEREGNING - BEST CASE	138
BILAG 19: DEFINITIONER PÅ MULTIPLER FRA BLOOMBERG	139

Bilag 1: Opgavestruktur

Bilag 2: Overblik over de 5 største spillere på B2C-markedet

Categories	Brand	Company name (GBO)	2007	2008	2009	2010	2011
In-Home Consumer Electronics	Samsung	Samsung Corp	9,4	10,4	11,4	12,4	12,6
In-Home Consumer Electronics	LG	LG Corp	7,2	7,5	7,6	8,2	8,5
In-Home Consumer Electronics	Sony	Sony Corp	9,5	7,8	7,5	7,6	7,2
In-Home Consumer Electronics	Philips	Koninklijke Philips Electronics NV	6,8	6,2	5,7	5,5	5,8
In-Home Consumer Electronics	Panasonic	Panasonic Corp	-	5,4	5,5	5,8	5,7

Kilde: GMID. Egen tilvirkning.

Bilag 3: Grundlag for markedsbeskrivelse

Det globale AV-marked

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR historisk	CAGR forecast
Europa	47.772	45.793	44.850	44.689	40.989	38.543	36.840	35.371	34.211	32.943	-3,8%	-3,8%
Nordamerika	28.807	30.208	27.615	24.498	21.571	20.248	19.345	17.618	15.607	13.654	-7,0%	-9,4%
BRIK-lande	35.010	36.542	36.540	40.714	42.262	44.529	46.663	49.106	51.204	53.470	4,8%	4,7%
Resten af verden	57.883	49.647	49.851	57.311	49.050	45.682	45.182	44.951	44.458	44.160	-4,1%	-0,8%
China	17.764	18.036	20.452	22.342	23.777	25.461	26.978	28.523	30.038	31.509	7,6%	5,5%
India	3.867	4.206	4.479	4.843	5.081	5.159	5.310	5.874	6.450	7.068	7,1%	8,2%
Russia	6.077	6.058	3.625	3.307	3.694	3.753	3.806	3.858	3.689	3.632	-11,7%	-0,8%
Brazil	7.302	8.241	7.984	10.222	9.710	10.156	10.569	10.851	11.028	11.261	7,4%	2,6%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR historisk	CAGR forecast
Europa		-4,1%	-2,1%	-0,4%	-8,3%	-6,0%	-4,4%	-4,0%	-3,3%	-3,7%	-3,8%	-3,8%
Nordamerika		4,9%	-8,6%	-11,3%	-11,9%	-6,1%	-4,5%	-8,9%	-11,4%	-12,5%	-7,0%	-9,4%
BRIK-lande		4,4%	0,0%	11,4%	3,8%	5,4%	4,8%	5,2%	4,3%	4,4%	4,8%	4,7%
Resten af verden		-14,2%	0,4%	15,0%	-14,4%	-6,9%	-1,1%	-0,5%	-1,1%	-0,7%	-4,1%	-0,8%
China		1,5%	13,4%	9,2%	6,4%	7,1%	6,0%	5,7%	5,3%	4,9%	7,6%	5,5%
India		8,8%	6,5%	8,1%	4,9%	1,5%	2,9%	10,6%	9,8%	9,6%	7,1%	8,2%
Russia		-0,3%	-40,2%	-8,8%	11,7%	1,6%	1,4%	1,4%	-4,4%	-1,5%	-11,7%	-0,8%
Brazil		12,9%	-3,1%	28,0%	-5,0%	4,6%	4,1%	2,7%	1,6%	2,1%	7,4%	2,6%

Kilde: GMID. Egen tilvirkning.

Anm.: Værdier i mio. €

Det globale marked for nyregistreringer af personbiler

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR historisk	CAGR forecast
Europa	17.139,5	15.877,8	15.244,1	14.643,2	14.597,7	13.469,3	13.226,9	13.147,5	13.147,5	13.160,6	-3,9%	-0,6%
Nordamerika	8.421,3	7.663,6	6.148,6	6.345,6	6.780,5	7.944,5	8.111,3	8.338,5	8.555,3	8.760,6	-5,3%	2,5%
BRIK-lande	10.724,1	12.668,4	15.634,5	20.182,5	21.719,8	23.345,0	25.348,8	27.575,2	29.942,1	32.542,1	19,3%	8,7%
Resten af verden	12.892,3	12.640,1	11.574,2	13.230,4	13.166,4	14.672,8	15.121,9	15.637,9	16.197,7	16.741,7	0,5%	3,4%
Samlet	49.177,2	48.849,9	48.601,4	54.401,7	56.264,4	59.431,6	61.808,9	64.699,1	67.842,6	71.205,1	3,4%	4,6%

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR historisk	CAGR forecast
Europa		-7,4%	-4,0%	-3,9%	-0,3%	-7,7%	-1,8%	-0,6%	0,0%	0,1%	-3,9%	-0,6%
Nordamerika		-9,0%	-19,8%	3,2%	6,9%	17,2%	2,1%	2,8%	2,6%	2,4%	-5,3%	2,5%
BRIK-lande		18,1%	23,4%	29,1%	7,6%	7,5%	8,6%	8,8%	8,6%	8,7%	19,3%	8,7%
Resten af verden		-2,0%	-8,4%	14,3%	-0,5%	11,4%	3,1%	3,4%	3,6%	3,4%	0,5%	3,4%
Samlet		-0,7%	-0,5%	11,9%	3,4%	5,6%	4,0%	4,7%	4,9%	5,0%	3,4%	4,6%

Kilde: GMID. Egen tilvirkning.

Anm.: Antal solgte biler i tusinder

Det globale marked for udvalgte bilproducenter

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR historisk	CAGR forecast
Audi	964,2	1.003,5	949,7	1.092,4	1.302,7	1.455,1	1.552,4	1.656,3	1.767,0	1.885,2	7,8%	6,7%
BMW	1.276,8	1.202,2	1.068,8	1.224,3	1.380,4	1.540,1	1.643,1	1.753,0	1.870,2	1.995,3	2,0%	6,7%
Mercedes-Benz	1.293,2	1.273,0	1.093,9	1.276,8	1.381,4	1.451,6	1.548,7	1.652,2	1.762,7	1.880,6	1,7%	6,7%
Total	3.534,1	3.478,7	3.112,4	3.593,5	4.064,5	4.446,8	4.744,2	5.061,5	5.400,0	5.761,2	3,6%	6,7%

Kilde: Årsrapporter fra Audi, BMW og Daimler. Egen tilvirkning.

Anm.: Antal solgte biler i tusinder

Realvækst i BNP fordelt geografisk (2007-2016)

Geografiske områder	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Europa	5,2%	1,7%	5,4%	2,8%	2,6%	1,8%	1,3%	1,6%	2,3%	2,4%
Nordamerika	1,9%	0,2%	3,0%	2,5%	1,9%	2,2%	1,9%	2,6%	2,4%	2,2%
BRIK-lande	9,7%	6,6%	5,6%	8,4%	6,0%	4,0%	4,8%	5,5%	5,6%	5,8%
Resten af verden	6,4%	4,2%	2,3%	5,6%	4,3%	4,0%	4,0%	4,4%	4,4%	4,5%

Kilde: GMID. Egen tilvirkning.

Bilag 4: Automotive – oversigt over brands

Bilproducent	Luksus brands	Leverandør	Andre brands	Leverandør
Aston Martin	Aston Martin	B&O		
BMW	BMW Mini Rolls Royce	B&O , Harman (HK & L) Harman (HK) Harman (L)		
Daimler	Mercedes	B&O , Harman (HK)	Smart	
Fiat	Ferrari Maserati	Harman (JBL) BOSE, Harman (B&W)	Alfa Romeo Fiat Lancia Chrysler Dodge Jeep	BOSE Harman (JBL) BOSE Harman (HK & I) Harman (HK & I) Harman (HK & I)
Ford	Lincoln	n.a.	Ford (Mazda)	
Geely	Volvo	Harman	<i>Flere</i>	Harman
GM	Cadillac Corvette	BOSE BOSE	Buick Chevrolet GMC Opel/Vauxhall	Harman (HK) BOSE BOSE, Harman (I)
Hyundai			Hyundai	Harman (L & I)
Nissan	Infinity	BOSE	Nissan	BOSE
PSA			Citroen Peugeot	Harman (JBL) Harman (JBL)
Renault			Renault (Nissan)	BOSE
Subaru			Subaru	Harman (HK)
Tata	Jaguar Land/Range Rover	Harman (B&W) Harman (HK)	Tata	Harman
Toyota	Lexus	Harman (ML)	Daihatsu Toyota	Harman (JBL)
VW	Audi Bentley Bugatti Lamborghini Porsche	B&O , BOSE NAIM Dynaudio n.a. BOSE	Seat Skoda VW	BOSE Dynaudio

Note: Harman (HK): Harman Kardon, I: Infinity, L: Lexicon, ML: Mark Levinson

Kilde: Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013

Bilag 5: Ændringer i regnskabsposter

Regnskabsposter før ændring (mio. kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Udviklingsprojekter under udførelse	112,5	185,0	206,7	361,2
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	80,8	33,2	52,1	82,3
Total	193,3	218,2	258,8	443,5
Anden gæld	320,0	324,6	323,3	303,9
Periodeafgrænsningsposter	83,9	69,5	58,7	67,4
Total	403,9	394,1	382,0	371,3

Ændring (mio. kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Udviklingsprojekter under udførelse	-43,7	-39,6	-52,2	-39,2
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	-18,1	-7,7	-33,4	-13,2
Total	-61,8	-47,3	-85,6	-52,4
Anden gæld	-11,1	0,0	-33,4	0,0
Periodeafgrænsningsposter	-50,6	-47,3	-52,2	-52,4
Total	-61,8	-47,3	-85,6	-52,4

Gennemsnit 2008/09 - 2010/11
-43,7
-18,1
-61,8
-11,1
-50,6
-61,8

Regnskabsposter efter ændring (mio. kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Udviklingsprojekter under udførelse	68,8	145,4	154,5	322,0
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	62,7	25,5	18,7	69,1
Total	131,5	170,9	173,2	391,1
Anden gæld	308,9	324,6	289,9	303,9
Periodeafgrænsningsposter	33,3	22,2	6,5	15,0
Total	342,1	346,8	296,4	318,9

Kilde: B&O Årsrapport 2010/11. Egen tilvirkning.

Bilag 6: Beregning af omsætning pr. forretningsområde fordelt geografisk**Historisk nettoomsætning**

	2008/09		2009/10		2010/11		2011/12	
	mio. kr.	% af oms.	mio. kr.	% af oms.	mio. kr.	% af oms.	mio. kr.	% af oms.
AV	2.539,0	91,0%	2.411,5	87,3%	2.130,5	74,3%	2.043,1	68,3%
Automotive	174,0	6,2%	268,0	9,7%	451,7	15,8%	454,0	15,2%
B&O Play					148,3	5,2%	377,6	12,6%
ICEpower	77,5	2,8%	66,5	2,4%	80,6	2,8%	115,4	3,9%
Nettoomsætning	2.790,5	100,0%	2.746,0	100,0%	2.811,1	100,0%	2.990,1	100,0%

*Ekskl. valutakursforskelle

	2010/11		2011/12		Vækst
	Salg	% af total	Salg	% af total	
B2C					
Europa	1.661,5	73,6%	1.738,6	73,3%	4,6%
Nordamerika	119,6	5,3%	140,1	5,9%	17,1%
BRIK	225,2	10,0%	255,3	10,8%	13,4%
Resten	252,3	11,2%	239,0	10,1%	-5,3%
Total	2.258,6	100,0%	2.373,0	100,0%	5,1%

2010/11

3. part + B2B	I alt	Fordelt geografisk efter omsætningsandel			
		Europa	Nordamerika	BRIK	Resten
B&O Play	20,2	14,9	1,1	2,0	2,3
ICEpower	93,2	68,6	4,9	9,3	10,4
Automotive	451,7	332,3	23,9	45,0	50,5
Eliminering af intern omsætning	-12,6	-9,3	-0,7	-1,3	-1,4
Kursreguleringer	55,8	41,0	3,0	5,6	6,2

2011/12

3. part + B2B	I alt	Fordelt geografisk efter omsætningsandel			
		Europa	Nordamerika	BRIK	Resten
B&O Play	47,7	34,9	2,8	5,1	4,8
ICEpower	115,4	84,5	6,8	12,4	11,6
Automotive	454,0	332,6	26,8	48,8	45,7
Eliminering af intern omsætning	-22,1	-16,2	-1,3	-2,4	-2,2
Kursreguleringer	39,7	29,1	2,3	4,3	4,0

Samlet geografisk omsætning

	2010/11		2011/12		Vækst
	Salg	% af total	Salg	% af total	
Total					
Europa	2.109,0	73,6%	2.203,6	73,3%	4,5%
Nordamerika	151,8	5,3%	177,6	5,9%	17,0%
BRIK	285,9	10,0%	323,6	10,8%	13,2%
Resten	320,3	11,2%	302,9	10,1%	-5,4%
Total	2.866,9	100,0%	3.007,7	100,0%	4,9%

Nettoomsætning

2011/12	Europa	Nordamerika	BRIK	Resten	Samlet
AV	1.505,7	121,3	221,1	207,0	2.055,1
Automotive	334,6	27,0	49,1	46,0	456,7
B&O Play	278,3	22,4	40,9	38,3	379,8
ICEpower	85,0	6,9	12,5	11,7	116,1
I alt	2.203,6	177,6	323,6	302,9	3.007,7

Kilde: B&O Årsrapporter. Egen tilvirkning

Bilag 7: Butikkernes forventede omsætning**2012/13**

Gennemsnitssalg pr. butik	
B1	3,0
SIS	1,5

Antal	EU	NA	BRIK	Rest	Total
B1	426	50	74	87	637
SIS	216	3	1	2	222
Play-butikker					0

Salg	EU	NA	BRIK	Rest	Total
B1	1.278,0	150,0	222,0	261,0	1.911,0
SIS	324,0	4,5	1,5	3,0	333,0
Play-butikker	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B2C	1.602,0	154,5	223,5	264,0	2.244,0

AV (fra budget)	1.279,9	111,6	199,0	190,4	1.780,9
B&O Play	322,1	42,9	24,5	73,6	463,1

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 8: Beregning af target omsætning

(i mio. kr.)	2010	2011	2016/17E
Samlet omsætning	370	465	
Aston Martin	105	140	210
Audi	265	300	350
BMW + Mercedes	0	25	700
Target omsætning			1.260

Kilde: Egen tilvirkning

Anm.: Advanced Sound System til Aston Martin antages at koste 35.000 kr., hvilket er i den lave ende af prisintervallet. Aston Martin antages at kunne sælge 6.000 biler i 2016/17.

Bilag 9: Common Size

Resultatopgørelsen

(i % af omsætning)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	Gennemsnit
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomkostninger	50,8%	56,4%	57,0%	56,8%	57,7%	55,8%
Bruttomargin	49,2%	43,6%	43,0%	43,2%	42,3%	44,2%
Udviklingsomkostninger	9,3%	11,1%	7,7%	6,0%	5,7%	8,0%
Distributions- og marketingomk.	24,1%	32,8%	25,2%	22,6%	21,1%	25,2%
Administrationsomk. mv.	3,4%	3,6%	3,0%	3,6%	3,3%	3,4%
EBITDA-margin	12,3%	-3,9%	7,2%	10,9%	12,3%	7,8%
Af- og nedskrivninger	7,3%	10,1%	8,9%	8,4%	8,2%	8,6%
EBIT-margin	5,0%	-14,0%	-1,7%	2,6%	4,1%	-0,8%
NOPAT-margin	3,6%	-10,2%	-1,1%	1,8%	2,9%	-0,6%

Driftsaktiver og -forpligtelser

(i % af omsætning)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	Gennemsnit
Driftsaktiver						
Materielle anlægsaktiver	15,6%	21,7%	19,1%	17,7%	16,6%	18,1%
Goodwill	1,1%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%
Erhvervede rettigheder	1,0%	1,8%	1,7%	1,3%	0,9%	1,3%
Færdiggjorte udviklingsprojekter	5,3%	7,2%	9,0%	6,7%	9,9%	7,6%
Udviklingsprojekter under udførelse	1,7%	5,2%	5,6%	11,2%	11,3%	7,0%
Investeringsejendomme	1,3%	1,8%	1,6%	1,5%	1,4%	1,5%
Udskudt skatteaktiv	0,6%	3,8%	5,1%	5,0%	4,7%	3,8%
Varebeholdninger	19,5%	21,3%	20,4%	19,6%	22,1%	20,6%
Tilgodehavender fra salg	14,5%	14,6%	15,1%	12,7%	18,0%	15,0%
Tilgodehavende hos associerede selskaber	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Tilgodehavende selskabsskat	1,0%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%	0,7%
Andre tilgodehavender	1,0%	1,1%	1,0%	0,8%	1,7%	1,1%
Periodeafgrænsningsposter	0,7%	1,0%	0,8%	0,5%	0,6%	0,7%
Driftslikviditet	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Driftsaktiver i alt	64,0%	82,7%	82,6%	80,0%	89,9%	79,8%
Driftsforpligtelser						
Pensioner	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Udskudt skat	1,6%	0,2%	0,2%	0,3%	0,5%	0,6%
Hensatte forpligtelser, langfristet	1,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,9%	2,6%
Hensatte forpligtelser, kortfristet	1,1%	2,4%	1,9%	2,0%	1,8%	1,8%
Leverandører af varer og tjenesteydelser	5,3%	6,8%	9,4%	7,0%	12,8%	8,2%
Gæld til associerede selskaber	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Selskabsskat	1,6%	0,8%	0,7%	0,8%	0,9%	1,0%
Anden gæld	7,5%	11,6%	10,5%	10,6%	8,6%	9,8%
Periodeafgrænsningsposter	0,8%	0,8%	0,2%	0,5%	0,6%	0,6%
Driftsforpligtelser i alt	20,1%	25,5%	26,1%	24,3%	28,5%	24,9%
Investeret kapital (NDA)	43,9%	57,2%	56,5%	55,8%	61,4%	54,9%
Netto arbejdskapital (NWC)	19,3%	15,8%	14,6%	13,0%	17,6%	16,1%

Finansielle aktiver og forpligtelser

(i % af omsætning)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	Gennemsnit
Egenkapital i alt	36,2%	54,4%	54,2%	53,7%	54,1%	50,5%
Finansielle aktiver						
Kapitalandele i associerede selskaber	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Andre finansielle tilgodehavender	1,3%	2,2%	1,5%	1,4%	1,5%	1,6%
Likvide beholdninger, ekskl. driftslikviditet	1,87%	8,50%	8,43%	5,85%	4,54%	5,8%
Finansielle aktiver i alt	3,29%	11,01%	10,12%	7,44%	6,28%	7,6%
Finansielle forpligtelser						
Realkreditinstitutter, langfristet	5,76%	8,26%	8,18%	7,66%	7,08%	7,4%
Kreditinstitutter, langfristet	2,47%	3,43%	1,91%	0,00%	0,00%	1,6%
Øvrige langfristede forpligtelser	0,16%	0,24%	0,25%	0,03%	0,03%	0,1%
Realkreditinstitutter, kortfristet	0,21%	0,23%	0,17%	0,22%	0,22%	0,2%
Kreditinstitutter, kortfristet	1,05%	1,17%	1,55%	0,00%	4,99%	1,8%
Kassekreditter	1,31%	0,47%	0,43%	1,66%	1,26%	1,0%
Finansielle forpligtelser i alt	10,96%	13,79%	12,49%	9,57%	13,57%	12,1%
Nettorentebærende gæld (NRBG)	7,7%	2,8%	2,4%	2,1%	7,3%	4,4%

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 10: Branchevækst, inflation og realvækst i BNP

AV vækst	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Europa	-1,2%	0,8%	-2,3%	6,6%	0,5%	3,0%	2,4%	14,5%	3,4%	-4,6%	-2,8%	-0,8%	-7,2%	-6,2%	-4,9%	-3,6%	-2,1%	-1,7%	-0,3%
Nordamerika	1,6%	3,5%	-11,2%	6,2%	2,8%	4,6%	0,7%	22,9%	3,8%	1,3%	-2,6%	-8,8%	-12,4%	-4,8%	-4,6%	-5,7%	-6,1%	-6,5%	-0,9%
BRIK-lande	-9,6%	4,2%	-0,8%	1,9%	5,8%	10,1%	5,1%	20,6%	4,6%	4,1%	0,1%	11,2%	4,1%	0,4%	3,8%	7,3%	3,8%	5,8%	4,6%
Resten af verden	-4,2%	3,1%	-5,8%	-3,5%	0,6%	-2,8%	0,1%	1,9%	-10,2%	-14,2%	-1,2%	14,3%	-16,0%	-18,5%	4,8%	4,6%	4,4%	4,2%	-2,1%
Samlet	-3,6%	2,8%	-4,9%	0,9%	1,7%	1,8%	1,6%	11,4%	-1,6%	-5,2%	-1,6%	5,7%	-8,1%	-8,1%	0,6%	2,1%	1,4%	2,2%	-0,1%

Automotive vækst	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Europa	4,7%	-1,8%	0,4%	-2,1%	0,8%	4,9%	0,3%	2,2%	1,4%	-7,4%	-4,0%	-3,9%	-0,3%	-7,7%	-1,8%	-0,6%	0,0%	0,1%	-0,8%
Nordamerika	7,0%	1,9%	-4,2%	-2,6%	-6,2%	-1,4%	2,4%	1,4%	-2,4%	-9,0%	-19,8%	3,2%	6,9%	17,2%	2,1%	2,8%	2,6%	2,4%	0,2%
BRIK-lande	11,8%	12,4%	9,7%	11,1%	21,4%	10,8%	16,0%	17,2%	11,0%	18,1%	23,4%	29,1%	7,6%	7,5%	8,6%	8,8%	8,6%	8,7%	13,4%
Resten af verden	-1,1%	6,0%	0,5%	8,1%	3,0%	9,5%	7,5%	0,5%	2,9%	-2,0%	-8,6%	14,6%	-0,8%	12,4%	3,1%	3,4%	3,6%	3,4%	3,7%
Samlet	4,6%	2,3%	0,3%	1,7%	2,5%	5,7%	5,2%	4,3%	3,0%	-0,7%	-0,4%	12,0%	3,4%	5,8%	4,0%	4,7%	4,9%	5,0%	3,8%

Inflation	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Europa	4,0%	4,6%	3,9%	2,8%	2,5%	2,6%	2,8%	3,0%	3,3%	5,4%	1,9%	2,4%	3,3%	2,4%	1,9%	2,2%	2,3%	2,3%	3,0%
Nordamerika	2,1%	3,3%	2,8%	1,6%	2,3%	2,6%	3,3%	3,1%	2,8%	3,7%	-0,3%	1,7%	3,1%	2,0%	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,4%
BRIK-lande	11,6%	5,8%	5,1%	3,6%	5,2%	4,8%	3,6%	2,9%	4,3%	6,6%	-0,5%	4,4%	5,3%	3,3%	3,5%	3,4%	3,0%	2,8%	4,4%
Resten af verden	4,8%	4,8%	4,9%	5,6%	5,3%	5,1%	5,0%	5,6%	5,8%	8,1%	4,4%	4,5%	6,4%	5,1%	5,3%	5,2%	4,9%	4,7%	5,3%

Realvækst i BNP	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Europa	3,4%	4,4%	2,8%	2,4%	3,1%	4,2%	3,7%	4,7%	5,2%	1,7%	5,4%	2,8%	2,6%	1,8%	1,3%	1,6%	2,3%	2,4%	3,1%
Nordamerika	4,8%	4,2%	1,2%	1,9%	2,5%	3,5%	3,1%	2,7%	1,9%	0,2%	3,0%	2,5%	1,9%	2,2%	1,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,5%
BRIK-lande	5,3%	7,1%	4,7%	5,3%	6,3%	7,8%	7,5%	8,6%	9,7%	6,6%	5,6%	8,4%	6,0%	4,0%	4,8%	5,5%	5,6%	5,8%	6,4%
Resten af verden	3,0%	4,5%	2,6%	3,6%	4,2%	6,2%	5,1%	5,7%	6,4%	4,2%	2,3%	5,6%	4,3%	4,0%	4,0%	4,4%	4,4%	4,5%	4,4%

Kilde: Euromonitor (GMID). Egen tilvirkning

Anm.: AV-vækst er baseret på 2012-priser, og Automotive er beregnet ud fra antal nyregistreringer.

Bilag 11: Budget - base case

	Budgetperiode																Terminal 2022/23T
	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E		
(mio. kr.)																	
Nettoomsætning	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9	3.007,7	3.093,5	3.396,3	3.901,3	4.482,0	4.926,0	5.276,9	5.597,2	5.895,4	6.170,2	6.446,2	6.728,5	
Produktionsomkostninger	-2.080,7	-1.573,9	-1.574,8	-1.628,9	-1.734,8	-1.778,7	-1.969,9	-2.184,7	-2.465,1	-2.660,0	-2.796,8	-2.966,5	-3.124,6	-3.270,2	-3.416,5	-3.566,1	
Udviklingsomkostninger	-381,8	-308,9	-211,4	-172,7	-170,5	-185,6	-193,6	-214,6	-233,1	-246,3	-263,8	-279,9	-294,8	-308,5	-322,3	-336,4	
Distributions- og marketingomk.	-988,0	-915,0	-694,6	-647,7	-633,5	-711,5	-815,1	-897,3	-941,2	-1.034,5	-1.081,8	-1.147,4	-1.208,6	-1.264,9	-1.321,5	-1.379,3	
Administrationsomkostninger	-139,3	-101,5	-82,4	-103,8	-98,4	-105,2	-115,5	-132,6	-152,4	-167,5	-179,4	-190,3	-200,4	-209,8	-219,2	-228,8	
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	502,2	-109,8	198,3	313,8	370,5	312,4	302,3	472,1	690,2	817,7	955,1	1.013,1	1.067,1	1.116,8	1.166,8	1.217,9	
Af- og nedskrivninger	-299,2	-280,6	-245,4	-239,6	-248,1	-271,0	-297,5	-341,8	-392,7	-431,6	-462,3	-490,4	-516,5	-540,6	-564,7	-589,5	
Driftsresultat (EBIT)	203,0	-390,4	-47,1	74,2	122,4	41,4	4,7	130,3	297,6	386,2	492,8	522,7	550,6	576,2	602,0	628,4	
Skat af driftsresultatet						-10,4	-1,2	-32,6	-74,4	-96,5	-123,2	-130,7	-137,6	-144,1	-150,5	-157,1	
SKatteaktiv, udnyttet						10,4	1,2	32,6	74,4	21,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Driftsresultat efter skat (NOPAT)	41,4	4,7	130,3	297,6	311,0	311,0	369,6	392,1	412,9	432,2	451,5	471,3	491,3	511,3	531,3	551,3	
Driftsaktiver																	
Materielle aktiver	637,6	605,5	527,1	507,8	499,5	559,9	614,7	706,1	811,2	891,6	955,1	1.013,1	1.067,1	1.116,8	1.166,8	1.217,9	
Immaterielle aktiver	373,5	441,6	494,3	596,2	711,3	603,2	662,3	760,8	874,0	960,6	1.029,0	1.091,5	1.149,6	1.203,2	1.257,0	1.312,1	
Andre driftsaktiver	1.582,9	1.154,3	1.120,3	1.046,7	1.352,8	1.237,8	1.372,8	1.628,6	1.959,6	2.177,3	2.332,4	2.474,0	2.605,8	2.727,2	2.849,2	2.974,0	
Udskudt skatteaktiv	23,7	104,9	140,4	144,1	139,9	129,5	128,4	95,8	21,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Driftsaktiver i alt	2.617,7	2.306,3	2.282,1	2.294,8	2.703,5	2.530,4	2.778,2	3.191,3	3.666,3	4.029,5	4.316,5	4.578,5	4.822,5	5.047,2	5.273,0	5.503,9	
Driftsforpligtelser i alt	823,2	711,9	720,7	695,4	858,0	770,4	845,8	971,6	1.116,2	1.226,8	1.314,2	1.393,9	1.468,2	1.536,6	1.605,4	1.675,7	
Investeret kapital (NDA)	1.794,5	1.594,4	1.561,4	1.599,4	1.845,5	1.760,0	1.932,4	2.219,7	2.550,1	2.802,7	3.002,4	3.184,6	3.354,3	3.510,6	3.667,6	3.828,3	
Netto arbejdskapital (NWC)	789,3	440,6	404,5	372,4	529,9	498,0	546,8	628,1	721,6	793,1	849,6	901,2	949,2	993,4	1.037,8	1.083,3	

Bilag 12: Budget - worst case

Worst case	Budgetperiode															Terminal 2022/23T	
	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E		
Omsætningsvækst base case		-1,0%	3,8%	4,9%	-6,0%	2,9%	9,8%	14,9%	14,9%	14,9%	9,9%	7,1%	6,1%	5,3%	4,7%	4,5%	4,4%
Omsætningsvækst worst case		-31,8%	-1,0%	3,8%	4,9%	2,3%	7,8%	11,9%	11,9%	7,9%	5,7%	4,9%	4,3%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%
Nettoomsætning (i mio. kr.)	4.092	2.790	2.762	2.867	3.008	3.076	3.317	3.712	4.154	4.483	4.739	4.969	5.180	5.374	5.566	5.761	5.761
Produktionsomkostninger	-2.080,7	-1.573,9	-1.574,8	-1.628,9	-1.734,8	-1.768,9	-1.924,0	-2.078,6	-2.284,6	-2.420,8	-2.511,4	-2.633,4	-2.745,6	-2.848,0	-2.949,9	-3.053,2	-3.053,2
Udviklingsomkostninger	-381,8	-308,9	-211,4	-172,7	-170,5	-184,6	-189,1	-204,2	-216,0	-224,2	-236,9	-248,4	-259,0	-268,7	-278,3	-288,0	-288,0
Distributions- og markeløsmomk.	-988,0	-915,0	-694,6	-647,7	-633,5	-707,5	-796,1	-853,7	-872,3	-941,4	-971,4	-1.018,6	-1.062,0	-1.101,6	-1.141,0	-1.181,0	-1.181,0
Administrationsomkostninger	-139,3	-101,5	-82,4	-103,8	-98,4	-104,6	-112,8	-126,2	-141,2	-152,4	-161,1	-168,9	-176,1	-182,7	-189,2	-195,9	-195,9
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	502,2	-109,8	198,3	313,8	370,5	310,7	295,2	449,1	639,7	744,2	857,7	899,3	937,7	972,6	1.007,4	1.042,7	1.042,7
Af- og nedskrivninger	-299,2	-280,6	-245,4	-239,6	-248,1	-269,5	-290,6	-325,2	-363,9	-392,7	-415,1	-435,3	-453,8	-470,8	-487,6	-504,7	-504,7
Driftsresultat (EBIT)	203,0	-390,4	-47,1	74,2	122,4	41,2	4,6	123,9	275,8	351,4	442,5	464,0	483,8	501,8	519,8	538,0	538,0
Skat af driftsresultatet						-10,3	-1,2	-31,0	-68,9	-87,9	-110,6	-116,0	-121,0	-125,5	-130,0	-134,5	-134,5
Skatteaktiv, udnyttet						10,3	1,2	31,0	68,9	28,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsresultat efter skat (NOPAT)						41,2	4,6	123,9	275,8	292,1	331,9	348,0	362,9	376,4	389,9	403,5	403,5
Driftsaktiver																	
Materielle aktiver	637,6	605,5	527,1	507,8	499,5	556,8	600,4	671,8	751,8	811,4	857,7	899,3	937,7	972,6	1.007,4	1.042,7	1.042,7
Immaterielle aktiver	373,5	441,6	494,3	596,2	711,3	599,9	646,9	723,8	810,0	874,2	924,0	968,9	1.010,2	1.047,8	1.085,3	1.123,4	1.123,4
Andre driftsaktiver	1.606,6	1.259,2	1.260,7	1.190,8	1.492,7	1.369,0	1.476,2	1.651,8	1.848,4	1.994,9	2.108,6	2.211,0	2.305,3	2.391,2	2.476,8	2.563,6	2.563,6
heraf udskudt skatteaktiv	23,7	104,9	140,4	144,1	139,9	129,6	128,4	97,5	28,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsaktiver i alt	2.617,7	2.306,3	2.282,1	2.294,8	2.703,5	2.525,6	2.723,5	3.047,4	3.410,3	3.680,6	3.890,3	4.079,2	4.253,1	4.411,7	4.569,5	4.729,6	4.729,6
Driftsforpligtelser	823,2	711,9	720,7	695,4	858,0	766,1	826,1	924,4	1.034,5	1.116,5	1.180,1	1.237,4	1.290,1	1.338,2	1.386,1	1.434,7	1.434,7
Investeret kapital (NDA)	1.794,5	1.594,4	1.561,4	1.599,4	1.845,5	1.759,5	1.897,3	2.123,0	2.375,8	2.564,1	2.710,3	2.841,9	2.963,0	3.073,4	3.183,4	3.295,0	3.295,0
Netto arbejdskapital (NWC)	789,3	440,6	404,5	372,4	529,9	495,3	534,1	597,6	668,8	721,8	762,9	799,9	834,0	865,1	896,1	927,5	927,5

Bilag 13: Budget - best case

Best case	Budgetperiode												Terminal 2022/23T			
	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E		2019/20E	2020/21E	2021/22E
Omsætningsvækst base case		-1,0%	3,8%	4,9%	-6,0%	2,9%	9,8%	14,9%	14,9%	9,9%	7,1%	6,1%	5,3%	4,7%	4,5%	4,4%
Omsætningsvækst best case		-31,8%	-1,0%	3,8%	4,9%	3,6%	12,2%	18,6%	18,6%	12,4%	8,9%	7,6%	6,7%	5,8%	5,6%	5,5%
Nettoomsætning (i mio. kr.)	4.092	2.790	2.762	2.867	3.008	3.115	3.496	4.146	4.917	5.526	6.018	6.475	6.906	7.308	7.717	8.140
Produktionsomkostninger Udviklingsomkostninger Distributions- og marketingomk. Administrationsomkostninger Resultat før afskrivninger (EBITDA)	-2.080,7	-1.573,9	-1.574,8	-1.628,9	-1.734,8	-1.791,1	-2.027,7	-2.321,7	-2.704,5	-2.984,1	-3.189,7	-3.431,7	-3.660,2	-3.873,4	-4.090,0	-4.313,9
	-381,8	-308,9	-211,4	-172,7	-170,5	-186,9	-199,3	-228,0	-255,7	-276,3	-300,9	-323,7	-345,3	-365,4	-385,9	-407,0
	-988,0	-915,0	-694,6	-647,7	-633,5	-716,4	-839,1	-953,6	-1.032,6	-1.160,5	-1.233,7	-1.327,4	-1.415,7	-1.498,2	-1.582,0	-1.668,6
	-139,3	-101,5	-82,4	-103,8	-98,4	-105,9	-118,9	-141,0	-167,2	-187,9	-204,6	-220,1	-234,8	-248,5	-262,4	-276,7
	502,2	-109,8	198,3	313,8	370,5	314,6	311,2	501,7	757,3	917,3	1.089,3	1.172,0	1.250,0	1.322,8	1.396,8	1.473,3
Af- og nedskrivninger	-299,2	-280,6	-245,4	-239,6	-248,1	-272,9	-306,3	-363,2	-430,8	-484,1	-527,2	-567,3	-605,0	-640,3	-676,1	-713,1
Driftsresultat (EBIT)	203,0	-390,4	-47,1	74,2	122,4	41,7	4,9	138,4	326,5	433,2	562,1	604,7	645,0	682,5	720,7	760,2
Skat af driftsresultatet						-10,4	-1,2	-34,6	-81,6	-108,3	-140,5	-151,2	-161,2	-170,6	-180,2	-190,0
Skatteaktiv, udnyttet						10,4	1,2	34,6	81,6	12,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsresultat efter skat (NOPAT)						41,7	4,9	138,4	326,5	336,9	421,5	453,5	483,7	511,9	540,5	570,1
Driftsaktiver																
Materielle aktiver	637,6	605,5	527,1	507,8	499,5	563,8	632,8	750,4	890,0	1.000,2	1.089,3	1.172,0	1.250,0	1.322,8	1.396,8	1.473,3
Immaterielle aktiver	373,5	441,6	494,3	596,2	711,3	607,4	681,7	808,4	958,9	1.077,6	1.173,6	1.262,6	1.346,7	1.425,1	1.504,8	1.587,2
Andre driftsaktiver	1.606,6	1.259,2	1.260,7	1.190,8	1.492,7	1.386,1	1.555,8	1.844,9	2.188,2	2.459,1	2.678,1	2.881,3	3.073,2	3.252,2	3.434,1	3.622,1
heraf udskudt skatteaktiv	23,7	104,9	140,4	144,1	139,9	129,5	128,3	93,6	12,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Driftsaktiver i alt	2.617,7	2.306,3	2.282,1	2.294,8	2.703,5	2.557,3	2.870,3	3.403,8	4.037,0	4.537,0	4.941,0	5.315,9	5.669,9	6.000,2	6.335,7	6.682,5
Driftsforpligtelser	823,2	711,9	720,7	695,4	858,0	775,7	870,7	1.032,5	1.224,6	1.376,2	1.498,8	1.612,5	1.719,9	1.820,1	1.921,9	2.027,1
Investeret kapital (NDA)	1.794,5	1.594,4	1.561,4	1.599,4	1.845,5	1.781,6	1.999,6	2.371,3	2.812,5	3.160,7	3.442,2	3.703,4	3.950,0	4.180,1	4.413,8	4.655,5
Netto arbejdskapital (NWC)	789,3	440,6	404,5	372,4	529,9	501,5	562,9	667,5	791,7	889,7	968,9	1.042,5	1.111,9	1.176,6	1.242,4	1.310,5

Bilag 14: Inflation i Europa

Europa (i %)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Belgien	1,8	4,5	0,0	2,2	3,5	2,8	2,7	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9
Danmark	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	1,6	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9
Finland	2,5	4,1	0,0	1,2	3,4	2,8	2,5	2,9	2,9	2,6	2,2	2,0	1,9	1,9
Frankrig	1,5	2,8	0,1	1,5	2,1	2,0	1,2	1,4	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9
Grækenland	2,9	4,2	1,2	4,7	3,3	1,5	0,2	0,3	0,3	0,4	1,1	1,6	1,8	1,9
Holland	1,6	2,5	1,2	1,3	2,3	2,5	2,7	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	1,9
Irland	4,9	4,1	-4,5	-0,9	2,6	1,7	1,2	1,3	1,2	1,3	1,5	1,8	1,9	1,9
Israel	0,5	4,6	3,3	2,7	3,5	1,7	2,1	2,6	2,3	2,1	2,3	2,7	2,9	3,0
Italien	1,8	3,3	0,8	1,5	2,8	3,0	2,1	1,7	1,7	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9
Kroatien	2,9	6,1	2,4	1,0	2,3	3,4	3,3	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	2,7	2,7
Litauen	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	2,3	3,0	4,0	3,6	2,7	2,3	2,5	2,6
Luxemborg	2,3	3,4	0,4	2,3	3,4	2,7	1,9	1,9	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Monaco	2,6	2,5	0,6	0,7	2,4	2,5	1,6	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Norge	0,7	3,8	2,2	2,4	1,3	0,7	1,4	1,3	1,3	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1
Polen	2,4	4,4	3,8	2,7	4,2	3,7	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,6	2,6	2,6
Portugal	2,5	2,6	-0,8	1,4	3,7	2,8	1,2	1,1	0,9	1,0	1,4	1,7	1,9	1,9
Schweiz	0,7	2,4	-0,5	0,7	0,2	-0,7	0,2	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5
Slovakiet	2,8	4,6	1,6	1,0	3,9	3,6	2,7	2,2	1,1	0,3	0,4	1,1	1,6	1,8
Slovenien	3,6	5,7	0,9	1,8	1,8	2,6	2,2	2,1	1,4	0,7	0,7	1,2	1,7	1,8
Spanien	2,8	4,1	-0,3	1,8	3,2	2,4	2,1	1,8	1,6	1,5	1,5	1,7	1,8	1,9
Storbritannien	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8	2,6	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Sverige	2,2	3,4	-0,5	1,2	3,0	0,9	0,3	0,9	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7
Tjekkiet	2,9	6,4	1,0	1,5	1,9	3,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
Tyskland	2,3	2,6	0,3	1,1	2,1	2,0	1,7	1,9	2,1	2,4	2,3	2,1	1,9	1,9
Ungarn	8,0	6,1	4,2	4,9	3,9	5,7	4,3	3,9	3,6	3,5	3,4	3,2	3,1	3,0
Østrig	2,2	3,2	0,5	1,8	3,3	2,5	2,4	2,4	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9

Kilde: Global Market Information Database. Egen tilvirkning.

Bilag 15: Estimering af beta

B&O stock			OMXC-index						
Date	Last Price	Afkast	Date	Last Price	Afkast		5 års data	3 års data	1 års data
31/01/13	64,5	-0,04444	31/01/13	432,54	0,07094	Varians	0,0038	0,0021	0,0019
31/12/12	67,5	0,03846	31/12/12	403,89	0,01048	Kovarians	0,0047	0,0012	0,0006
30/11/12	65	-0,08451	30/11/12	399,7	0,01139	Beta	1,2254	0,5907	0,2949
31/10/12	71	-0,10692	31/10/12	395,2	-0,01650				
28/09/12	79,5	0,10417	28/09/12	401,83	0,01318				
31/08/12	72	0,20000	31/08/12	396,603	0,00839				
31/07/12	60	-0,04762	31/07/12	393,302	0,07530				
29/06/12	63	0,02439	29/06/12	365,759	0,02556				
31/05/12	61,5	-0,10219	31/05/12	356,644	-0,05888				
30/04/12	68,5	-0,06164	30/04/12	378,959	0,02490				
30/03/12	73	0,02098	30/03/12	369,753	-0,01932				
29/02/12	71,5	0,04380	29/02/12	377,037	0,09644				
31/01/12	68,5	0,26852	31/01/12	343,873	0,05745				
30/12/11	54	0,03846	30/12/11	325,192	0,00611				
30/11/11	52	-0,17460	30/11/11	323,217	0,04284				
31/10/11	63	0,03279	31/10/11	309,94	0,03982				
30/09/11	61	-0,07576	30/09/11	298,07	-0,03533				
31/08/11	66	0,07317	31/08/11	308,986	-0,13395				
29/07/11	61,5	-0,08209	29/07/11	356,775	-0,02869				
30/06/11	67	-0,06294	30/06/11	367,314	-0,05750				
31/05/11	71,5	-0,09494	31/05/11	389,722	-0,01065				
29/04/11	79	0,01935	29/04/11	393,917	-0,00259				
31/03/11	77,5	-0,00641	31/03/11	394,94	-0,02389				
28/02/11	78	0,13043	28/02/11	404,608	0,01497				
31/01/11	69	0,18966	31/01/11	398,641	0,00870				
31/12/10	58	-0,04918	31/12/10	395,201	0,06668				
30/11/10	61	0,05172	30/11/10	370,496	0,00405				
29/10/10	58	0,00000	29/10/10	369,003	0,02193				
30/09/10	58	0,24731	30/09/10	361,086	0,05148				
31/08/10	46,5	-0,16216	31/08/10	343,408	-0,03612				
30/07/10	55,5	0,02778	30/07/10	356,278	0,03446				
30/06/10	54	-0,03571	30/06/10	344,411	0,00714				
31/05/10	56	-0,13178	31/05/10	341,971	-0,05005				
30/04/10	64,5	-0,03008	30/04/10	359,989	0,05884				
31/03/10	66,5	0,09016	31/03/10	339,983	0,06471				
26/02/10	61	-0,08271	26/02/10	319,32	-0,00192				
29/01/10	66,5	-0,11921	29/01/10	319,935	0,06200				
31/12/09	75,5	0,02027	31/12/09	301,258	0,02939				
30/11/09	74	-0,05128	30/11/09	292,658	0,01267				
30/10/09	78	0,20000	30/10/09	288,996	-0,03010				
30/09/09	65	-0,02256	30/09/09	297,964	0,00602				
31/08/09	66,5	0,51826	31/08/09	296,181	0,07294				
31/07/09	43,8	0,20994	31/07/09	276,047	0,06413				
30/06/09	36,2	-0,18652	30/06/09	259,411	-0,01097				
29/05/09	44,5	0,15584	29/05/09	262,288	0,06917				
30/04/09	38,5	0,10510	30/04/09	245,32	0,18347				
31/03/09	34,8385	-0,10127	31/03/09	207,288	-0,04458				
27/02/09	38,764	-0,01250	27/02/09	216,96	-0,08196				
30/01/09	39,2546	0,35593	30/01/09	236,33	0,03663				
31/12/08	28,9503	-0,50000	31/12/08	227,98	-0,05626				
28/11/08	57,9006	-0,08527	28/11/08	241,57	-0,08673				
31/10/08	63,2981	-0,34518	31/10/08	264,51	-0,18482				
30/09/08	96,6646	-0,14903	30/09/08	324,48	-0,16457				
29/08/08	113,5931	0,03348	29/08/08	388,4	0,00867				
31/07/08	109,913	0,16971	31/07/08	385,06	-0,02447				
30/06/08	93,9658	-0,27599	30/06/08	394,72	-0,07864				
30/05/08	129,7857	-0,04167	30/05/08	428,41	0,05080				
30/04/08	135,4285	-0,06441	30/04/08	407,7	0,00530				
31/03/08	144,7515	-0,11544	31/03/08	405,55	-0,01309				
29/02/08	163,6428	0,07407	29/02/08	410,93	0,04800				

Kilde: Bloomberg

Bilag 16: Kritik af CAPM***Ingen transaktionsomkostninger eller skatter***

CAPM antager, at ingen aktiver er under- eller overvurderet i markedet, da der ikke er handelsomkostninger forbundet med køb og salg af aktiver. Derved ligger alle aktiver på capital market line. I praksis er der dog store omkostninger forbundet med fx køb af små virksomheder. Derudover antages, at investeringer er skattefrie, samt at afkast ikke påvirkes af skatter. Skattelovgivningen tilskriver dog, at gevinst og tab på aktiehandler skal beskattes. Skatter reducerer investorers forventede afkast, hvilket påvirker deres prissætning.

Investorer har homogene forventninger

CAPM antager, at investorer har samme opfattelse af det forventede afkast, men markedet viser, at investorer har forskellige forventninger og præferencer til kapitalmarkeder, såsom aktie- og obligationshandel.

Der eksisterer et risikofrit aktiv

CAPM antager, at der i markedet eksisterer et risikofrit aktiv. I praksis eksisterer det ikke, da statsobligationer af lang løbetid – det tætteste, man kommer på et risikofrit aktiv – er behæftet med risici, såsom reinvesterings-, inflations- og valutakursrisiko mv.

Investorer kan frit låne til den risikofri rente

CAPM antager, at investorer kan låne uendelige mængder i det risikofri aktiv for at øge andelen af risikobehæftede aktiver i porteføljen. Der vides dog, at dette ikke er gældende for de fleste investorer, da alle vil have et kreditmaksimum.

Beta ses som fuldt mål for risikoen

CAPM antager, at risikoen måles ved aktivets systematiske risiko relativt til markedet som helhed. Investorer er dog ikke kun udsat for den systematiske risiko. Investorer står også overfor andre risikoforhold, såsom inflations- og likviditetsrisiko.

På trods af, at ingen af antagelserne er opfyldt, anvendes modellen stadigvæk af de fleste investorer.¹²⁸

Bilag 17: Værdiberegning - worst case

Worst case			Budgetperiode										Terminal
(mio. kr.)	2011/12	31. jan. 2013	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Periode, t			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
NOPAT			41,2	4,6	123,9	275,8	292,1	331,9	348,0	362,9	376,4	389,9	403,5
+ Af- og nedskrivninger			269,5	290,6	325,2	363,9	392,7	415,1	435,3	453,8	470,8	487,6	504,7
+/- Ændring i NWC			34,6	-38,8	-63,5	-71,2	-53,0	-41,1	-37,0	-34,1	-31,1	-31,0	-31,4
+/- Nettoinvesteringer			-215,4	-381,2	-473,5	-530,1	-516,5	-511,2	-521,8	-533,5	-543,4	-559,9	-578,0
Frit Cash Flow			129,9	-124,8	-87,9	38,4	115,3	194,7	224,5	249,1	272,7	286,6	298,8
WACC	8,55%												9,55%
Diskonteringsrate			0,9212	0,8487	0,7818	0,7202	0,6635	0,6113	0,5631	0,5188	0,4779	0,4403	0,4017
Diskonteringsrate 31. januar		1,0562											
PV af FCF			119,7	-105,9	-68,8	27,7	76,5	119,0	126,4	129,2	130,3	126,2	
PV af FCF i alt	680,4												
Vækst i terminalperioden													4,4%
Terminalværdi													5.801,9
PV af terminalværdi	2.330,5												
Virksomhedsværdi, EV	3.010,8	3.180,1											
Markedsværdi af NRBG	542,0	572,4											
Værdi af egenkapitalen	2.468,9	2.607,7											
Antal aktier		39.270.435											
Aktiekurs		66,4											

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 18: Værdiberegning - best case

Best case			Budgetperiode										Terminal
(mio. kr.)	2011/12	31. jan. 2013	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E	2017/18E	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23T
Periode, t			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
NOPAT			41,7	4,9	138,4	326,5	336,9	421,5	453,5	483,7	511,9	540,5	570,1
+ Af- og nedskrivninger			272,9	306,3	363,2	430,8	484,1	527,2	567,3	605,0	640,3	676,1	713,1
+/- Ændring i NWC			28,4	-61,4	-104,6	-124,2	-98,0	-79,2	-73,5	-69,4	-64,8	-65,8	-68,0
+/- Nettoinvesteringer			-233,3	-449,6	-607,5	-720,8	-713,1	-712,3	-738,9	-767,2	-791,5	-829,7	-871,9
Frit Cash Flow			109,7	-199,9	-210,5	-87,7	9,9	157,3	208,3	252,2	295,9	321,1	343,3
WACC	8,55%												9,55%
Diskonteringsrate			0,9212	0,8487	0,7818	0,7202	0,6635	0,6113	0,5631	0,5188	0,4779	0,4403	0,4017
Diskonteringsrate 31. januar		1,0562											
PV af FCF			101,1	-169,6	-164,6	-63,2	6,6	96,1	117,3	130,8	141,4	141,3	
PV af FCF i alt	337,3												
Vækst i terminalperioden													4,4%
Terminalværdi													6.665,4
PV af terminalværdi	2.677,3												
Virksomhedsværdi, EV	3.014,7	3.184,1											
Markedsværdi af NRBG	542,6	573,1											
Værdi af egenkapitalen	2.472,0	2.611,0											
Antal aktier		39.270.435											
Aktiekurs		66,5											

Kilde: Egen tilvirkning

Bilag 19: Definitioner på multipler fra Bloomberg**Market cap**

Total current market value of all of a company's outstanding shares stated in the pricing currency. Capitalization is a measure of corporate size.

Equity index market capitalization values are stated in pricing currency.

EV: 31.01.2013

Historical Enterprise Value = Market Capitalization + Preferred Equity + Minority Interest + Short-Term & Long-Term Debt - Cash and Equivalents - Nominal Amount of Debt Included in Price

Est P/E Next year

Price Earnings ratio calculated based on next year Earnings Per share estimates provided by BEst.

EV/EBITDA

EV/ This Year Est. EBITDA

RR905 Current Enterprise Value = Market Capitalization

- + Preferred Equity
- + Minority Interest
- + Short-Term & Long-Term Debt
- Cash and Equivalents

EV/EBIT

EV/ This Year Est. EBIT

RR905 Current Enterprise Value = Market Capitalization

- + Preferred Equity
- + Minority Interest
- + Short-Term & Long-Term Debt
- Cash and Equivalents
- Depreciation and amortization

P/B

Ratio of the stock price to the book value per share.
Calculated as:

Price to Book Ratio = Last Price / Book Value Per Share

Where:

Last Price is PR005, PX_LAST

Book Value Per Share is RR020, BOOK_VAL_PER_SH

EV/SALES

Ev/ This Year Est. Sales = RR905 / EZ361

RR905 Enterprise Value = Market Capitalization

- + Preferred Equity
- + Minority Interest
- + Short-Term and Long-Term Debt
- Cash and Equivalents

EV/IC

Represents the multiple that investors place on each dollar of capital invested in the business. Calculated as:

Enterprise Value / (Long Term Borrowings + Total Shareholders' Equity)

Where:

Enterprise Value (EV) is RR472, ENTERPRISE_VALUE

Long Term Borrowings is BS051, BS_LT_BORROW

Total Shareholders' Equity is RR007, TOT_SHRHLDR_EQY

WACC

- $WACC = [KD \times (TD/V)] + [KP \times (P/V)] + [KE \times (E/V)]$
- KD = Cost of Debt, TD = Total Debt, V = Total Capital
- KP = Cost of Preferred, P = Preferred Equity, KE = Cost of Equity, E = Equity Capital
- Total Capital = Total Debt + Preferred Equity + Equity Capital. Figures are drawn from the company's most recent report, annual or interim.

WACC cost of equity

- Derived by the Capital Asset Pricing Model (CAPM).
- Cost of Equity = Risk-free Rate + [Beta x Country Risk Premium]
- The default value for the risk-free rate is the country's long-term bond rate (10-year)

WACC cost of debt

Weighted average cost of debt for the security, calculated using government bond rates, a debt adjustment factor, and the proportions of short and long term debt to total debt. The debt adjustment factor represents the average yield above government bonds for a given rating class. The lower the rating, the higher the adjustment factor. The debt adjustment factor (AF) is only used when a company does not have a fair market curve (FMC). When a company does not have a credit rating, an assumed rate of 1.38 (the equivalent rate of a BBB+ Standard & Poor's long term currency issuer rating) is used. The exact calculation of the debt adjustment factor is a Bloomberg proprietary calculation.

Cost of Debt = $[(SD/TD) \times (CS \times AF)] + [(LD/TD) \times (CL \times AF)] \times [1-TR]$

Where:

SD = Short Term Debt

TD = Total Debt

CS = Pre-Tax Cost of Short Term Debt

AF = Debt Adjustment Factor

LD = Long Term Debt

CL = Pre-Tax Cost of Long Term Debt

TR = Effective Tax Rate

CDS

Common Stock:

Probability of Default of the issuer over the next 1 year calculated by the Bloomberg Issuer Default Risk model.

Country:

Probability of Default of the issuer over the next 1 year calculated by the Bloomberg Sovereign Default Risk model.

Beta

Estimate of a security's future beta. This is an adjusted beta derived from the past two years of weekly data, but modified by the assumption that a security's beta moves toward the market average over time. The formula used to adjust beta is :

$$\text{Adjusted Beta} = (0.66666) * \text{Raw Beta} + (0.33333) * 1.0$$

where Raw Beta is (RK167, EQY_RAW_BETA)

Equities: Values are calculated using Relative Index (PR240, REL_INDEX) for the security. Only the prices for the stock and its relative index are used in the calculation.

Funds: Values are calculated using the Fund Primary Benchmark (FD048, FUND_BENCHMARK_PRIM), when available. If primary benchmark is not available, Relative Index (PR240, REL_INDEX) is used.

Slutnoter

-
- ¹ Andersen (2013)
 - ² http://www.beoworld.org/article_view.asp?id=30
 - ³ <http://www.bang-olufsen.com/catalogue/>
 - ⁴ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 143
 - ⁵ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 10
 - ⁶ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 13
 - ⁷ <http://www.icepower.dk/en/company/history>
 - ⁸ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 29
 - ⁹ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 6
 - ¹⁰ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 5
 - ¹¹ <http://red-dot.de/pd/online-exhibition/work/?lang=en&code=2012-17-3450&y=2012&c=165&a=0>
 - ¹² Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 23
 - ¹³ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 23
 - ¹⁴ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 27
 - ¹⁵ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 3
 - ¹⁶ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 3
 - ¹⁷ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 24
 - ¹⁸ Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013, side 11
 - ¹⁹ Handelsbanken Capital Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, januar 2013. Side 4
 - ²⁰ <http://ing.dk/artikel/ekspert-bo-halser-efter-teknologien-105836>
 - ²¹ Handelsbanken Capital Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, januar 2013. Side 4
 - ²² <http://ing.dk/artikel/bang-olufsens-udviklingsafdeling-skal-fokusere-pa-lyd-og-akustik-121225>
 - ²³ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 11
 - ²⁴ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 2
 - ²⁵ Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013, side 11
 - ²⁶ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/22489/artikel.html?hl=a2FubmliYWxpc2VyaW5n>
 - ²⁷ <http://www.bang-olufsen.com/de/the-company/business-to-business/retail-opportunities>
 - ²⁸ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 19-21
 - ²⁹ <http://www.beoplay.com>
 - ³⁰ Bang & Olufsen Company Announcements – meddelelse nr. 12.20
 - ³¹ Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013, side 22
 - ³² <http://www.forbrugerelektronik.dk/nyheder/nyheder/article/bang-olufsen-paa-vej-med-nyt-butikskoncept-med-fokus-paa-luksusoplevelser-og-endnu-flere-butikk/>
 - ³³ Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013, side 26
 - ³⁴ Beregnet pba. Bang & Olufsen årsrapporter fra perioden 2000/01-2011/12
 - ³⁵ Bang & Olufsen Company Announcements – meddelelse nr. 12.20
 - ³⁶ Bang & Olufsen Company Announcements – meddelelse nr. 12.06
 - ³⁷ <http://www.acapital.hk>
 - ³⁸ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 7
 - ³⁹ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 15-16
 - ⁴⁰ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 16
 - ⁴¹ Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013, side 32
 - ⁴² Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 35
 - ⁴³ Jes Klausby, Økonomidirektør i Nykredit. Ejer af BMW med B&O lydsystem.
 - ⁴⁴ <http://www.bang-olufsen.com/da/investors/company-announcements/other-notifications>
 - ⁴⁵ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 19
 - ⁴⁶ Casper Nørgaard, Direktør, Handelsbanken Capital Markets
 - ⁴⁷ <http://www.audi.com>
 - ⁴⁸ Sørensen (2009), side 106
 - ⁴⁹ <http://www.dailytech.com/Philips+Ditches+Television+Business/article21397.htm>
 - ⁵⁰ Global Market Information Database
 - ⁵¹ Bang & Olufsen fortegningsretsemission 2009, side I-20
 - ⁵² Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 6

-
- ⁵³ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 29
- ⁵⁴ <http://ing.dk/artikel/bang-olufsen-vil-skabe-hvid-aluminium-121032>
- ⁵⁵ http://www.groupon.dk/deals/shopping/Innovations-International/17134250?nlp=&CID=DK_CRM_1_0_0_37&a=2597
- ⁵⁶ Bang & Olufsen Årsrapport 2010/11, side 20
- ⁵⁷ <http://www.bang-olufsen.com/da/investors/company-announcements/~media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf>
- ⁵⁸ http://www.beoworld.org/article_view.asp?id=58 og http://beophile.com/?page_id=16397
- ⁵⁹ <http://www.flatpanels.dk/nyhed.php?subaction=showfull&id=1357831710>
- ⁶⁰ <http://www.t3.com/news/apple-itv-rumours>
- ⁶¹ <http://www.bremdal-radio.dk/media/124096/Vejl.%20prisliste%20DK%2001062013.pdf>
- ⁶² Afsnit 3.2.3, Tabel 3-4
- ⁶³ <http://www.recordere.dk/indhold/templates/design.aspx?articleid=3552&zoneid=5>
- ⁶⁴ <http://www.cpp-luxury.com/comprehensive-analysis-of-brazils-luxury-market-challenges-real-potential-future-perspectives-part-1/>
- ⁶⁵ <http://www.cpp-luxury.com/the-future-perspectives-of-chinas-luxury-market-and-its-real-long-term-potential-an-in-depth-insight/>
- ⁶⁶ <http://publikationer.di.dk/di/1186837979/4>
- ⁶⁷ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 37
- ⁶⁸ <http://www.dr.dk/Nyheder/Indland/2012/10/25/131700.htm>
- ⁶⁹ <http://www.eu-oplysningen.dk/upload/application/pdf/d7a1fe6a/levetid%20okt%202006.pdf>
- ⁷⁰ Danske Bank Markets, Equity Research – Bang & Olufsen, april 2013, side 14
- ⁷¹ Sørensen (2009), side 100
- ⁷² Sørensen (2009), side 99
- ⁷³ Bang & Olufsen Automotive – historien om succesfuld innovation
- ⁷⁴ Global Market Information Database
- ⁷⁵ <http://ing.dk/artikel/ekspert-bo-halser-efter-teknologien-105836>
- ⁷⁶ <http://www.bang-olufsen.com/da/investors/company-announcements/~media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf>
- ⁷⁷ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 2
- ⁷⁸ <http://www.bang-olufsen.com/da/investors/company-announcements/other-notifications>
- ⁷⁹ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 14
- ⁸⁰ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 3
- ⁸¹ Bang & Olufsen Halvårsrapport 2012/13, side 3
- ⁸² Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 11
- ⁸³ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 142
- ⁸⁴ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 97
- ⁸⁵ Bang & Olufsen Kvartalsrapport 2012/13, 3. kvartal
- ⁸⁶ Net Operating Profit After Tax, jf. Sørensen (2009), side 197
- ⁸⁷ John Bjerrum Nielsen A/S Årsrapport 2011/12, side 5
- ⁸⁸ Bang & Olufsen Medicom A/S Årsrapport 2012, side 5
- ⁸⁹ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 56
- ⁹⁰ Sørensen (2009), side 183
- ⁹¹ Petersen & Plenborg (2012), side 155
- ⁹² Petersen & Plenborg (2012), side 108
- ⁹³ Petersen & Plenborg (2012), side 117
- ⁹⁴ Petersen & Plenborg (2012), side 177
- ⁹⁵ Sørensen (2009), side 317
- ⁹⁶ Sørensen (2009), side 319
- ⁹⁷ Sørensen (2009), side 207
- ⁹⁸ Materialesamling til Valgfag E96, side 36
- ⁹⁹ Petersen & Plenborg (2012), side 216
- ¹⁰⁰ Sørensen (2009), side 36. Egen tilvirkning
- ¹⁰¹ Petersen & Plenborg (2012), side 246
- ¹⁰² Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 104
- ¹⁰³ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/dbtfund.htm

-
- ¹⁰⁴ Holm, Petersen & Plenborg (2005), side 4
- ¹⁰⁵ Petersen & Plenborg (2012), side 251
- ¹⁰⁶ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1280>
- ¹⁰⁷ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- ¹⁰⁸ http://www.pwc.se/sv_SE/se/publikationer/assets/riskpremiestudien-2012.pdf
- ¹⁰⁹ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/Eurocompfirm.xls>
- ¹¹⁰ Petersen & Plenborg (2012), side 251
- ¹¹¹ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>
- ¹¹² http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/definitions.html
- ¹¹³ Petersen & Plenborg (2012), side 254
- ¹¹⁴ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/Eurocompfirm.xls>
- ¹¹⁵ Bang & Olufsen Årsrapport 2011/12, side 100
- ¹¹⁶ Bisnode Kredit er en af Nordens største udbydere af kredit- og forretningsinformation på erhvervsvirksomheder
- ¹¹⁷ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/ratings.xls>
- ¹¹⁸ <http://www.soliditet.dk/cms/soliditet/Solutions/AssessmentModels/AAARatingModel/RatingGuideline>
- ¹¹⁹ <http://ipaper.ipapercms.dk/BDO/BDOMA/SdanslgerduvirksomhedenBDOMA/?Page=42> og Materialesamling til Valgfag E96, s. 38
- ¹²⁰ Sørensen (2009), side 320
- ¹²¹ Petersen og Plenborg (2011), side 229
- ¹²² Bang & Olufsen Company Announcements – meddelelse nr. 12.21
- ¹²³ <http://www.skm.dk/skatteomraadet/talogstatistik/menu/4607.html>
- ¹²⁴ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/256157/tue_mantoni_der_er_ingen_plan_b.html?hl=QmFuZyAmIE9sdWZzZW47QmFuZyAmYW1wOyBPbHVmc2VuOyZhbXA7O0JhbmcgJqBPbHVmc2Vu
- ¹²⁵ Petersen & Plenborg (2012), side 265
- ¹²⁶ http://www.barrhibb.com/documents/downloads/LP_MythOrReality.pdf
- ¹²⁷ http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Switzerland/Local%20Assets/Documents/EN/Consulting/ch_en_Liquidity%20premiums.pdf
- ¹²⁸ Brealey, Myers & Allen (2011), side 220-227