

Copenhagen Business School 2012

CM Finansiering og Regnskab

Kandidatafhandling



Bang & Olufsen

PLAY

Værdiansættelse af Bang & Olufsen A/S

Udarbejdet af:

Anders Villars Jørgensen

Cpr.nr.:

020486-xxxx

Vejleder:

Christian Würtz

Indhold:

Sider: 107

Satsenheder: 142.236

Bilag: 12

Executive summary

Bang & Olufsen A/S has experienced a significant decrease in the stockvalue in recent years. The purpose of the thesis is to estimate the stockvalue of Bang & Olufsen A/S. The result of the theisis should clarify whether or not the stock is a good investment.

The valuation is based on three steps. The first step being a strategic analysis, which focuses on analyzing the micro and macro environment, the industry and the company. The second step conducts a financial analysis of the historical performance and risk of the company. The third and final step consolidates the findings from the strategic and financial analysis into a forecast and valutation part.

The strategic analysis showed a big drop in sales due to the financial crisis, which has had a big impact on the last couple of year's bad performance. Alongside B&O hasn't been able to reduce cost at the same rate as sales. As a result of the bad performance B&O hired a new CEO Tue Mantoni and he has introduced a brand new strategy with a main focus on boosting sales, reducing costs and increasing efficiency. With the new strategy B&O looks to be back on the right track, but now they need to perform in other to fulfill the strategy and meet the potential of B&O.

Two valuation methods have been used. A present value model and a number of relative valuation models. The present value approach indicates a stock value of 112,54 kr. which corresponds to a potential gain of 104,62 %. These estimates are based on three different scenarios; neutral, pessimistic and optimistic. The result has been weigthed in accordance with their estimated probability.

The valuation using the relative models shows that B&O is relatively expensive compared to its peer group. Only a few of the multiples shows that other companies in the peer group are more expensive than B&O. The end result however depends on which multiples are used for the valuation. This spread indicates that there might be other companies in the peer-group that would be a better investment compared to B&O.

The value estimated by the present value model is assessed as the correct approach valuing B&O. It is therefore concluded that the stock is underrated compared to the current stockvalue of 55 kroner, therefore I rate it as a good investment.

Indholdsfortegnelse

Executive summary	1
Indholdsfortegnelse	2
Figuroversigt	45
Kapitel 1 - Indledning	56
1.1 Problemformulering.....	67
1.2 Metode og struktur.....	78
1.3 Afgrænsning	910
1.4 Kildekritik.....	1012
Kapitel 2 - Virksomhedsbeskrivelse af B&O.....	1113
2.1 Historie	1113
2.2 Koncernstruktur	1214
2.3 Ejerforhold.....	1214
2.4 B&Os produktportefølje	1315
2.5 Strategi og visioner	1416
Kapitel 3 - Strategisk analyse.....	1618
3.1 Markedet.....	1618
3.2 PEST.....	2022
3.3 Porters Five Forces	2325
3.4 SWOT.....	2628
3.5 BCG & PLC.....	2830
3.6 Delkonklusion.....	3032
Kapitel 4 - Regnskabsanalyse	3234
4.1 Regnskabskvalitet.....	3234
4.2 Risiko.....	3335
4.3 Capital Asset Pricing Model.....	3335

4.4 WACC	<u>3537</u>
4.5 Refleksioner over brugen af CAPM	<u>3739</u>
4.6 Refleksioner over brugen af WACC	<u>3739</u>
4.7 Rentabilitetsanalyse	<u>3840</u>
4.7.1 Overskudsgrad (OG)	<u>4244</u>
4.7.2 Omsætningshastighed (OH)	<u>4345</u>
4.7.3 Afkastningsgrad (ROIC)	<u>4446</u>
4.7.4 Finansiell gearing (FG)	<u>4547</u>
4.7.5 Economic value added (EVA)	<u>4648</u>
4.7.6 Spread	<u>4749</u>
4.7.7 Egenkapitalsforretningen (ROE)	<u>4850</u>
4.8 Delkonklusion.....	<u>4951</u>
Kapitel 5 - Budgettering	<u>5153</u>
5.1 Valg af budgetteringsmetode.....	<u>5153</u>
5.2 Strategisk valuedriver	<u>5254</u>
5.3 Finansiell valuedriver	<u>5658</u>
Kapitel 6 - Værdiansættelse	<u>6062</u>
6.1 Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller	<u>6062</u>
6.2 Opsummering af DCF-værdiansættelse.....	<u>6870</u>
6.3 Multipel værdiansættelse	<u>6971</u>
Kapitel 7 - Diskussion	<u>7274</u>
Kapitel 8 – Konklusion	<u>7678</u>
Kapitel 10 - Bilagsliste	<u>7880</u>

Figuroversigt

Figur 1 - Bang & Olufsen koncernstruktur	1214
Figur 2 - Oversigt over aktionærer og Egne aktier pr. 31 maj 2011	1214
Figur 3 - Salg fordelt på produktkategori	1315
Figur 4 - Oversigt over den aggregerede markedsomsætning fordelt på geografiske områder	1618
Figur 5 - Gennemsnitlig årlig vækst i % fordelt på geografiske markeder (2005-2010)	1719
Figur 6 - Gennemsnitlig årlig vækst i % fordelt på produktkategorier (2005-2010)	1719
Figur 7 - Oversigt over den aggregerede markedsomsætning fordelt på produktområder	1719
Figur 8 - Gennemsnitlig årlig vækst i % fordelt på geografi og produktkategorier (2005-2010)	1820
Figur 9 - Konkurrenter baseret på Porters generiske strategier	1921
Figur 10 - PEST-analyse	2022
Figur 11 - Porter Five Forces	2325
Figur 12 - SWOT	2628
Figur 13 - Boston Consulting Group vækst/markedsandel matrix	2830
Figur 14 - PLC	2931
Figur 15 - Betaværdien i forhold til udvalgte indeks	3436
Figur 16 - Korrelationen mellem udsving i index og aktiekurs	3436
Figur 17 - Kapitalstruktur målt på bogførte værdier og markedsværdier	3537
Figur 18 - Opgørelse af afkastkrav til fremmedkapital	3638
Figur 19 - Struktur for analyse af væksten i merafkastet	3840
Figur 20 - Dupont Model	3840
Figur 21 - Analytisk balance	4042
Figur 22 - Analytisk resultatopgørelse	4143
Figur 23 - Overskudsgrad	4244
Figur 24 - Omsætningshastighed	4345
Figur 25 - Afkastningsgrad	4446
Figur 26 - Finansiell gearing	4547
Figur 27 - Economic Value Added	4648
Figur 28 - SPREAD	4749
Figur 29 - Egenkapitalforrentning	4850
Figur 30 - Strategiske valuedrivere og deres indvirkning på virksomheden	5254
Figur 31 - Forskellige budgetteringsmuligheder	5355
Figur 32 - Korrelation mellem omsætnings- og BNP-vækst fordelt på lande	5557
Figur 33 - Finansielle valuedrivere	5658
Figur 34 - Finansielle valuedrivere – historiske udvikling	5759
Figur 35 - Finansielle valuedrivere - kvantificering	5759
Figur 36 - Input til neutralt scenarie	6264
Figur 37 - Værdiansættelse: Neutralt scenarie	6365
Figur 38 - Estimering af elementerne af det frie cash flow	6365
Figur 39 - Input til pessimistisk scenarie	6567
Figur 40 - Værdiansættelse: Pessimistisk scenarier	6567
Figur 41 - Input til optimistisk scenarie	6769
Figur 42 - Værdiansættelse: Optimistisk scenarie	6769
Figur 43 - Resultat af værdiansættelse	6870
Figur 44 - Peer-group værdiansat ud fra udvalgte multipler	7072
Figur 45 - Udvikling i FCF i budgetperioden	7375

Kapitel 1 - Indledning

Bang & Olufsen A/S, herefter B&O, er indbegrebet af dansk design og kvalitet. Derfor har det også været en torn i øjet på de loyale kunder, at der har været så meget virak om firmaet, som har fjernet fokus fra produkterne og øget opmærksomheden på de interne problemer og eksterne udfordringer. I de sidste fem år har B&O haft tre forskellige administrerende direktører, herefter CEO, prøvet at implementere nye strategier, og samtidig har B&O skullet forholde sig til den voksende finanskrisen, som har været ensbetydende med markante fald i omsætningen. Al denne negative omtale af B&O har skadet brandet, samtidig med at aktiekursen har oplevet store sving, hovedsagelig af negativ karakter.

I en tid hvor mange virksomheder lider under finanskrisen, er det eneste, som B&O ikke har brug for, negativ omtale. Med udnævnelsen af den nye CEO Tue Manton og offentliggørelsen af den nye strategi, er fokus rettet mod at hjælpe B&O ud af den negative spiral, som B&O i øjeblikket befinder sig. Den nye strategi skal være med til at sikre en stigning i den fremtidige omsætning, så omsætningen kommer op på 8-10 mia. kroner. Ud over den faldende omsætning kæmper B&O med at skaffe nye kunder. B&Os loyale kundegruppe består primært af velstillede mennesker i alderssegmentet 40-70 år. For at kunne opfylde forventninger til en fremtidig omsætning på 8-10 mia. kroner, er det nødvendigt, at B&O får tiltrukket nye kunder for på den måde at kunne fortsætte med at producere elektronik af høj kvalitet til de særligt kvalitetsbevidste forbrugere. Analytikernes vurderinger er meget delte om hvorvidt B&O kommer ud af krisen som vinder eller taber, og i hvilket niveau aktiekursen skal befinde sig¹. Visse analytikere er af den opfattelse, at B&O ikke har et berettiget eksistensgrundlag, andre analytikere hævder, at aktiekursen rettelig burde være lavere eller højere. Det er let at konstatere, at der er lige så mange meninger om årsagerne til udviklingen i aktiekursen, som der er analytikere.

Ud fra en faglig interesse i de afledte effekter af finanskrisen kombineret med en interesse for elektronik, har jeg valgt at lave en værdiansættelse af B&O baseret på kapitalværdibaserede værdiansættelser, med baggrund i en strategisk og finansiell analyse af B&O. Denne værdiansættelse skal være med til at besvare ubesvarede spørgsmål om B&Os fremtidig performance og samtidig være med til at undersøge, om der er findes et incitament til at investere i B&O aktier, eller om investorerne bør sælge, før kursen udvikler sig i negativ retning?

1.1 Problemformulering

I en tid, hvor der synes at være lige så mange forskellige meninger om, hvordan B&Os aktier skal være prissat, som der er investorer, vil formålet med denne opgave være at værdiansætte Bang & Olufsen gennem besvarelse af problemformuleringen konkretiseret nedenfor.

Hvad er den aktuelle værdi af B&Os aktie per 31.12.2011?

Afhandlingens primære målgruppe er investorer. Målet med afhandlingen er, at analysen og konklusionen vil give investorer mulighed for at vurdere B&Os attraktivitet.

Beregningen af den estimerede værdi er en kompliceret proces, hvor mange aspekter og elementer skal vurderes og analyseres. Derfor vil afhandlingen være delt op i henholdsvis en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, som danner fundamentet for den senere budgettering og værdiansættelse. De fire nedenstående afsnit danner således grundlaget for den afsluttende diskussion og konklusion.

Ovenstående problemformulering er suppleret med følgende underspørgsmål

- Strategisk analyse
 - Hvordan er Bang & Olufsen positioneret i forhold til deres konkurrenter i markedet ?
 - Hvilke strategiske tiltag vil B&O benytte for at vende den negativ udvikling i omsætningen ?
- Regnskabsanalyse
 - Har Bang & Olufsen kunnet skabe aktionærværdi, og vil B&O kunne skabe aktionærværdi fremadrettet ?
- Budgettering
 - Hvilke finansielle og strategiske valuedrivere er afgørende for budgetteringen ?
- Værdiansættelse
 - Hvad er værdien af virksomheden, og er den retvisende ?

1.2 Metode og struktur

En værdiansættelse er ikke nogen eksakt videnskab. For at kunne præsentere en præcis og retvisende værdiansættelse kræver det, at alle væsentlige aspekter omkring virksomhedens strategiske, ledelsesmæssige og økonomiske forhold er identificeret og analyseret, hvilket er indbegrebet af en fundamentalanalyse. Valget af analytiske redskaber afhænger af analysens formål og den underliggende case. Forudsætningen for en præcis og retvisende værdiansættelse, er en korrekt metodeanvendelse og budgettering af det fremtidige cashflow. Dette forudsætter en forståelse og vurdering af faktorer, der påvirker virksomhedens drift og kontekst. Disse faktorer kan deles op i hhv. strategiske og finansielle valuedrivere. Fundamentalanalysen og de processer, som vedrører en værdiansættelse, danner grundlaget for afhandlingens struktur, der er vedlagt som bilag 1.

Del 1 - Strategisk analyse: Formålet med den strategiske analyse er at give en vurdering af B&O og dens kontekst. Analysen vil tage udgangspunkt i den nuværende performance og forventninger til langsigtet vækst og indtjeningspotentiale. Den strategiske analyse vil bero på følgende analytiske modeller:

- PEST – Makroanalyse
- Porters Five Forces – Brancheanalyse
- SWOT – En analyse af virksomhedens interne muligheder og eksterne udfordringer
- BCG & PLC – Analyse af virksomhedens produktportefølje og levetiden af virksomhedens produkter

Ved hjælp af ovenstående modeller vil alle væsentlige strategiske valuedrivere, der påvirker værdiansættelsen, blive belyst.

Del 2 - Regnskabsanalyse: Formålet med regnskabsanalysen er at give en vurdering af B&Os evne til at skabe værdi. Regnskabsanalysen er med til at fastlægge det historiske niveau og identificere eventuelle trends for væsentlige finansielle valuedrivere. Regnskaberne vil desuden blive kontrolleret i forhold til anvendt regnskabspraksis, håndtering af regnskabsposter, transitoriske poster og evt. røde flag. Med udgangspunkt i en reformulering af regnskabsposterne, med henblik på opdeling af driftsposter og finansieringsposter, vil den historiske rentabilitet blive gennemgået for perioden 31.5.2006 – 1.6.2011.

Regnskabsanalysen vil bero på følgende analytiske rentabilitetsmål.

- Risiko: Afkastkrav for hhv. Investorerne og fremmedkapitalen
- Evnen til at skabe værdi: EVA, samt elementerne der indgår i opgørelsen
- Evnen til at forrente egenkapitalen: ROE, samt elementer der indgår i opgørelsen

Del 3 - Budgettering: Formålet med budgetteringen er, at analysere og vurdere de valuedrivere som påvirker de værdikapitaliserede værdiansættelsesmodeller. Kvaliteten af den senere værdiansættelse er afhængig af kvaliteten af budgettet. Fundamentet for et budget af høj kvalitet, vil bero på samtlige konklusioner for hhv. den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Budgetteringen vil bero på følgende identificerede valuedrivere:

- Strategiske valuedrivere
- Finansielle valuedrivere

Som en konsekvens af usikkerheden i forhold til fremtidig udvikling, vil der blive budgetteret ud fra tre mulige scenarier (neutralt, pessimistisk, optimistisk). Dette vil give en mulig investor mulighed for vurdere investeringens attraktivitet.

Del 4 - Værdiansættelse: Formålet med værdiansættelsen er at vurdere B&Os værdi og niveau for aktiekursen, i forhold til at kunne vurdere dens investeringspotentiale. Værdiansættelsen af B&O vil bero på følgende værdiansættelsesmodeller:

- Kapitalværdibaserede: Discounted Cash Flow (DCF)
- Relative værdiansættelsesmodeller: EV/Omsætning, EV/EBITDA, P/B, P/E (nuværende) og P/E (estimeret)

Den hyppigste anvendte model er Discounted Cash Flow, herefter DCF, hvor selskabets værdi beregnes som nutidsværdien af de forventede fremtidige cash flows. Som litteraturen foreskriver², så vil DCF-modellen blive suppleret med en værdiansættelse via multipler, hvor værdien estimeres baseret på en sammenligning med priser, betalt ved faktiske transaktioner mm. med en peer-group³. Begge modeller har såvel styrker og svagheder, hvorfor en kombination af disse vil bidrage positivt til besvarelsen af den samlede konklusion.

1.3 Afgrænsning

Afhandlingen er underlagt specifikke formkrav, ligesom der i forløbet er et tidsmæssigt perspektiv, der medfører, at afgrænsninger er nødvendige. Formålet med opgaven er at vurdere B&O aktiens attraktivitet i forhold til investering. I vurderingen indgår der mange elementer, hvorfor det er fundet nødvendigt at foretage afgrænsninger. Selvom der er foretaget afgrænsninger, vil alle afgørende forhold blive medtaget i vurderingen og analysen. Følgende elementer er der blevet afgrænset for, i afhandlingen:

Skæringsdato: Al materiale op til skæringsdatoen 31. december 2012 er medtaget. Materiale, som er blevet tilgængeligt efter skæringsdatoen, vil som udgangspunkt ikke blive medtaget, medmindre det har en væsentlig effekt på virksomheden og dens drift.

Kendskab til økonomiske modeller: Det forventes, at læseren har et kendskab til de økonomiske modeller, der vil blive benyttet igennem opgaven, hvorfor disse kun vil blive gennemgået kort.

Offentligt tilgængeligt materiale: Alt materiale, der er benyttet til opgaven, er offentlig tilgængeligt. I de tilfælde, hvor materialet ikke har været tilstrækkeligt eller detaljeringsgraden ikke har været høj nok, er der foretaget saglige antagelser.

Peer-groups: Da det i praksis nærmest er umuligt at finde virksomheder, som opfylder alle krav for sammenlignelighed, har jeg udvalgt nogle af B&Os konkurrenter, som minder om B&O og enkelte virksomheder, som agerer indenfor samme branche.

Valg af analyse modeller: Der findes mange modeller til analyse brug, men dem der er medtaget i opgaven er valgt ud fra formålet med afhandlingen.

Rente og valuta risiko: Da spekulation i rente og valuta ikke anses som værende B&Os primære drift, afgrænses der for dette.

1.4 Kildekritik

I forbindelse med udarbejdningen af afhandlingen, er der analyseret en flerhed af kilder, som hver bidrager med forskelligartet informationer om B&O. Informationsmaterialet til denne afhandling består hovedsageligt af tre slags kilder:

- Faglitteratur som bliver brugt på diverse uddannelser indenfor økonomi
- Årsrapporter, offentliggjorte børsmeddelelser og andet offentligt tilgængeligt materiale godkendt af B&O
- Artikler om B&O, som er tilgængelige på nettet, udfærdiget af tredjemand.

I forhold til anvendelse af årsrapporter er det altafgørende for de efterfølgende analyser og konklusioner, at de er udstyret med en blank revisions påtegning. I relation til offentliggjort materiale såsom børsmeddelelser, prospekter mm., hvor virksomheden er afsender, skal man som analytiker være særligt opmærksom på, at materialet er ensidigt fremstillet, og at formålet i visse tilfælde kan være at manipulere markedet.

Det teoretiske materiale, som er benyttet i opgaven, er af høj troværdighed, hvorfor brugen af denne ikke har givet anledning til kildekritik.

I forhold til ovenstående vil jeg afhandlingen igennem sørge for at være naturlig kritisk over for det brugte datamateriale, hvad enten det er materiale, som B&O selv har produceret eller offentliggjort, eller eksternt udarbejdet materiale. Årsrapporterne vil inden brug blive tjekket for blank revisions påtegning, da det giver årsrapportens indhold og ledelsensberetningen høj troværdighed.

Kapitel 2 - Virksomhedsbeskrivelse af B&O

I dette afsnit vil Bang & Olufsens forretningsmodel kort blive gennemgået. Gennemgangen tilvejebringer en indsigt i virksomheden og giver en forståelse af virksomhedens aktiviteter. Indblik i virksomhedens aktiviteter er afgørende i forhold til at kunne forholde sig kritisk og objektiv til analysen og vurderingen af virksomhedens elementer, der vil blive foretaget senere i den strategiske analyse.

2.1 Historie

Bang & Olufsen blev grundlagt i 1925 af de to unge ingeniører Peter Bang og Svend Olufsen. Deres første produkt var ”Eliminatoren”, der overflødiggjorde brugen af batterier i radioapparater. Dette var en vigtig opfindelse for B&O og forbrugerne, idet efterspørgslen på eldrevne produkter var støt stigende. Opfindelsen kom til at danne fundamentet for B&O, hvilket medførte opførelse af produktfaciliteter i Struer. Efter succesen med Eliminatoren begyndte de unge ingeniører at producere højtalere, mikrofoner og radioapparater, der var drevet af strøm fra stikkontakten. B&O blev sat midlertidigt tilbage, da deres fabrik i Struer blev sprængt i luften i slutningen af 2. verdenskrig ved sabotage. B&O kom dog stærkt tilbage, og i 1952 introducerede B&O deres første tv-apparat (TV 508 S ”Trillebøren”), og 15 år senere introducerede B&O deres første farve tv ”Beovision 3000 colour”.

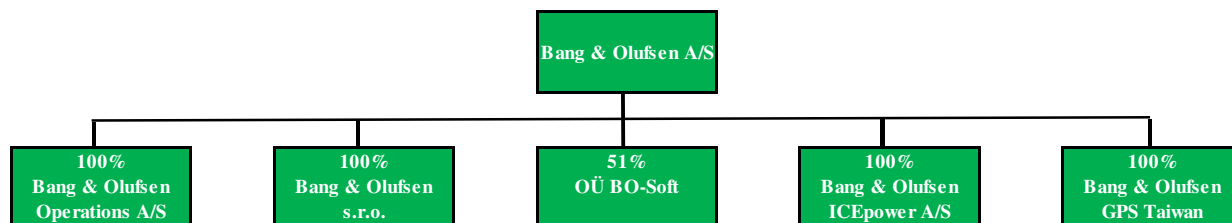
Introduktionen af farve-tv’et var med til at manifestere B&O som et respekteret brand med prædikatet dansk kvalitet. Op igennem 1960’erne og 1970’erne, i takt med der kom flere spillere på markedet, valgte B&O at skifte strategi, hvilket var medvirkende til at sikre firmaets overlevelse. I stedet for at gå ind i en voldsom prisrig med sine konkurrenter valgte B&O at fokusere på kvalitet og funktionalitet, og netop den strategiændring har været med til at definere, hvad man forbinder med B&O i dag.

I dag producerer B&O high-end produkter og løsninger til den almene forbruger, såvel som andre virksomheder, og B&Os audio-video produkter og automotive-løsninger bliver anset som værende noget af det ypperste inden for design og kvalitet. Vejen til det stærke brand og anerkendelsen har dog ikke været en dans på roser, idet B&O de sidste par år har måttet skuffe investorerne med nedjusteringer. B&O er, som mange andre luksusvarer, påvirket af den generelle økonomiske afmatning af markedet, hvilket kan spores i omsætningen, som er dalende gennem de sidste tre år. Det medfører en naturlig angstelse for fremtidige resultater, og B&O står over for nogle store og altafgørende udfordringer i de kommende år.

2.2 Koncernstruktur

B&O er moderselskabet i koncernen som består af fem datterselskaber. B&Os ejerandele og den komplette koncernstruktur er afbilledet nedenfor i figur 1

Figur 1 - Bang & Olufsen koncernstruktur



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011⁴

Datterselskaberne kan opdeles i to kategorier:

- Brand-afhængige
- Brand-uafhængige

Den brand-afhængige del består af udvikling, produktion, markedsføring og salg af den (vel)kendte produktportefølje bestående af tv, anlæg, ipod docks mm. til den almindelige forbruger. Til forskel består den brand-uafhængige del af udvikling, produktion og salg af kompakte digitale forstærkerenheder til højtalere, radio'er og tv. Det eneste datterselskab, som er brand-uafhængig, er Bang & Olufsen ICEpower A/S. Alle indtægter og udgifter bliver konsolideret i koncernen, hvorfor datterselskaberne også indgår i værdiansættelsen af B&O.

2.3 Ejerforhold

B&O er et børsnoteret aktieselskab, som bliver handlet på Nasdaq OMX. Tidligere har der eksisteret både A og B aktier, men nu opererer de kun med én aktieklasse⁵. Antallet af udstedte aktier var ved seneste årsrapport 36.244.014 stk., og nedenfor er opstillet nogle af de navne-noterede aktionærer og B&Os egne aktier, herefter Egne aktier.

Figur 2 - Oversigt over aktionærer og Egne aktier pr. 31 maj 2011

Pr. 31 maj 2011	Antal aktier	Kapital/Stemmer
	stk.	%
Egne aktier	42.560	0,12
Direktionens ejerandel	79.540	0,22
Bestyrelsens ejerandel	92.833	0,26

Pr. 31 maj 2011	Antal aktier	Kapital/Stemmer
	stk.	%
Delta Lloyd N.V.	5.843.944	16,12
Arbejdsmarkedets Tillægspension	3.630.319	10,02
Færchfonden	1.848.000	5,10

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 samt egen tilvirkning

Af ovenstående figur fremgår det, at der ikke er nogen, som sidder på aktiemajoriteten i B&O, men at aktierne i stedet er spredt ud over flere aktionærer⁶. Den bestemmende indflydelse kan således ikke placeres direkte, og den må formentlig søges fastlagt gennem ejeraftaler.

2.4 B&Os produktportefølje

B&Os produktportefølje er spredt på tre forretningsområder, som kan opdeles i seks produkt-kategorier. Produktkategorierne kan splittes op i enten brand-afhængig eller brand-uafhængig. Fælles for hele B&Os produktportefølje er, at den består af forbrugerelektronik, som bliver markedsført og solgt enten i B&Os egne butikker (B1), eller i Shop-in-Shop butikker verden over. B&Os produkter bliver både solgt til såvel private kunder som til andre virksomheder.

B&Os forretningsområder er opdelt som følger:

- Audio/video, audio og videoprodukter
- Automotive, carsound løsninger
- ICEpower, digitale forstærker enheder

Fælles for alle tre forretningsområder er, at B&O selv udvikler, producerer og sælger deres produkter.

Nedenfor er opstillet og udregnet hver produktkategoris andel af den samlede omsætning.

Figur 3 - Salg fordelt på produktkategori

Salg fordelt på produktkategori (i mio. kr)	2008/09	% af omsætning	2009/10	% af omsætning	2010/11	% af omsætning
Video	1198	44,2%	1297	48,1%	1228	44,1%
Højtalere	498	18,4%	427	15,8%	407	14,6%
Audio	484	17,8%	389	14,4%	443	15,9%
Telefoner	130	4,8%	95	3,5%	81	2,9%
Reservedele, tilbehør mv.	229	8,4%	219	8,1%	176	6,3%
Automotive	174	6,4%	268	9,9%	452	16,2%
Omsætning i alt	2713	100,0%	2695	100,0%	2787	100,0%

Kilde. B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2008 – 31.05.2011, samt egen tilvirkning

Af ovenstående opstilling ses det tydeligt, at B&Os vigtigste omsætningskilde er deres videokategori. Denne udgør over 40% af den samlede omsætning, hvorimod det ses, at telefoner bliver en mindre og mindre del af omsætningen, hvilket må ses som en naturlig konsekvens af den teknologiske udvikling. Der, hvor B&O har oplevet størst omsætningsvækst, er kategorien Automotive. Tilbage i regnskabsårene 2008/09 var andelen af omsætningen kun på 6,4% ,og

omsætningen var på ca. 174 mio., men i det netop aflagte regnskab fremgår, at denne andel nu er oppe på 16,2%, mens omsætningen er på ca. 452 mio.

Tidligere blev salg og markedsføring foretaget på Bang & Olufsens hovedsæde i Struer, men i forbindelse med den nye strategi er denne del af B&O blevet flyttet til København. Den nye geografiske placering begrundes med behovet for at kunne tiltrække de dygtigste og mest innovative medarbejdere inden for marketing og salg⁷. Produktionen er stadig lokaliseret i Struer og derudover Tjekkiet, hvor B&O også har en fabrik. Mandskabet på fabrikken er uddannet af B&O for at kunne leve op til den høje standard, som kunder og B&O kræver af produkterne.

2.5 Strategi og visioner

Visionen for B&O har altid været den samme. B&O har en målsætning om at være de bedste inden for high-end audio og videoløsninger. B&O valgte allerede i 1960'erne at fokusere på design og produkt, frem for at konkurrere på prisen. Visionen og begrundelsen er, at et B&O produkt skal være mere end bare funktionelt udstyr, det skal være et stykke design, kunst og en luksusvare. B&O har igennem tiden fået opbygget et godt forhold til sine kunder, hvilket har medført yderst loyale kunder. I højkonjunktur har deres primære kundegruppe ingen problemer med at bruge penge på high-end produkter, men efter den alvorlige afmatning af markedet, er lysten til at investere i high-end produktet faldet. Udfordringen for B&O består i at finde nye måder at tiltrække nye kunder på. Den tidligere direktion søsatte en strategi ved navn ”Pole Position 2008”⁸ tilbage i 2008, som skulle være med til at bringe B&O tilbage til fordoms styrke. Det gik dog ikke som forventet, og B&O valgte som konsekvens heraf at opsigte tidligere CEO Karl Kristian Hvidt Nielsen og i stedet ansætte Tue Mantoni. Dennes indtræden har medført ændringer, for såvel organisationssammensætningen som strategien. B&Os overordnede strategi er stadig

...at udvikle og markedsføre integrerede audio-video løsninger, som sælges til luksussegmentet gennem et netværk af dedikerede forhandlere over hele verden.⁹

Tue Mantoni er i samråd med direktionen kommet frem til en ny strategi ved navn Leaner, Faster, Stronger¹⁰. Den nye strategi har et perspektiv på fem år. Målet er en omsætning i niveauet 8-10 mia. kr. samt en EBIT-margin¹¹ på over 12%, som den var før krisen. Den nye strategi vil blive medtaget i såvel den strategiske som den finansielle analyse, for at give det mest retvisende

billede på B&Os fremtidige udvikling. Nedenfor er nogle af hovedpunkterne kort beskrevet, som skal være med til at tiltrække nye kunder, og hermed øge omsætningen.

Øget fokus på lyd og akustik: B&O vil styrke fokus på lyd- og akustikudvikling. De vil dermed udnytte og yderligere styrke verdensklasse kompetencer og markedsposition inden for disse områder. Det skal opnås ved bedre udnyttelse, vidensdeling med Automotive akustiks, samt vertikal integration af ICEpowers tekniske teams. Målet er at øge udviklingen og udvide produktsortimentet med succesfulde produkter.

Styrke forretningsområdet Automotive: B&O Automotive anses i dag for at være de førende inden for high-end lydsystemer til bilen. Den position skal styrkes ved et øget fokus på lyd og akustik, og oprettelsen af et Sound & Acoustics Innovation Team. Derudover skal det løbende vurderes om nye bilmærker skal inkluderes.

Lancere ny produktkategori: B&O vil lancere en ny produktkategori ved navn B&O Play, med det formål at tiltrække nye kunder til brandet. Produktkategorien vil bestå af en serie stand-alone produkter¹² samt billigere fjernsyn^{13, 14} mm. som bygger på B&Os kompetencer inden for design, lyd, connectivity og forbrugervenlighed. Produkterne skal sælges i B&Os egne butikker, B1, gennem en ny B&O online branded B&O, samt i Apple butikker (drejer sig dog kun om stand alone produkterne).

Udvidelse af forretningen på BRIK-markederne: I forbindelse med det senest aflagte regnskab for perioden 1.6.2010 – 31.5.2011 ses det, at ca. 80% af omsætningen stammer fra salg i Skandinavien og Europa¹⁵. Da målet med strategien er at øge omsætningen til et niveau på mellem 8-10 mia. kroner, har B&O etableret et salgskontor i Shanghai, for at komme tættere på deres asiatiske kunder. Samtidig vil B&O fra og med januar 2012 overtage kontrollen med aktiviteterne i Hong Kong og det sydlige Kina.

Trimme og ændre organisationens sammensætning: B&O vil benytte en mere global og kunde-fokuseret tilgang. Dette kræver, at B&O kommer tættere på deres kunder. For at sikre B&Os evne til at tiltrække højt kvalificerede medarbejdere inden for salg og markedsføring, flyttes salg- og markedsføringsorganisationen til København fra Struer. Samtidig er direktionens sammensætning blevet vurderet, hvilket har resulteret i afskedigelser¹⁶, samt en fladere organisation med fokus på kunder og forhandlere.

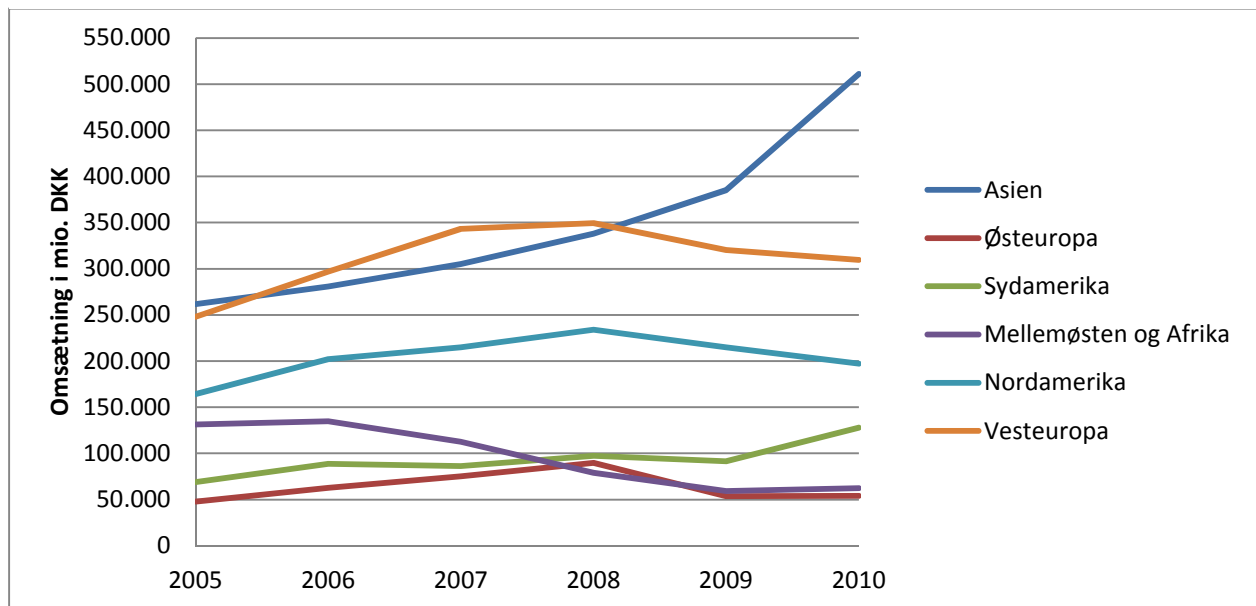
Kapitel 3 - Strategisk analyse

Dette afsnit vil vurdere og analysere virksomheden og dens kontekst gennem en flerhed af analyseredskaber, der i fællesskab identificerer faktorer og strategiske valuedrivere. Ud fra antagelsen om, at det er de samme forhold, der gør sig gældende for hele B&Os produktportefølje, vil deres forskellige produkter blive behandlet som en samlet enhed, i stedet for at opsplitte dem i forskellige kategorier.

3.1 Markedet

Markedet for forbrugerelektronik er et globalt marked, som det meste af verden benytter. Dette illustreres ved, at markedet for forbrugerelektronik havde en estimeret omsætning på ca. 4.300 mia. kroner (722 mia. \$) i 2011¹⁷. Globalt set har markedet oplevet positive vækstrater lige op til finanskrisens start. Markederne, som har oplevet de største vækstrater, er Latin Amerika og Asien¹⁸, hvilket har betydet, at Asien har overtaget pladsen som det største marked for forbrugerelektronik fra Nordamerika¹⁹. Nedenstående graf illustrerer udviklingen i omsætningen, og hvilken effekt finanskrisen har haft. Alle markeder, på nær det asiatiske marked, oplevede et fald i omsætningen.

Figur 4 - Oversigt over den aggregerede markedsomsætning fordelt på geografiske områder



Kilde: GMID Global Market Information Database

For at give en bedre indsigt i udviklingen på markedet, er der nedenfor vist en oversigt over de gennemsnitlige årlige vækstrater fordelt på geografiske markeder (på verdensplan var den for perioden 6,6%)

Figur 5 - Gennemsnitlig årlig vækst i % fordelt på geografiske markeder (2005-2010)

Gennemsnitlig årlig vækstrate i % (CAGR)			
Asien	14,30%	Nordamerika	3,70%
Østeuropa	2,40%	Vesteuropa	4,60%
Mellemøsten og Afrika	-13,80%	Sydamerika	13,20%

Kilde: GMID – Global Market Information Database

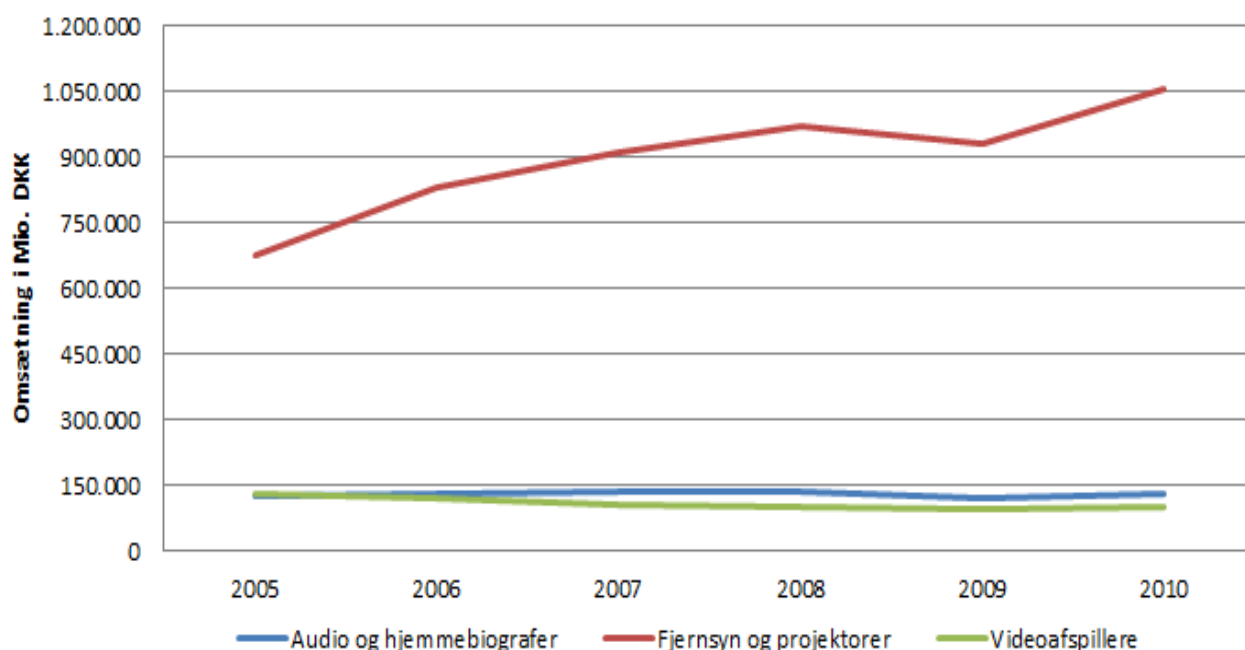
En opdeling af ovenstående giver et bedre overblik af udviklingen fordelt på 3 produktkategorier

Figur 6 - Gennemsnitlig årlig vækst i % fordelt på produktkategorier (2005-2010)

Gennemsnitlig årlig vækstrate i % (CAGR)	
Audio og hjemmebiografer	0,50%
Fjernsyn og projektorer	9,30%
Videoafspillere	-5,20%

Kilde: GMID – Global Market Information Database

Figur 7 - Oversigt over den aggregerede markedsomsætning fordelt på produktområder



Kilde: GMID – Global Market Information Database

Som det ses af ovenstående graf har produktkategorien Fjernsyn og projektorer haft en positiv udvikling frem til finanskrisen, hvor grafen knækker, for så at stige kraftigt i 2009. Audio, hjemmebiografer og videoafspillere har derimod ikke oplevet stor vækst i perioden, men kun

ændret sig marginalt. Finanskrisens effekt på omsætning er ikke nær så stor, som for fjernsyn og projektorer. Selvom der har været en global finanskrise, så illustrerer figur 4 og 7, at der stadig er global efterspørgsel efter forbrugerelektronik. For at give læseren et overblik, er markedsdata for de forskellige produktkategorier vedlagt som bilag 3.

Figur 8 - Gennemsnitlig årlig vækst i % fordelt på geografi og produktkategorier (2005-2010)

Gennemsnitlig årlig vækstrate i % (CAGR)	Audio og hjemmebiografer	Fjernsyn og projektorer	Videoafspillere
Asien	-0,90%	20,00%	-2,30%
Østeuropa	-0,60%	5,90%	-16,20%
Mellemøsten og Afrika	0,90%	-15,60%	-6,10%
Nordamerika	2,10%	4,20%	1,30%
Vesteuropa	-1,80%	8,60%	-13,20%
Sydamerika	10,00%	15,50%	-2,20%

Kilde: GMID – Global Market Information Database

Markedet for forbrugerelektronik kan ikke kategoriseres som værende under fuldkommen konkurrence²⁰, selvom der er mange forskellige producenter, og derfor høj konkurrence og intensitet i forbindelse med at tiltrække kunder. Dette understreges af det forhold, at der igennem de sidste mange år har hersket en priskrig inden for markedet for forbrugerelektronik.

Derimod er der ikke på samme vis priskrig på nichemarkedet high-end. For at få en bedre forståelse af de kræfter, der optræder på markedet, er Michael Porters, herefter Porter, generiske strategier medtaget. Ifølge Porter vælges en strategi, som skaber en længerevarende konkurrencefordel og på den måde opnås overnormal profit. Dette kan ifølge Porter opnås på to måder; enten ved lave produktionsomkostninger eller ved differentiering af produktet. Disse to strategier kan kombineres, hvilket udmønter sig i fire generiske strategier:

1. Omkostningsreduktion
2. Differentiering
3. Fokuseret omkostningsreduktion
4. Fokuseret differentiering

Nedenfor er nogle af B&Os konkurrenter og deres valg af generiske strategi illustreret. Figur 9 er medtaget for at skabe overblik over konkurrenters valg af strategi i forhold til B&O, og hvorvidt fokus er på det brede eller smalle segment.

Figur 9 - Konkurrenter baseret på Porters generiske strategier

Segmentstørrelse	Type af konkurrencefordel	Lavpris	Differentiering
Bredt segment/massemarked		Toshiba Phillips - LG	Sony - Samsung Panasonic - Sharp
Smalt segment/markedsniche			B&O LOEWE

Kilde: Michael Porter²¹

Som det fremgår af ovenstående figur, ligger fokus på det brede segment blandt de største producenter af TV. De producenter, som ligger oppe i højre hjørne af matricen, må kategoriseres som værende de største og derfor også markedsledere. Markedet for forbrugerelektronik er meget komplekst og yderst dynamisk, og det kræver mange omkostninger til forskning og udvikling, herefter R&D, for at forblive markedsleder. Dette har blandt andre Royal Philips Electronics, herefter Phillips, måttet sande, idet Phillips tilbage i 2011 valgte at nedlægge deres tv-produktion og i stedet starte et joint-venture med TPV Technology²².

Disse store producenter er derfor med til at sætte standarden for udviklingshastigheden og markedstrenden. Som det ses i ovenstående matrix, figur 9, er LOEWE den nærmeste konkurrent til B&O, da begge virksomheder benytter sig af fokuseret differentiering på et nichemarked. Idet både B&O og LOEWE er teknologiske "follower", er de stærkt afhængige af udviklingshastigheden, idet teknologiske "follower" benytter allerede udviklet teknologi og differentierer sig på denne. Differentieringen for både B&O og LOEWE sker ved produktdesign samt kombination af produkter og funktionalitet. Selvom B&O og LOEWE begge har store omsætninger, udgør nichemarkedet kun en meget lille del af det samlede marked for in-house elektronik. Afstanden til øvrige konkurrenter på det generelle marked er ikke stor, idet muligheden for substitution er til stede og til en helt anden pris.

Med udgangspunkt i ovenstående matrix bestående af konkurrenter, er nogle blevet udvalgt til at repræsentere en peer-group som B&O vil blive sammenlignet med senere i opgaven, se afsnit 6.3. I udvælgelsen af en peer-groups er der nogle krav i forhold til at kunne sammenligne dem²³:

- Samme forretningsmodel
- Vækstpotentiale
- Risiko

Brugen af peer-groups vil blive diskuteret og vurderet i afsnit 6.3.

3.2 PEST

Pest-analysen benyttes til at analysere og vurdere de makroøkonomiske forhold, som påvirker B&O. Pest-analysen tager udgangspunkt i 4 slags faktorer; politiske (P), økonomiske (E), sociokulturelle (S) og teknologiske (T) faktorer. Nedenfor er de 4 faktorer opstillet i en matrix, og faktorerne vil herefter blive gennemgået kort.

Figur 10 - PEST-analyse

Politiske faktorer	Økonomiske faktorer
- Lovgivning (nationalt/globalt) - Politiske tiltag	- Konjunkturfølsomhed - Disponibel indkomst - Udvikling i BNP
Sociokulturelle faktorer	Teknologiske faktorer
- Demografi - Befolkningssammensætning - Forbrugerpræferencer - Levestandard - Medievaner	- Produktudvikling - Udviklingshastighed - Branchestandarder - Trend

Kilde: Jerry Shum²⁴

(P) Politiske faktorer

Idet største del af omsætningen kommer fra det europæiske marked, som nævnt i afsnit 2.5, er B&O afhængig af, ikke kun den nationale lovgivning men også i høj grad den europæiske. EU-medlemslandene er underlagt fælles teknologiske regler²⁵, hvilket minimerer sandsynligheden for at lovgivningen pludselig bliver ændret, da en sådan lovændring først skal fremsættes, dernæst til høring og behandling før den evt. vil kunne blive vedtaget. En pludselig lovændring ville have en stor effekt på omsætningen i Europa. Som en konsekvens af den europæiske lovgivning, er sandsynligheden også reduceret betydeligt i forhold til handelsbarrier og protektionisme, da disse ville være et brud på den europæiske lovgivning. Oven på finanskrisen har der været politisk debat om, hvorvidt det danske erhvervsliv skulle have hjælpepakker, ligesom bankpakkerne, for at øge såvel omsætningen som vækst og derved sætte gang i økonomien igen. Et sådan politisk tiltag må dog formodes at have engangskaraktér, da politikerne ikke er villige til at holde dårlige virksomheder kunstigt i live, og ej heller har uanede mængder af kapital til hjælpepakker. Derfor vurderes det ikke at kunne påvirke B&O i det lange løb.

Som den politiske situationen er i øjeblikket, med en ny regering og nyt regeringsgrundlag, kategoriseres Danmark som værende stabil. Derimod er der mere usikkerhed for så vidt angår politiske tiltag på EU-plan som konsekvens af den nuværende økonomiske situation i medlemslandene.

(E) Økonomiske faktorer

High-end elektronikprodukter eller luksusvarer er en af de første ting, som forbrugere fravælger i økonomisk trægte tider, idet sådanne produkter er "nice to have" i stedet for "need to have". Derfor kan den økonomiske udvikling i den makroøkonomiske omverden og forventningerne til denne have stor indflydelse på omsætningen for B&O. Konsekvenserne af en sådan økonomisk afmatning i markedet er alvorlige, og usikkerheden, som krisen har medført, spiller en væsentlig rolle på både udviklingen i BNP samt arbejdsløsheden.

Efter flere banker har oplevet store tab på grund af dårlig risikostyring, har bankerne øget fokus på likviditetsoverdækning særligt hvis der optages lån til forbrug. Boligmarkedet er trængt i en historisk grad, hvor friværdien for mange private er udvandet på grund af fald i boligpriserne. Dette har gjort mange boligejere teknisk insolvente. Derfor har den disponible indkomst stor betydning for købeevnen og købelysten, da det kræver god økonomi, før man går ud og investere i dyre high-end elektronikløsninger.

(S) Sociokulturelle faktorer

De sociale og kulturelle forhold afviger fra land til land, men forbrugeradfærd, præferencer og den demografiske udvikling har en afgørende betydning for B&Os omsætningen. I et så konkurrencebetonet marked som forbrugerelektronik, spiller forbrugerpræferencer en vigtig rolle, og hvis markedet indsnævres til et nichemarked, bliver vigtigheden endnu mere betydningsfuld. Eksistensgrundlaget ligger nemlig i forbrugerpræferencer, da teknologien er den samme som i de substituerende produkter, og derfor skal producenterne finde nye måder tiltrække nye eller eksisterende kunder til.

I højkonjunktoren gik mange forbrugere fra at købe forbrugerelektronik til high-end elektronik, da økonomien var i fremgang, og forbrugeren var villig til at betale en højere pris for produkterne. Disse high-end produkter, hvad enten det er B&O eller LOEWE, der er producenten, er gået fra at være elektronikprodukter til at blive design- og kunstmøbel. B&Os produktstrategi

handler om, at billede og lyd skal være i orden, og samtidig skal produktet kunne virke i dets omgivelser - endda når det er slukket. Fokus er altså skiftet fra praktisk til mere design og funktionalitet.

Selvom der er stor forskel på forbrugerene og deres købekraft på det globale marked, så er en af fællesnævnerne, at det primært er kunder med en økonomisk råderum over gennemsnittet, som køber high-end produkter. Alderssegmentet, som nævnt i kapitel 1, og demografien spiller derfor en vigtig rolle, da indkomsten for det meste følger med aldersfordelingen (jo ældre du bliver, jo større indkomst). Vigtigheden af aldersfordelingen for B&O's kunder vil blive kommenteret i den senere SWOT analyse.

(T) Teknologiske faktorer

Teknologien inden for elektronik ændrer sig konstant, hvorfor det også kræver en stor indsats inden for R&D og et stort kapitalapparat for at kunne følge med de store spillere på markedet. Det er de færreste, der har kapacitet til dette, og B&O er ikke en undtagelse. Derfor har B&O i stedet valgt at være teknologisk "follower", hvor B&O udnytter eksisterende teknologi og tilføjer deres eget design, kvalitet og ekspertise.

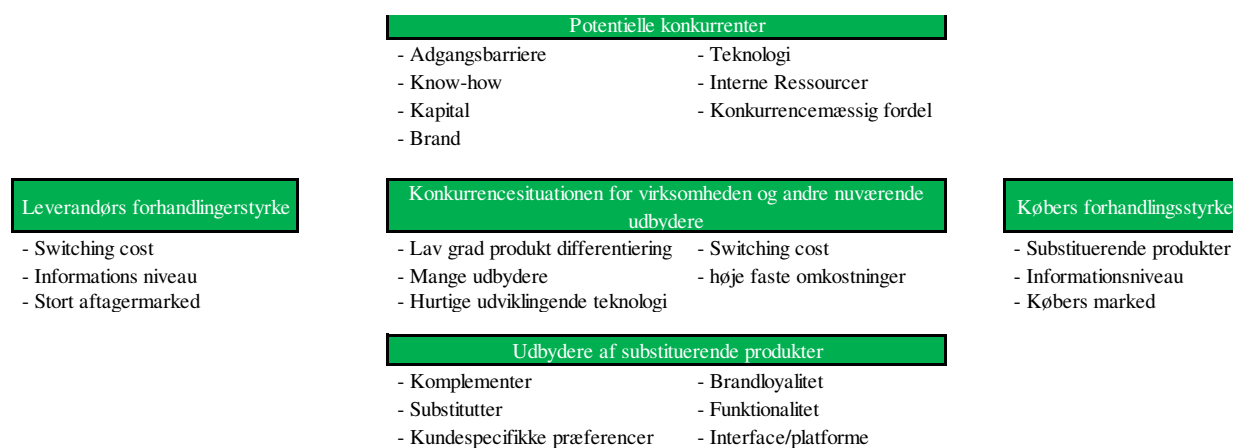
Konsekvensen ved at være "follower" er, at den teknologiske udviklingstid bliver dikteret af de andre spillere på markedet. Det samme er tilfældet med trends og til dels branchestandarder, hvilket blev synliggjort da B&O udskød lanceringen af den nye BeoSound 5 Encore, fordi B&O ikke var sikre på, at den levede op til deres egne krav samt markedets standarder.

I et marked så innovativt som forbrugerelektronik er udviklingshastighed meget vigtig for produktets levetid, og her er B&O afhængig af deres teknologiske partnere. Da teknologien hele tiden ændrer sig, og kunderne efterspørger nye funktioner, har det en negativ indflydelse på produktets levetid og derfor også mulighed for længerevarende profit. Både trenden og markedsstandarder bliver fastsat af de store spillere, og B&O har ikke afgørende muligheder for at påvirke disse, men det er dog også inden for disse rammer, at B&O's store potentiale og ekspertise kommer til ret.

3.3 Porters Five Forces

Porters five forces er en konkurrenceanalysemodel, som kan benyttes til at vurdere konkurrenceintensiteten i en given branche. Modellen gør virksomheden i stand til at positionere sig og sine produkter optimalt i forhold til konkurrenterne. Analysenmodellen tager udgangspunkt i potentielle konkurrenter, leverandører, købere og substitutter, og resultatet bliver en vurdering af konkurrenceintensiteten i branchen. Nedenfor er en model opstillet, og modellen vil derefter blive gennemgået kort.

Figur 11 - Porter Five Forces



Kilde: Porter²⁶

Potentielle konkurrenter: Som tidligere beskrevet i opgaven, se figur 4, omsættes der for mange mia. kroner globalt, hvorfor markedet for elektronik også er attraktivt for nye producenter. For at kunne gøre sig gældende er der en del forudsætninger, som virksomheden skal kunne opfylde for at have et eksistensgrundlag. Da markedsstandarderne bliver dikteret af de store producenter, er det vigtigt at kunne differentiere sig i forhold til konkurrenter og samtidig skabe sig en konkurrencemæssig fordel.

Den konkurrencemæssige fordel skabes ofte ved know-how, som konkurrenterne ikke besidder, stærkt brand eller nyudviklet teknologi. Derudover kræver det også en stor kapital, da der skal investeres mange penge i R&D for at kunne følge med markedet og de eksisterende producenter. Adgangsbarriererne for potentielle konkurrenter må derfor betegnes som værende store.

Kunders forhandlingsstyrke: Set i lyset af den verserende gælds- og finanskrisen må markedet for elektronik kategoriseres som værende købers marked, da der inden for hver produktkategori på markedet er der utrolig mange forskellige producenter, hvorfor den almene opfattelse er, at der er mange substitutter.

Hvad angår high-end segmentet så eksisterer der her præferencer, som alle mere eller mindre bidrager til kundes forhandlingsstyrke. Faktorer som information om pris og kvalitet, lav grad af produktdifferentiering og lave "switching cost" er alle med til at øge forhandlingsstyrken. Samtidig har internettet også været med til skabe endnu mere pres på de fysiske butikker i form af priskonkurrence, idet internetbaserede butikker som oftest ikke har et fysisk lager og derfor har mindre langt mindre omkostninger. Derfor må købernes forhandlingsstyrke karakteriseres som værende stor.

Udbydere af substituerende produkter: Som tidligere beskrevet er udvalget på markedet for forbrugerelektronik utrolig stort, men hvorvidt kunderne opfatter de andre produkter som værende substitutter, er individuelt. Målt på funktionalitet må de fleste produkter gå under kategorien substitutter, da de besidder mange af de samme funktioner, hvadenten produktet kommer fra B&O eller Samsung.

En anden ting, som har betydning i forhold til at opfatte de andre produkter som værende substitutter, er brandloyalitet. B&Os kunder vil højst sandsynligt ikke mene, at der eksisterer nogen direkte substitutter, men den objektive forbruger vil opfatte Loewes produkter som værende substitutter, da Loewe også er fokuseret på design og kvalitet. Endvidere er der også en vis signalværdi for kunderne i high-end segmentet, idet et B&O produkt signalerer, en sund økonomi og udstråler eksklusivitet.

Hvor der tidligere var meget fokus på konkurrenternes produkter ikke skulle være komplementære, for at gøre B&Os produkter mere selvstændige og samtidig mindske substitueringsgraden, så er fokus i dag overgået til at skabe produkter, som eksempelvis er komplementære med Apples iPod. Dette skyldes at Apples iPod er den mest solgte mp3-afspiller, og der herved er mulighed for at opnå en andel af det pågældende marked ved at producere komplementære produkter, hvilket er illustreret med BeoSound 8, som er det mest sælgende B&O produkt²⁷. Som ovenstående belyser, så må mængden af substituerende produkter anses som være stor.

Leverandør forhandlingsstyrke: Fordi B&O har valgt at være teknologisk "follower", er de afhængige af de andre spillere på markedet, og dette illustreres blandt andet ved at B&O har over 200²⁸ forskellige leverandører, hos hvem de indkøber elektronikkomponenter og andre produktrelaterede råvarer og halvfabrikata. Afgørende faktorer, som spiller en vigtig rolle i forhold til leverandører forhandlingsstyrke, er informationsniveau, mængde af store producenter, switching cost, antallet af substituerende produkter og graden af differentiering.

På det samlede markedet for forbrugerelektronik er B&Os markedsandel meget lille, og da der samtidig eksisterer utrolig mange producenter, er dette med til at mindske leverandørernes forhandlingsstyrke, da B&O kan presse prisen på produkterne ned. Det samme gør sig gældende for informationsniveau og lave switching costs, og på den baggrund må leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes som værende middel.

Konkurrenceintensiteten for B&O og nuværende udbydere: På markedet for forbrugerelektronik er der stor konkurrenceintensitet. Kombinationen af de mange producenter, høje faste omkostninger, moderat markedsvækst og en teknologi i konstant udvikling er med til at skabe en stor konkurrence.

Udfordringerne med de høje faste omkostninger og samtidig faldende salg blandt de store producenter medførte tilbage i 2011, at Phillips solgte deres TV-division fra og dannede et joint-venture, som i fremtiden skal stå for produktionen af TV. De store producenter som Samsung og Sony bruger meget kapital i R&D for at være på forkant med den teknologiske udvikling, eftersom muligheden for at differentiering ikke er særlig stor, om end den dog er til stede.

Denne konkurrence eksisterer både på det brede marked, hvor der findes mange forskellige producenter, men det eksisterer i høj grad også på markedet for high-end elektronik. I takt med den teknologiske udvikling bliver afstanden mellem de "almindelige" produkter og high-end produkter hele tiden mindre, hvilket lægger pres på high-end producenterne. Selvom der kun eksisterer få producenter, så må konkurrenceintensiteten vurderes til at være høj.

3.4 SWOT

SWOT analyse er en analytisk model, som anvendes til at illustrere en virksomheds styrke- og konkurrencesituation ved at belyse de interne faktorer, styrker og svagheder, samt de eksterne faktorer, muligheder og trusler, i det marked som virksomheder opererer i. Nedenfor er de forskellige faktorer indsat i en figur og herefter vil de kort blive gennemgået

Figur 12 - SWOT

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
- Brand og image - Design - Funktionalitet - Loyale kunder - Differentieringsstrategi - Produktshistorie	- Teknisk "follower" - Priskonkurrence - Substituerende produkter - Ressourcer - Produktudviklingscyklus
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
- Nye produkter - Subbrand - Automotive/ICEpower - BRIK lande - Bedre udnyttelse af brand	- Prisreduktion (subbrand) - Teknologisk follower - Subbrand - Prisniveau for produkterne - Konjunktur og forventninger

Kilde: Albert Humprey²⁹

(S) Styrker: En af de vigtigste styrker B&O har, er brand og image. Kunderne ved, hvad de kan forvente af produkterne, konkurrenter ved, at de skal levere på højeste niveau for at kunne følge med B&O, og leverandørerne ved, at deres produkter skal være i top. B&O har tidligere været utrolig gode til at skabe positive relationer til deres kunder, ved hjælp af topkvalificerede sælgere udannet af B&O samt produkter i absolut top, hvilket har resulteret i en meget høj grad af loyalitet. En anden styrke bunder i det strategiske valg, som B&O foretog tilbage i 1960'erne, hvor B&O valgte at fokusere på design og kvalitet i stedet for at konkurrere på prisen. B&Os ekspertise inden for audio, video og højttalere har været med til at placere B&O helt i toppen inden for high-end elektronik. Dertil kommer at B&O nu fokusere meget på fremadrettet og bagudrettet kompatibilitet af deres produkter for igen at højne brugeroplevelsen og styrke sit brand og image.

(W) Svagheder: B&Os valg af strategi, som teknologisk "follower", gør dem afhængige af, at andre skal udvikle teknologien for dem, hvilket har en indflydelse på deres udviklingshastighed og gør dem sårbare overfor deres konkurrenter. Den forlængede udviklingshastighed har også

den negative konsekvens, at produkternes levetide forkortes, hvilket mindsker bidraget til omsætningen. Denne forkortede periode lægger derfor et pres på udviklingsafdelingen, som skal kunne udvikle nye produkter hurtigere. Som tidligere beskrevet er B&Os valg af fokus en styrke, men da de substituerende produkter er priset markant lavere, kan B&Os høje priser være medvirkende til, at nye kunder vælger de billigere substitutter.

(O) Muligheder: B&Os udfordring er at få omsætningen øget samtidig med at få reduceret omkostningerne. En mulighed som de har benyttet sig af er at skabe et subbrand ved navn B&O Play. B&O Play kommer til at bestå af en ny serie produkter samt stand-alone produkter, med fokus på en lavere pris end deres eksisterende produkter, dog uden at gå på kompromis med kvalitet og design. Som tidligere beskrevet i opgaven, se afsnit 2.4, har Automotive oplevet stor vækst efter etablering, og flere nye aftaler ville kunne fastholde den positive vækst i omsætningen. En oplagt mulighed kunne også være at lægge flere ressourcer i udviklingen inden for ICEpower, idet markedet for transportable afspillere og højttalere med airplay og Ipod kompatibilitet er i konstant udvikling. En anden mulighed er øget fokus på salget i BRIK landene³⁰, da de fremtidige vækst rater forventes at være høje, hvilket giver muligheden for B&O at kan få en bid af markedet og forhåbentlig skabe længerevarende relationer, så kunderne vender tilbage i fremtiden. Nu hvor Apple forhandler B&Os produkter, så kunne et øget fokus på at producere endnu flere stand-alone produkter, være med til at skaffe nye kunder samt øge omsætningen.

(T) Trusler: Et subbrand vil formentlig skabe en ny kundegruppe og skabe en større omsætning, men der er også den mulighed, at det i stedet for vil skade B&O brandet og mindske eksklusiviteten. Den manglende eksklusivitet kan have en negativ effekt i forhold til at tiltrække nye kunder. I et marked, hvor teknologien hele tiden ændres, og kunderne efterspørger flere funktioner, kan det blive et problem, at B&O er teknologisk "follower". Hvis de andre producenter hele tiden er foran, risikerer B&O at deres produkter ikke kan kompensere ved design og funktionalitet, og det vil have en negativ indflydelse på omsætningen. På grund af den generelle økonomiske afmatning i markedet, er priserne på B&O's produkter også medvirkende til udfordringen med at tiltrække nye kunder på grund af af de substituerende produkters priser. En anden trussel er forbrugernes forventninger til B&Os fremtidig performance. Nogle forbrugere og analytikere er begyndt at tvivle på om hvorvidt B&O kan komme ud af krisen og få øget omsætningen til niveauet før finanskrisen indtraf.

3.5 BCG & PLC

For at opnå en samlet forståelse af B&O og den kontekst B&O opererer i, kræves en forståelse af B&O's produktportefølje, og hvor de forskellige produktkategorier befinder sig i udviklingsforløbet. Boston Consulting Group-modellen, herefter BCG-modellen, anvendes til at analysere porteføljen, og Product Life Cycle-modellen, herefter PLC-kurven opsplitter porteføljen i produkter og beskriver på hvilket stadie i deres livscyklus, produkterne befinder sig. I samspil giver BCG og PLC en forståelse og vurdering af virksomhedens produktportefølje, og hvilke udfordringer eller muligheder der kunne være på dette område.

Figur 13 - Boston Consulting Group vækst/markedsandel matrix

Vækst i forhold til markedets vækstrate	HØJ	STARS	QUESTION MARK
	LAV	CASH COW	DOG
		HØJ	LAV
		Markedsandel	

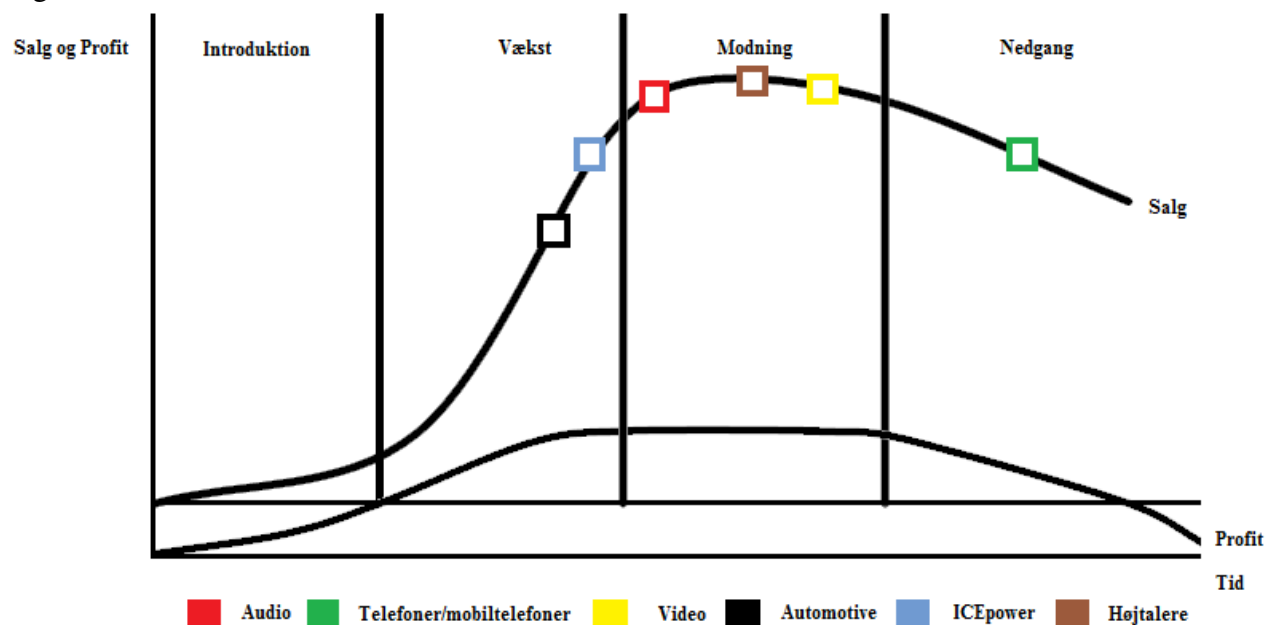
Kilde: David Jobber³¹

Definitionen på en høj markedsandel er, at porteføljen har en markedsandel, som er større end den største af konkurrenternes. Hvad angår markedsvæksten, så udgør den i dette tilfælde 6,6%³² udtrykt ved gennemsnitlig årligt vækst, herefter CAGR³³, for perioden 2005-2010, se afsnit 3.1. Da det ikke har været muligt at finde historiske, dekomponerede tal for B&O's produktportefølje (markedsandele), har det ikke været muligt at vurdere markedsvæksten fordelt på produktkategorierne. I stedet er omsætningen valgt til sammenligning i perioden fra 2005-2010. Omsætningen er blevet udregnet ved hjælp af CAGR, og omsætningen har i perioden oplevet et fald på -6,29%, hvilket er ensbetydende med at markedsvæksten for B&O er lavere end markedsvæksten. Selvom B&O er et stort og stærkt brand med en global kundebase, er deres markedsandel på markedet for forbrugerelektronik lille. Hvis markedet dekomponeres til nichemarkedet, har B&O fat i en stor del af markedet, men da afstanden mellem nichemarked og det samlede marked er blevet mindre, må deres markedsandel kategoriseres som værende lille. Derfor må konklusionen på ovenstående figur 13 være, at B&O's portefølje falder ind under kategorien "DOG".

PLC-kurven opdeler et produkts levetid i 4 faser; introduktion, vækst, modning og nedgang. PLC-kurven viser sammenhængen mellem salg og profit, afhængigt af i hvilken fase produktet

befinder sig. Nedenfor er produktporteføljen opdelt i de forskellige produktkategorier, og hvert produkt placeret på PLC-kurven.

Figur 14 - PLC



Kilde: David Jobber³⁴

Som det ses på ovenstående figur, så befinder B&O's kerneprodukter (audio, video og højttaler) sig i modningsfasen, hvorimod ICEpower og Automotive stadig befinder sig i vækstfasen. Telefoner og mobiltelefoner er i nedgangsfasen, hvilket stemmer overens med B&Os nye strategi om at udfase ulønssomme projekter. I et marked, som hele tiden ændrer sig som konsekvens af den konstante udviklende teknologi, er produktets levetid og indtjeningsperiode afgørende for omsætningen, hvorfor det er essentielt at have en så lang livscyklus som muligt. Det er muligt at forlænge et produkts levetid ved at lancere nye (tillægs)produkter, og på den måde også forlænge indtjeningspotentialen. Denne strategi har B&O også gjort brug af³⁵ for deres forskellige produktkategorier med blandet succes.

Som en konsekvens af lanceringen af nogle ikke så succesfulde produkter (mobiltelefonen Serena³⁶ mfl.) og den nye strategi Leaner, Faster, Stronger, vil fokus være på lancering af produkter hvor B&O excellerer - nemlig audio- og videoprodukter. Det er samtidig væsentligt at have lavet nok forarbejde til at deres andre produkter ikke lider samme skæbne som mobiltelefon Serena. Den øgede fokus blev illustreret med BeoSound 5 Encore, som ikke blev lanceret op til julesalget, som det ellers var forventet, på grund af manglende forventningsafstemning med markedet og test af det nye interface i forhold til kundernes præferencer.

3.6 Delkonklusion

I et marked, hvor teknologien hele tiden ændrer sig, og kundernes præferencer bliver mere komplicerede og deres forventninger større, har B&O bevist, at B&O har en eksistensberettigelse. B&O har skabt deres plads ved at bygge videre på deres internationale anerkendte brand med innovative produkter og design i den absolutte verdensklasse. Selvom B&O kun har en lille markedsandel på det samlede marked for forbruger elektronik, har B&O til gengæld spillet en stor rolle på nichemarkedet for high-end elektronik. Høje omsætningstal og gode forventninger til fremtiden er afløst af finanskrisen, usikre markedsforhold samt interne og eksterne udfordringer. Disse udfordringer er af alvorlig karakter, og kan det få store negative konsekvenser for B&Os den fremtidige drift, hvis ikke de bliver løst.

I relation til de eksterne udfordringer er ændringen i den makroøkonomiske omverden den største. Som en konsekvens af finanskrisen er forbrugertilliden og dermed privatforbruget faldet, hvilket har haft en betydelig effekt på markedet for high-end produkter og det generelle marked for elektronik³⁷. Denne negative udvikling har også haft afsmitning på B&Os omsætning, idet omsætningen faldt med mere end 30% i perioden 2007-2009³⁸. Selvom markedet har været hårdt ramt, har det normaliseret sig ved hjælp af lanceringen af tablets, e-readers samt OLED-TV. Ifølge en rapport GMID³⁹ har markedet for TV klaret sig godt igennem krisen og ligger i øjeblikket på et historisk højt niveau, hvorimod de to andre produktkategorier har oplevet et fald i omsætningen, og her er der ikke sket en normalisering.

Som beskrevet ved hjælp af Porters Five Forces, under afsnit 3.3, er konkurrenceintensiteten størst på det brede marked for elektronik, men konkurrencen på nichemarkedet er også stor blandt de få producenter. På nuværende tidspunkt vil der formentlig ikke komme nye konkurrenter til B&O på high-end markedet, men det er dog ikke ensbetydende med, at B&O får det nemmere. Presset fra LOEWE og de store producenter vil kun blive endnu større i fremtiden, da afstanden mellem det brede marked og nichemarkedet bliver mindre og mindre. I relation til de interne udfordringer er B&Os valg af strategi som teknologisk "follower" og deres håndtering af produktportefølje de største udfordringer. I et marked, som er i kontant udvikling, er udfordringen for B&O at få reduceret deres udviklingstid, for på den måde at kunne levere nye produkter hurtigere. Dertil kommer presset på B&O til at levere innovative og med den nyeste teknologi og funktioner, da B&O tidligere har lanceret nogle produkter, som ikke slog igennem. Ved hjælp af flere nye produkter, samt videreudvikling på de eksisterende produkter, vil B&O

være i stand til at kompensere for den forlængede udviklingstid dikteret af de store producenter. Alle de ovenfor beskrevne elementer vil have afgørende betydning for B&O's fremtidige cashflow. En estimering og kvantificering af den fremtidige effekt vil behandles i forbindelse med budgetteringen og opbygningen af de forskellige scenarier for værdiansættelsen, se kapitel 5.

Oven på en turbulent periode med finanskrisen, faldende omsætning og store interne samt eksterne udfordringer valgte B&O i starten af 2011 at foretage ændringer på direktionsgangen, hvilket medførte at Tue Manton blev udnævnt som ny CEO. Efter at have fået et indgående kendskab til virksomheden og dannet sig et overblik over kernekompetencerne samt områder, hvor der var plads til forbedringer, fremlagde Tue Manton i samråd med sine sparringspartnere en ny fem årig-strategiplan for B&O under navnet Leaner, Faster, Stronger. Denne nye strategi skulle ifølge B&O selv:

*"(...) realisere selskabets fulde potentiale, som vurderes til at være en omsætning i intervallet 8-10 milliarder DKK med en EBIT-margin over 12 procent, som selskabets EBIT-margin var før den finansielle krise (...)"*⁴⁰

Den nye strategiplan er meget håndgribelig og overskuelig. Der opridses 6 punkter, hvor B&O enten skal forbedre sig i forhold til tidligere tiders resultater eller foretage grundlæggende ændringer på fokusområder. De vigtigste indsatsområder i strategiplanen vurderes at være et øget samarbejde mellem divisionerne for øget effektivitet, ekspansion på BRIK-markederne, yderligere styrkelse af Automotive og ændring af organisationens opbygning. Fremtidig indsats inden for ICEpower og Automotive vil fortsætte den positive værdiskabelse, og Automotive spås at have endnu større indflydelse på omsætningen. Set i forhold til både markedet og B&O's egen omsætning vil B&Os fokus stadig være på fjernsyn og projektorer, som beskrevet i afsnit 2.5 stadig oplever en stor efterspørgsel globalt set. Inden for elektronik er det stadig fjernsyn og projektorer, der skaber den største omsætning, og det må også forventes at være sådan fremadrettet. For at B&O skal opleve større vækst fremadrettet, skal den nye strategiplan lykkes. Der eksisterer dog en usikkerhed, som er forbundet med udviklingen på det makroøkonomiske plan. Som verden ser ud i øjeblikket, må det forventes, at denne usikkerhed vil være uændret den næste årrække. Det vurderes dog at med den nye strategi og den øgede fokus på en større omsætning, reduktion af omkostninger samt øget effektivitet i produktionen, at B&O er på vej den rigtige retning.

Kapitel 4 - Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil B&O's historiske regnskaber blive gennemgået for at analysere og vurdere den økonomiske udvikling. Gennemgangen vil resultere i en kvalificeret estimering af den fremtidige udvikling, som vil have en direkte indflydelse på den senere budgettering, se kapitel 5. I regnskabsanalysen vil fokus være på de afgørende parametre: vækst, risiko og afkast. Til analysen er valgt et datamateriale for perioden 2006/2007-2010/2011.

4.1 Regnskabskvalitet

En korrekt værdiansættelse tager udgangspunkt i et retvisende datamateriale, hvorfor en gennemgang og analyse af datamaterialet er nødvendigt for at sikre et retvisende billede af virksomhedens drift. B&Os årsrapporter vil derfor blive kontrolleret og undersøgt for:

1. Anvendt regnskabspraksis
2. Klassifikation af regnskabsposter
3. Håndtering af transitoriske poster
4. Identifikation af røde flag

B&O har i den analyserede periode aflagt årsregnskab efter IFRS-standarderne⁴¹. B&O har samlet set over hele perioden været konsistente i deres klassifikation af regnskabsposterne. Ved seneste aflagte regnskab havde B&O ændret måden at præsentere modtagne eksterne tilskud til immaterielle udviklingsprojekter og emnebestemte værktøjer. Denne ændring i regnskabspraksis anser B&O for mere korrekt end de tidligere opgørelser, hvorfor den nye metode er implementeret i det seneste aflagte regnskab.

I den valgte periode har antallet af transitoriske poster været begrænset. Størrelsen og mængden ligger under væsentlighedsprincippet og har derfor ikke givet anledning til korrektioner. Den største identificerede driftsrelaterede transitoriske post var salget af Medicom i 2006⁴². Medicom blev solgt for 12 mio. kr., og da balancesummen på daværende tidspunkt var på 2,6 mia. kr., må transaktioner som denne betragtes som uvæsentlige for den senere finansielle analyse, henset til væsentlighedsprincippet. På den baggrund af dette er der ikke fundet anledning til korrektioner for den analyserede periode. I gennemgangen er der desuden ikke fundet nogle "røde flag". Derudover har samtlige regnskaber i den valgte periode indeholdt en blank revisionspåtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger. Med udgangspunkt i ovenstående fire elementer vurderes kvaliteten af data som værende god.

4.2 Risiko

Til brug for den senere vurdering af den historiske rentabilitet og budgettering er opgørelsen af henholdsvis risiko og afkast af afgørende betydning. Til estimering af investorernes afkastkrav benyttes Capital Asset Pricing Modellen, herefter CAPM, og til investorernes vægtede afkastkrav benyttes Weighted Average Cost of Capital, herefter WACC.

CAPM og WACC indeholder begge en del komponenter som har indflydelse på afkastkravet, hvorfor disse nedenfor vil blive forklaret og diskuteret. Efter gennemgang af CAPM og WACC vil der blive kommenteret på brugen af disse i forhold til opgørelsen af afkastkravene.

4.3 Capital Asset Pricing Model

Som det fremgår i afsnit 4.4, er afkastkravet for fremmedkapitalen angivet i årsrapporten, hvorimod afkast for egenkapitalen skal beregnes. Der er i markedet udbredt konsensus om brugen af CAPM til fastlæggelse af afkastkrav ved brug af DCF-modellen⁴³, derudover anbefales også af det anerkendte konsulenthus McKinsey & Company⁴⁴, hvorfor udregningen af afkastkravet sker ved hjælp af CAPM⁴⁵.

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f)$$

r_e = Investors afkastkrav , r_f = Risikofri rente , r_m = Markedsafkast , β_e = Beta

Risikofri rente (r_f): I praksis findes der ikke risikofrie investeringer. Der vil altid være en risiko ved at investere, men risikoen ved investering i statsobligationer opfattes som værende den tætteste, man kommer på en risikofri investering. Den 10-årige danske statsobligation er valgt, da litteraturen foreskriver brugen af denne . Ifølge Nasdaq Nordic OMX var den effektive rente på den 10-årige statsobligation på skæringsdatoen 31.12.2011 angivet til 1,58%⁴⁶.

Markedsafkast (r_m): Markedsrisikopræmien udtrykker det merfkast, en investor kræver for at investere i risikobehæftede aktiver frem for risikofrie aktiver. I en undersøgelse foretaget af PwC kommer de frem til en gennemsnitlig markedsrisikopræmie i 2009 på 4,9%⁴⁷. Dette tal understøttes af en undersøgelse foretaget af Nationalbanken, som i perioden 1972-2002 kommer frem til en gennemsnitlig risikopræmie 5,2%⁴⁸. På baggrund af de to ovenstående undersøgelser er markedsrisikopræmien opgjort til 4,9%, da det opfattes at den mest aktuelle undersøgelse er den mest retvisende, og fordi den ligger i samme niveau som markedsrisikopræmien opgjort af Nationalbanken. Det estimerede markedsafkast r_m kan derfor opgøres til 6,48%.

Beta (β_e): Virksomhedens beta er et udtryk for egenkapitalens systematiske risiko, og beta angiver selskabets relative risiko i forhold til markedsporteføljen⁴⁹. Den systematiske risiko er et udtryk for virksomhedens driftmæssige og finansielle risiko. Virksomhedens beta kan opgøres historisk ved at måle korrelationen mellem udsving i aktiekursen og et index for markedsporteføljen baseret på en regressionsanalyse eller opgøres ud fra en fundamentalbetragtning⁵⁰. Til beregning af betaværdien for B&O er der taget udgangspunkt i følgende udvalgte indeks: OMXC20, OMX Mid-Cap, MSCI World og KAX. Betaværdierne er beregnet ud fra et historisk datamateriale på fem år⁵¹.

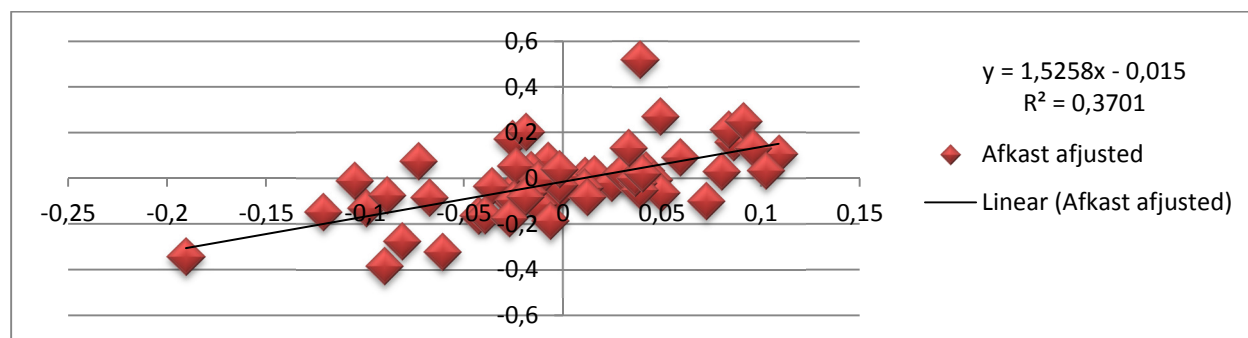
Figur 15 - Betaværdien i forhold til udvalgte indeks

Beta (β)	OMXC Mid-Cap	OMXC20	MSCI World	KAX
B&O	1,1795	1,0222	1,5258	1,056
Determinationskoefficient	0,2807	0,2713	0,3701	0,2153

Kilde: Egen tilvirkning

Som ovenstående figur viser, er der stor forskel på de forskellige betaværdier og determinationskoefficienter. Ud fra en teoretisk vinkel er betaværdien i forhold til MSCO World index den mest retvisende på grund af største determinationskoefficient og derudover afspejler MSCI World bedst den teoretiske markedsportefølje.

Figur 16 - Korrelationen mellem udsving i index og aktiekurs



Kilde: Egen tilvirkning

Investors afkastkrav (r_e): Investorernes afkastkrav beregnes til:

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f)$$

$$r_e = 1,58\% + 1,5258 \times (6,48\% - 1,58\%)$$

$$r_e = 9,05642\%$$

Investorernes afkastkrav kan herved opgøres til 9,06%

4.4 WACC

Hvor CAPM udelukkende behandlede investorenes afkastkrav til investeringen, indgår fremmedkapitalen også som en finansieringsform med et tilhørende afkastkrav. Sammen giver de det vægtede afkastkrav for virksomheden og udtrykker det forventede afkast af den investerede kapital. Formlen for WACC er angivet nedenfor:

$$WACC = \frac{D}{V} \times r_d \times (1 - t) + \frac{E}{V} \times r_e$$

D/V = virksomhedens gældsandel , E/V = virksomhedens egenfinansierings andel , $V = D + E$, r_d = virksomhedens lånerente , t = Selskabs skattesats , r_e = investors afkastkrav

Lige som det var tilfældet med investorenes afkastkrav, er elementerne i opgørelsen af afkastkravet til fremmedkapitalen af stor betydning for den senere værdiansættelse, hvorfor de enkelte elementer vil blive gennemgået nedenfor.

Kapitalstruktur: For at give det mest retvisende billede vil opgørelsen af virksomhedens kapitalstruktur tage udgangspunkt i markedsværdier. Nedenstående matrix angiver den nuværende kapitalstruktur for B&O målt på bogførte værdier og markedsværdier:

Figur 17 - Kapitalstruktur målt på bogførte værdier og markedsværdier

Mio. kr. Gældstype	Bogførte værdier		Markedsværdier	
	Værdi	Procent af samlet kapitalisering	Værdi	Procent af samlet kapitalisering
Kortfristet gæld	0,00	0%	0,00	0%
Langfristet gæld	219,50	12%	219,50	10%
Gæld i alt	219,50	12%	219,50	10%
Egenkapital	1538,3	88%	1956,96	90%
Total kapitalisering	1757,80	100 %	2176,46	100 %

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 samt egen tilvirkning

Som det ses på ovenstående matrix består kapitalstrukturen i B&O primært af egenkapitalfinansiering. I den forrige strategiplan Pole Position Strategy var det overordnede mål i højere grad at være finansieret via fremmedkapital. Det overordnede mål var en kapitalstruktur bestående af 50% fremmedkapital og 50% egenkapital⁵².

Med den seneste strategi plan Leaner, Faster, Stronger er alle tidligere økonomiske mål er forkastet for i stedet at holde fokus på at skabe en sund og modstandsdygtig virksomhed, som skal være i stand til at kunne imødegå de udfordringer, fremtiden til bringe økonomisk. Det antages dog, at det langsigtede mål stadig er en ændring i kapitalstrukturen, da det ud fra en økonomisk betragtning er et oplagt initiativ, idet tilpasning af kapitalstrukturer kan genere aktionærværdi. Samtidig vil en ændring af kapitalstrukturen give B&O mulighed for at finansiere sin seneste strategiplan og de tiltag den vil medføre med andet end virksomhedens interne generede midler. Derfor antages det med udgangspunkt i den nuværende kapitalstruktur, at en langsigtet kapitalstruktur på 80% egenkapital og 20% fremmedkapital er realistisk.

Afkastkrav til fremmedkapital (r_d): Da B&O ikke angiver en gennemsnitlig rente for deres fremmedkapital, er beregningen af afkastkravet for fremmedkapitalen udregnet ud fra en vægtet gennemsnitlig betragtning.

Figur 18 - Opgørelse af afkastkrav til fremmedkapital

Kreditor	Lånetype	Gns. Rente	Lån (i mio. DKK)	Andel, total i %	Andel, relativ i %
Realkreditinstitutter	Fast forrentede lån, renteniveau 4,0 - 5,0 %	4,50%	33,2	15,13%	0,68%
Realkreditinstitutter	Variabelt forrentede lån, renteniveau 3,0 - 4,0 %	3,50%	186,3	84,87%	2,97%
Total			219,5	100%	3,65%

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011⁵³

Skat (t): Den danske selskabsskattesats var 25% i december 2011. Selvom det løbende er til diskussion, hvorvidt selskabsskattesatsen skal ændres, er der ikke umiddelbart noget der indikerer, at det skulle finde sted inden for overskuelig fremtid. Det ligges derfor til grund, at selskabsskattesatsen forbliver uændret.

WACC: Afkastkravet til fremmedkapitalen beregnes til:

$$WACC = \frac{D}{V} \times r_d \times (1 - t) + \frac{E}{V} \times r_e$$

$$WACC = \frac{0,20}{1} \times 0,0365 \times (1 - 0,25) + \frac{0,80}{1} \times 0,0906$$

$$WACC = 0,077955$$

Det vægtede afkastkrav kan herved opgøres til 7,80%

4.5 Refleksioner over brugen af CAPM

Til opgørelse af investorenes afkastkrav benyttes CAPM. Den vurderes at være mest hensigtsmæssig da flere konsulenter firmaer og rådgivningsvirksomheder benytter sig af denne⁵⁴. For at kunne bruge CAPM er der nogle forudsætninger og vigtige kriterier, som skal være opfyldt for at sikre anvendeligheden. Disse forudsætninger er listet nedenfor:

- Investorer har alle homogene forventninger svarende til fuld information
- Investorer er alle rationelle og risikoaverse
- Investorer har alle samme ind- og udlånsrente svarende til den risikofrie rente (r_f)
- Investorer er ikke pålagt transaktionsomkostninger
- Aktiver bliver alle handlet på et effektivt marked ud restriktioner og skat
- Aktiver er alle underlagt fuldkommen konkurrence
- Aktivernes afkast er normalfordelt⁵⁵

Som det ses, er ovenstående forudsætning og kriterier ikke opfyldt for brug af CAPM. Denne problematik mellem teori og praksis gør sig gældende for alternative teorier og opgørelser såsom "Single Index Model"⁵⁶, "Arbitrage Pricing Theory"⁵⁷ og "Fama French Model"⁵⁸ til CAPM. Selvom forudsætninger og kriterier ikke er opfyldt, benyttes CAPM alligevel, fordi det er en god approksimator til opgørelse af investors afkastkrav⁵⁹.

4.6 Refleksioner over brugen af WACC

Ligesom det er tilfældet med CAPM er der også konflikt mellem teori og praksis ved brugen af WACC. Forudsætningerne for WACC er listet nedenfor:

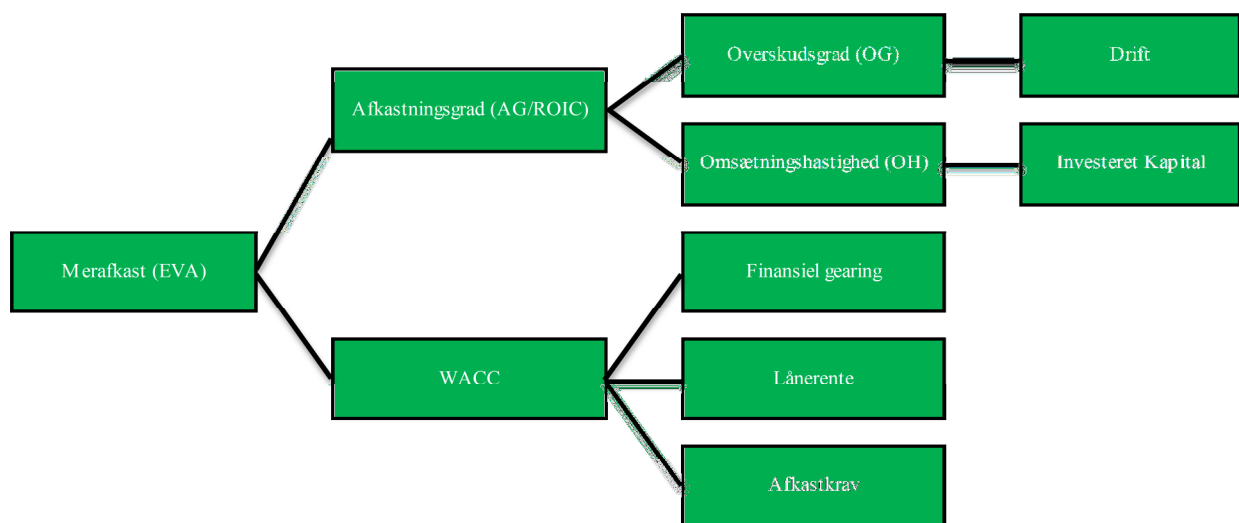
- Udelukkende brug af markedsværdier
- Inputvariable forbliver konstante over tid (D/V , E/V , r_d , t og r_e)⁶⁰

Som det fremgår af ovenstående så er forudsætningerne heller ikke opfyldt for brug af WACC. Problemet med markedsværdien af fremmedkapitalen, er at der ikke findes et effektivt marked for denne. For at kunne estimere en tilnærmelsesvis værdi kræves en del antagelser og forudsætninger. For så vidt angår inputvariablerne er det ikke muligt at holde disse konstante over tid. Markedsværdien vil ændre sig over tid, hvilket vil gøre at kapitalstrukturen vil ændre sig. Det samme gør sig gældende for afkastkrav, skattesatsen og lånerenten over tid. Selvom forudsætningerne ikke er opfyldte, bliver WACC brugt som diskonteringsfaktor grundet manglende alternativ.

4.7 Rentabilitetsanalyse

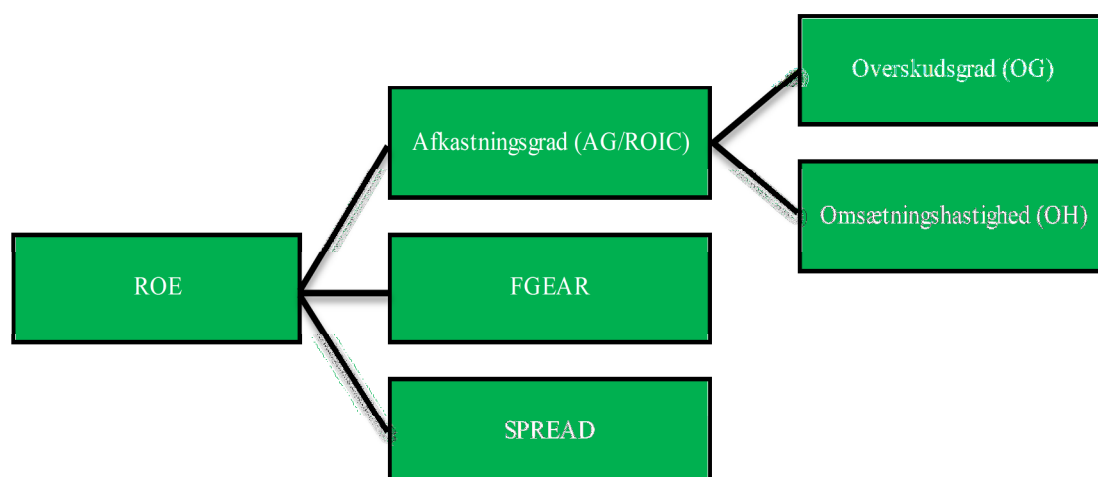
Udviklingen i den historiske rentabilitet, er et vigtigt element ved fastlæggelse af det fremtidige budgettering og værdiansættelse. En god og sund rentabilitet er et vigtig signal at sende til potentielle investorer og nuværende ejere i forhold til deres forventninger til deres afkast. Samtidig er det vigtigt at kunne fremvise en god rentabilitet over for samarbejdspartnere og leverandører, samt at virksomheden til enhver tid kan leve op til deres forpligtelser. Nedenfor er der opstillet to figurer, der giver et overblik over, hvordan rentabiliteten for B&O vil blive gennemgået i dette afsnit.

Figur 19 - Struktur for analyse af væksten i merafkastet



Kilde: Thomas Plenborg & Christian V. Pedersen⁶¹

Figur 20 - Dupont Model



Kilde: Jens O. Elling og Ole Sørensen⁶²

Forståelse af en virksomheds drift, investering og finansiering er af altafgørende betydning for vurderingen af en investerings fordelagtighed. Driften er den værdiskabende del af virksomheden, hvorfor det er vigtigt at udskille denne fra de øvrige informationer i årsregnskabet. Som baggrund for vurderingen af driften og virksomhedens evne til at skabe værdi til investorerne, vil udgangspunktet være i ovenstående figure 19 og 20. Materialet, som skal benyttes til analysen, kommer fra virksomhedens historiske årsregnskaber. Disse regnskaber er blevet reformuleret og udgør det analytiske datasæt, som danner grundlag for rentabilitetsanalysen. EVA (Economic Value Added)⁶³ og ROE (Return On Equity)⁶⁴ samt de resterende elementer i de to ovenstående figure 19 og 20, vurderes som værende de vigtigste nøgletal til vurdering af rentabiliteten og en investerings fordelagtighed. EVA giver information om de historiske resultater hvad angår evnen til at skabe værdi i form af økonomisk merafkast. Beregningen af EVA er hensigtsmæssig, idet den beskriver værdiskabelsen i forhold til det vægtede afkastkrav (WACC) og ikke kun det regnskabsmæssige overskud. ROE angiver den værdiskabende del, der tilfalder ejerne. ROE udtrykker den udvikling i egenkapitalens værdi, som har fundet sted i perioden fra ultimo til primo, som resultat af virksomhedens resultatskabende aktiviteter.

Som det ses på ovenstående figure 19 og 20 indeholder EVA og ROE flere af de samme komponenter. Idet flere af nøgletallene sammen forklarer udviklingen i EVA og ROE, vil det enkelte nøgletal blive gennemgået og analyseret, for så til sidst at blive sammenfattet i en delkonklusion. Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i de offentliggjorte årsregnskaber for perioden 2006/2007-2010/2011. Selve nøgletalsanalysen forudsætter en reformulering, hvorfor reformuleringen er foretaget af resultatopgørelsen og balancen. Reformuleringen er vist nedenfor i en opsætning, som er opstillet til det analytiske formål. Virksomhedens originale resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse er vedlagt som bilag 4, 5 og 6.

Det analytiske regnskab indeholder en reformulering af virksomhedens balance og resultatopgørelse. Den analytiske balance opdeler virksomhedens oprindelige balance, så driftsrelaterede regnskabsposter figurerer som aktiver, og finansieringsrelaterede regnskabsposter figurerer som passiver. Disse korrektioner er nødvendige, da årsregnskabsloven foreskriver klassificeringer, som ikke nødvendigvis afspejler resultatet af den underliggende drift. I forhold til et retvisende informationsniveau er der poster i årsregnskaber, hvor man kan argumentere for eller imod, hvorvidt de er drift eller finansierings relaterede.

Figur 21 - Analytisk balance

Analytisk balance					
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiver					
Varebeholdning	694,3	801,4	593,3	563,6	563,0
Tilgodehavender fra salg	733,8	593,0	407,9	417,9	365,2
Andre tilgodehavender	65,5	78,6	54,7	50,3	39,3
Driftsaktiver	1.493,6	1.473,0	1.055,9	1.031,8	967,5
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-213,7	-216,0	-188,3	-259,4	-199,8
Hensatte forpligtelser	-97,0	-77,3	-78,1	-78,2	-81,5
Periodeafgrænsningsposter	-75,1	-53,4	6,2	15,9	0,0
Gæld til associerede virksomheder	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Anden gæld	-356,2	-320,0	-324,6	-289,9	-303,9
Driftsforpligtelser	-742,0	-668,5	-584,8	-611,6	-585,2
Arbejdskapital	751,6	804,5	471,1	420,2	382,3
Investerings ejendomme	56,4	52,8	49,1	45,4	42,7
Grunde og bygninger	252,1	274,4	269,9	240,9	227,8
Produktionsanlæg og maskiner	203,8	221,8	229,5	209,4	164,0
Hensatte forpligtelser	-33,3	-46,0	-65,7	-52,7	-56,4
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	70,7	50,0	48,4	34,9	31,3
Pensioner	-9,7	-9,5	-7,0	-7,8	-9,0
Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger	116,2	112,5	145,4	154,5	322,0
Indretning af lejede lokaler	29,1	28,7	32,2	23,2	15,6
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger	62,2	80,8	25,5	18,7	69,1
Investeret kapital (eksl. goodwill)	1.499,1	1.570,0	1.198,4	1.086,7	1.189,4
Selskabsskat	-122,3	-66,3	-21,2	-20,0	-21,7
Udskudt skatteaktiv	21,2	22,7	104,9	140,4	144,1
Goodwill	44,8	44,8	44,8	44,7	44,8
Erhvervede rettigheder	44,4	41,1	50,8	46,0	37,7
Færdiggjorte udviklingsprojekter	244,6	218,8	200,6	249,1	191,7
Investeret kapital (inkl. goodwill)	232,7	261,1	379,9	460,2	396,6
Likvide beholdninger	196,4	107,1	258,1	253,6	189,1
Investeret kapital	1.928,2	1.938,2	1.836,4	1.800,5	1.775,1
Analytisk balance					
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Passiver					
Kapitalandele i associerede selskaber	-15,8	-6,3	-9,5	-5,3	-5,7
Andre finansielle tilgodehavender	-88,2	-52,0	-60,4	-41,4	-40,1
Udskudt skat	67,8	64,2	4,8	6,2	8,1
Realkreditinsitutter (langfristet)	93,4	235,7	230,3	225,8	219,5
Kreditinsitutter (langfristet)	97,1	101,1	95,7	52,8	0,0
Øvrige langfristede forpligtelser	6,1	6,6	6,7	6,9	0,9
Realkreditinsitutter (kortfristet)	14,0	8,5	6,5	4,6	6,4
Kreditinsitutter (kortfristet)	32,4	42,9	32,6	42,8	0,0
Kassekreditter	39,5	53,7	13,0	11,9	47,7
NRBG	246,3	454,4	319,7	304,3	236,8
Aktiekapital	120,8	120,8	362,4	362,4	362,4
Indbetalt overkurs	14,6	14,6	232,1	232,1	0,0
Reserve for valutakursregulering	-17,3	-42,9	-39,6	13,1	25,1
Reserve vedr. sikring af pengestrømme	0,1	0,0	-1,0	-5,0	-10,9
Overført resultat	1.557,7	1.379,2	960,5	892,1	1.161,1
Minoritetsinteresser	6,0	12,1	2,3	1,5	0,6
Egenkapital i alt	1.681,9	1.483,8	1.516,7	1.496,2	1.538,3
Investeret kapital	1.928,2	1.938,2	1.836,4	1.800,5	1.775,1

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Reformuleringen af virksomhedens balance angiver virksomhedens samlede investerede kapital. Dekomponeringen af denne er informativ hvad angår aktiver og passiver. For aktiverne bliver det klarlagt, hvordan samspillet mellem virksomhedens driftsaktiver og driftsforpligtelser udgør arbejdskapitalen. Passiverne bliver delt op i virksomhedens egenkapital og nettorentebærende gæld. Opdelingen mellem egenkapital og nettorentebærende gæld er interessant, idet det bliver belyst, hvor meget virksomheden har som gældsætning.

Figur 22 - Analytisk resultatopgørelse

Analytisk resultatopgørelse					
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	4.375,7	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9
Produktionsomkostninger	-2.232,4	-2.080,7	-1.573,9	-1.574,8	-1.628,9
Bruttoresultat	2.143,3	2.011,3	1.215,6	1.186,7	1.238,0
Udviklingsomkostninger	-342,6	-381,8	-308,9	-211,4	-172,7
Distributions- og marketingomkostninger	-895,9	-988,0	-914,6	-694,6	-647,7
Administrationsomkostninger mv.	-125,9	-147,6	-101,5	-82,4	-118,2
Omstruktureringsomkostninger	0,0	0,0	-100,4	0,0	0,0
Andre driftsindtægter	0,0	0,0	0,0	13,3	0,0
EBITDA	778,9	493,9	-209,8	211,6	299,4
Immaterielle afskrivninger på langfristede aktiver	115,6	156,1	150,2	121,5	124,9
Materielle afskrivninger på langfristede aktiver	126,5	139,5	131,3	120,2	105,3
Nedskrivninger på materielle langfristede aktiver	3,0	0,0	0,5	0,0	6,7
Nedskrivninger på investeringsejendomme	3,8	3,6	3,7	3,7	2,7
EBIT	530,0	194,7	-495,5	-33,8	59,8
Skat af årets resultat af primær drift	-153,5	-52,4	132,8	11,4	-18,0
NOPAT	376,5	142,3	-362,7	-22,4	41,8

Kilde: Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Reformuleringen af resultatopgørelsen omhandler en korrektion og indgående skildre de forskellige omkostninger. For et bedre overblik bliver afskrivninger og nedskrivninger udtaget og vist separat, hvilket er med til at øge informationsniveauet. Derudover bliver der ved reformuleringen korrigeret for evt. ”slørende” elementer, så den faktiske værdiskabelse kan aflæses. Den analytiske resultatopgørelse bliver derfor korrigeret, så NOPAT⁶⁵ optræder. NOPAT angiver den reelle værdiskabelse, da EBIT⁶⁶ udelukkende bliver korrigeret for den effektive skattesats. Derfor medtages ikke evt. slørende elementer, der optræder under EBIT i den originale resultatopgørelse.

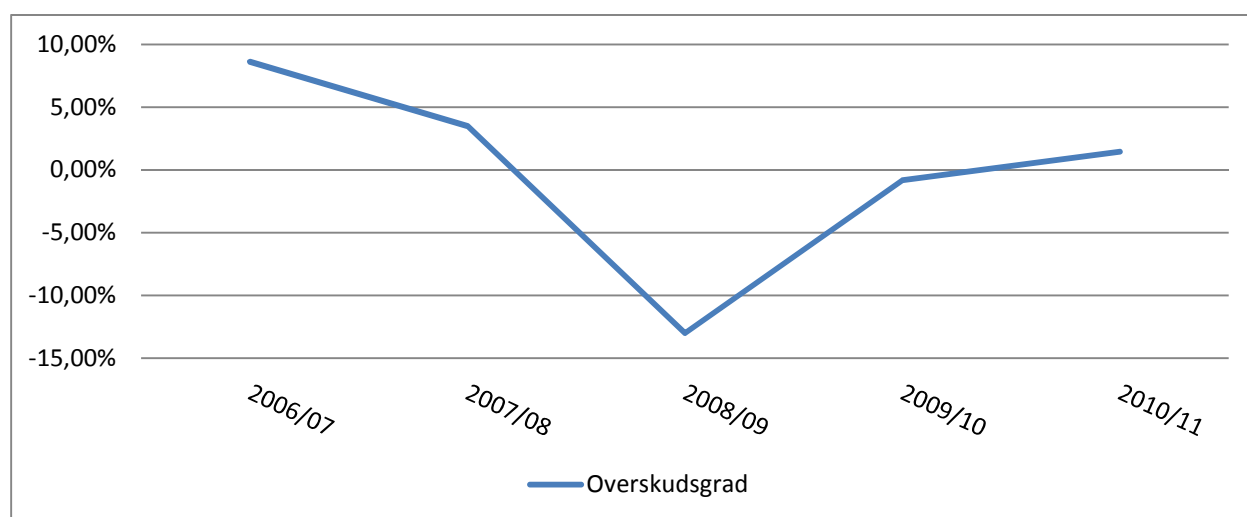
4.7.1 Overskudsgrad (OG)

Overskudsgraden beskriver indtægt- og omkostningsforholdet og udtrykker i procent driftsresultatet per omsat krone. Overskudsgraden for de enkelte år, som er vist i nedenstående figur, bliver udregnet på baggrund af følgende formel.

$$\text{Overskudsgrad (OG)} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Omsætning}} \times 100$$

Ovenstående formel er en modificeret udgave af overskudsgraden, da den oprindelige udgave har EBIT i tælleren. Den modificerede udgave er valgt, da NOPAT angiver virksomhedens faktiske driftsresultat og samtidig er en efter skat betragtning. Især efter skat betragtningen er vigtig, da den angiver det mest retvisende billede, idet virksomheden skal betale skat.

Figur 23 - Overskudsgrad



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Som det ses på ovenstående graf, har B&O været hårdt ramt af finanskrisen og afledte effekter af denne. Inden krisen ramte, havde B&O en overskudsgrad på 8,5%, men som krisen tog til i omfang, faldt overskudsgraden ned til -13%. Herefter har B&O fået vendt den meget negative tendens til at opnå en overskudsgrad for den seneste aflagte regnskab på ca. 1,5%. Årsagen til den negative udvikling skyldes primært et kraftigt fald i omsætningen, samtidig med at B&O har haft høje faste omkostninger, som ikke kan ændres på kort sigt. I forbindelse med opgørelsen af overskudsgraden er der blevet udarbejdet en trendanalyse for perioden, som er vedlagt som bilag 7, hvor udvikling i hhv. NOPAT og omsætning kan spores.

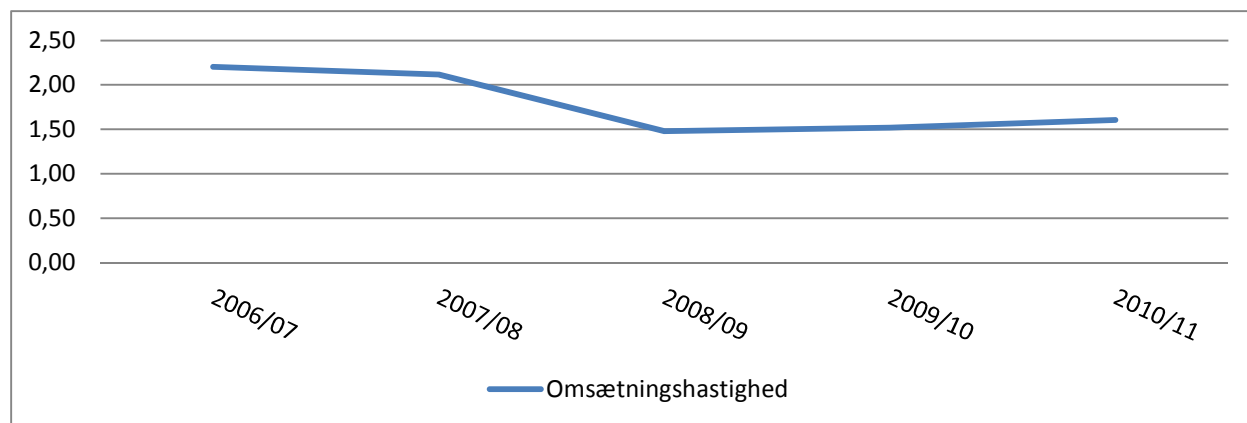
4.7.2 Omsætningshastighed (OH)

Omsætningshastigheden udtrykker virksomhedens evne til at tilpasse investeret kapital til et givet niveau for omsætningen. Omsætningshastigheden for de enkelte år, som er vist i nedenstående figur, bliver udregnet på baggrund af følgende formel.

$$\text{Omsætningshastighed(AOH)} = \frac{\text{Omsætning}}{\text{Gennemsnitlig Investeret Kapital}} \times 100$$

En høj omsætningshastighed bidrager til aktionærværdi, idet kapitalbindingen reduceres og dermed frigiver likviditet. Udviklingen for omsætningen blev gennemgået i afsnit 4.7.2 i forbindelse med opgørelsen af overskudsgraden. Elementerne, som er indeholdt i den investeret kapital, blev gennemgået ved opgørelsen af den analytiske balance i afsnit 4.7.

Figur 24 - Omsætningshastighed



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Som det ses på ovenstående figur, havde B&O inden finanskrisen en omsætningshastighed på 2,2. Desværre har udviklingen været faldende, og B&O har ved det seneste aflagte regnskab en omsætningshastighed på 1,6. Denne reduktion svarer til, at kapitalbindingen er steget med 62 dage. Stigningen kan henføres til den faldende omsætning for perioden. Den negative udvikling i omsætningshastigheden skyldes, at B&O ikke har været i stand til at reducere kapitalbindingerne i takt med, at omsætningen er faldet. I den analyserede periode, hvor omsætningen er faldet med 34%, er den investeret kapital forblevet på en konstant niveau. Ved nærmere undersøgelse af den investerede kapital, er der udarbejdet en common-size analyse, vedlagt som bilag 8, med fokus på de enkelte balanceposters bidrag til den samlede kapitalbinding. Udviklingen i virksomhedens håndtering af arbejdskapitalen er yderst interessant, da dette giver et godt billede af virksomhedens håndtering af den underliggende drift.

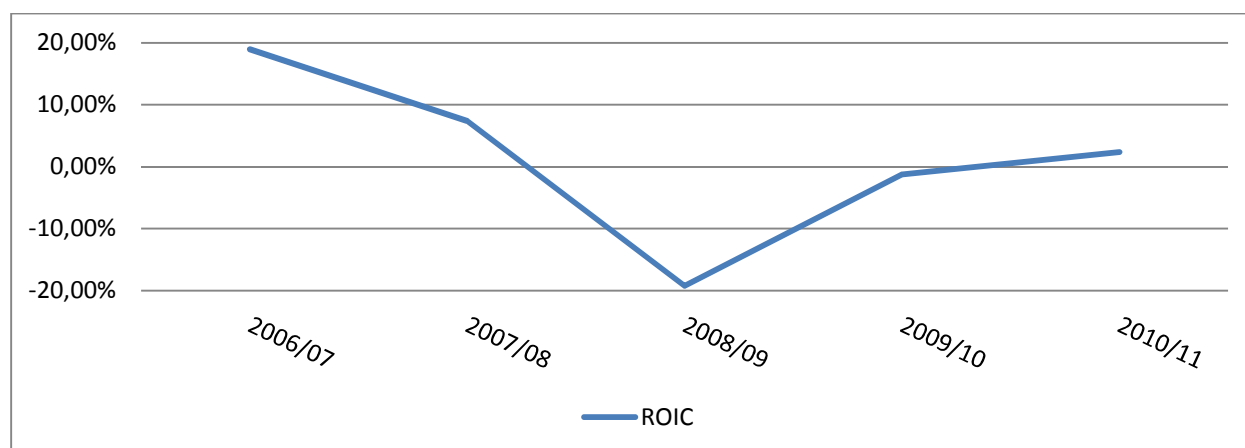
4.7.3 Afkastningsgrad (ROIC)

Afkastningsgraden udtrykker en virksomheds forretning af den investeret capital. Nøgletallet betragtes af mange som værende det overordende mål for rentabiliteten, samtidig med at det også anses for det vigtigste hvad angår værdiansættelser, da det netop angiver virksomhedens evne til at skabe aktionørværdi. Afkastningsgraden for de enkelte år, som er vist i nedenstående figur, bliver udregnet på baggrund af følgende formel.

$$\text{Afkastningsgrad (AG/ROIC)} = \text{OG} \times \text{OH} \Leftrightarrow \frac{\text{NOPAT}}{\text{Gennemsnitlig Investeret Kapital}} \times 100$$

En høj afkastningsgrad er ensbetydende større værdiskabelse i virksomheden. Den øgede værdiskabelse er med til at øge virksomhedens attraktivitet for mulige investorer. Nøgletallet kan dog ikke analyseres alene, da det indeholder både overskudsgrad og omsætningshastighed, og derfor bør disse medgå i analysen for at kunne sikre en retvisende billede af virksomhedens rentabilitet.

Figur 25 - Afkastningsgrad



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Teorien foreskriver at virksomheder som er investeringstunge, har høje overskudsgrader men derimod lave omsætningshastigheder. Da B&O er en investeringstung virksomhed, er det helt i overstemmelse med teorien at de har været i stand til at kunne genere så høj afkastningsgrad som det var tilfældet før krisen. Da afkastningsgraden er et produkt af overskudsgrad og omsætningshastighed, ses det tydeligt hvilket effekt faldet i omsætningen og den manglende evne til at kunne tilpasse omkostningerne, har haft på udviklingen af afkastningsgraden.

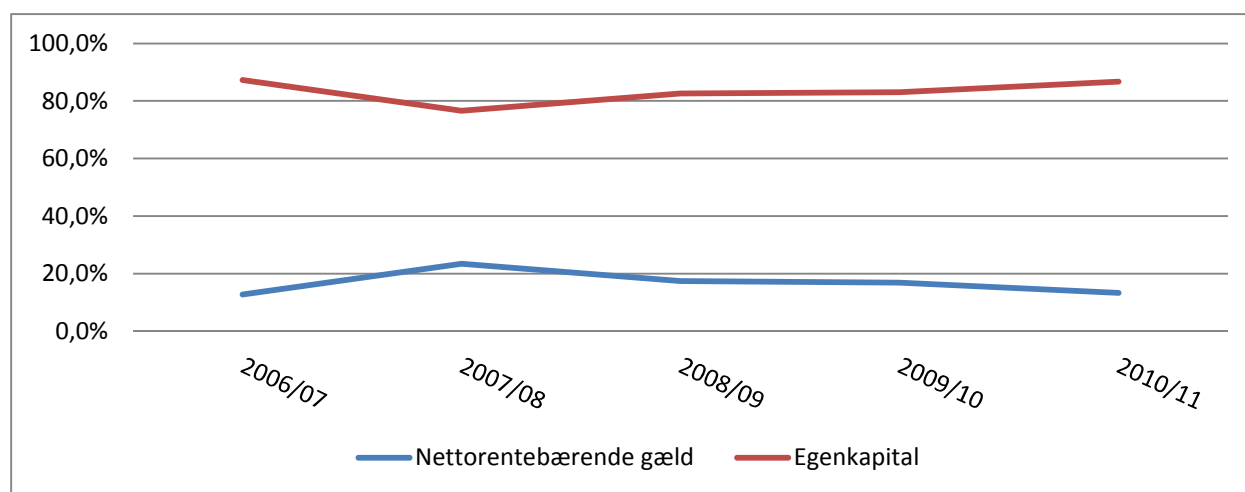
4.7.4 Finansiell gearing (FG)

Finansiell gearing udtrykker forholdet mellem virksomhedens andel af egenkapital og andel af fremmedkapital. Andelen af fremmedkapital er udtrykt ved hjælp af netto rentebærende gæld, da virksomhedens reelle forpligtelser skal korrigeres for virksomhedens finansielle tilgodehavender. Den finansielle gearing for de enkelte år, som er vist i nedenstående figur, bliver udregnet på baggrund af følgende formel:

$$\text{Finansiell Gearing (FG)} = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{Egenkapital}}$$

Virksomhedens nettorentebærende gæld opgøres som forskellen mellem den rentebærende gæld og de rentebærende aktiver. Den nettorentebærende gæld er opgjort i forbindelse med opgørelsen af den analytiske balance, se afsnit 4.7. Udviklingen i den historiske finansielle gearing er illustreret nedenfor.

Figur 26 - Finansiell gearing



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Som det ses på ovenstående figur så har B&O historisk benyttet sig af en høj egenkapitalfinansiering. Historisk har fremmedkapitalen aldrig været højere end 23%. Tidligere har B&O meldt ud at de ønskede en fordeling som lå på 50/50⁶⁷, men med de udfordringer som B&O står overfor i øjeblikket er tidligere økonomiske målsætninger for den finansielle gearing og selvfinansierungsgrad blevet forkastet⁶⁸. I stedet satser B&O på at skabe en sund forretning med fokus på det kortsigtede kapitalberedskab, som skal kunne absorbere de økonomiske udfordringer som ligger forude for B&O samt understøtte den nye strategiplan.

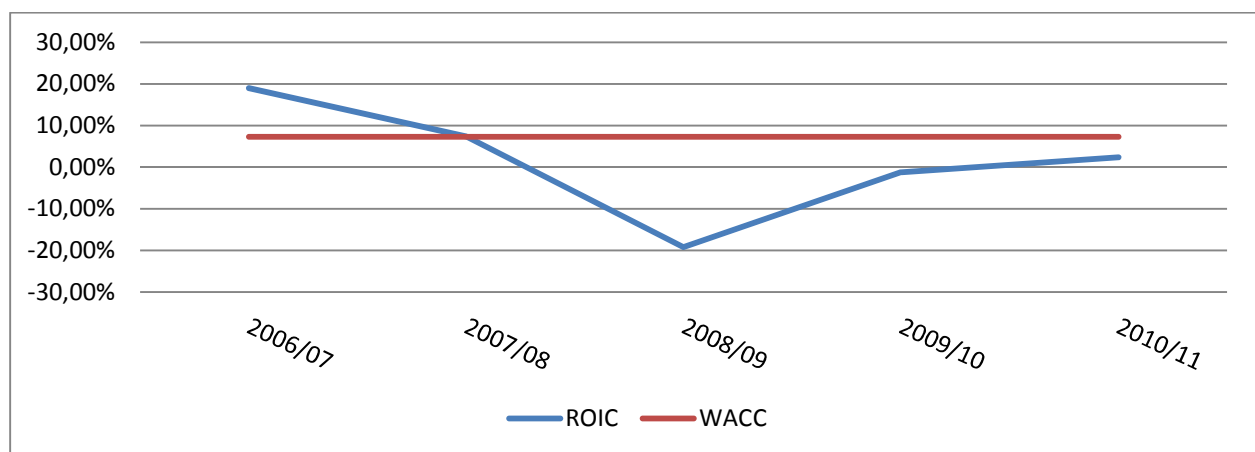
4.7.5 Economic value added (EVA)

EVA udtrykker virksomhedens evne til at skabe merværdi, dvs. en værdi der overstiger virksomhedens afkastkrav. EVA for de enkelte år bliver udregnet på baggrund af følgende formel.

$$\text{Merafkast (EVA)} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Gns. Investeret Kapital}$$

Evnen til at skabe et afkast, der overstiger afkastkravet fra investorerne, indikerer en sund underliggende drift. Så længe at ROIC er lig med eller større end WACC'en, så er en investering i det underliggende attraktiv ud fra et fundamentalprincip.

Figur 27 - Economic Value Added



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

B&O havde inden finanskrisen været i stand til at genere et positivt "spread" mellem den faktiske værdiskabelse og afkastkrav. Niveau og udviklingen understøtter at B&O er en virksomhed med udfordringer foran sig. Som tidligere beskrevet i afsnit 4.1, så er det observerede "spread" i den analyserede periode ikke skabt på baggrund af transitoriske poster. Ved vurderingen af EVA er det vigtigt at vurdere og analysere de enkelte komponenter i ovenstående formel. Evnen til at skabe værdi skal sammenholdes med det vægtede afkastkrav (WACC). En positiv EVA vil udtrykke at virksomheden har været i stand til at skabe en merværdi, hvorimod en negativ EVA er ensbetydende med at virksomheden har destrueret værdi. Udviklingen i EVA forklares ved at sammenholde det vægtede afkastkrav (WACC) med afkastkravet på den investerede kapital (ROIC). Tidligere dekomponering skaber overblik og forståelse for udviklingen og niveauerne, samt bidrager til forståelse af den historiske udvikling, og giver samtidig en indikation af hvordan den fremtidige udvikling vil blive.

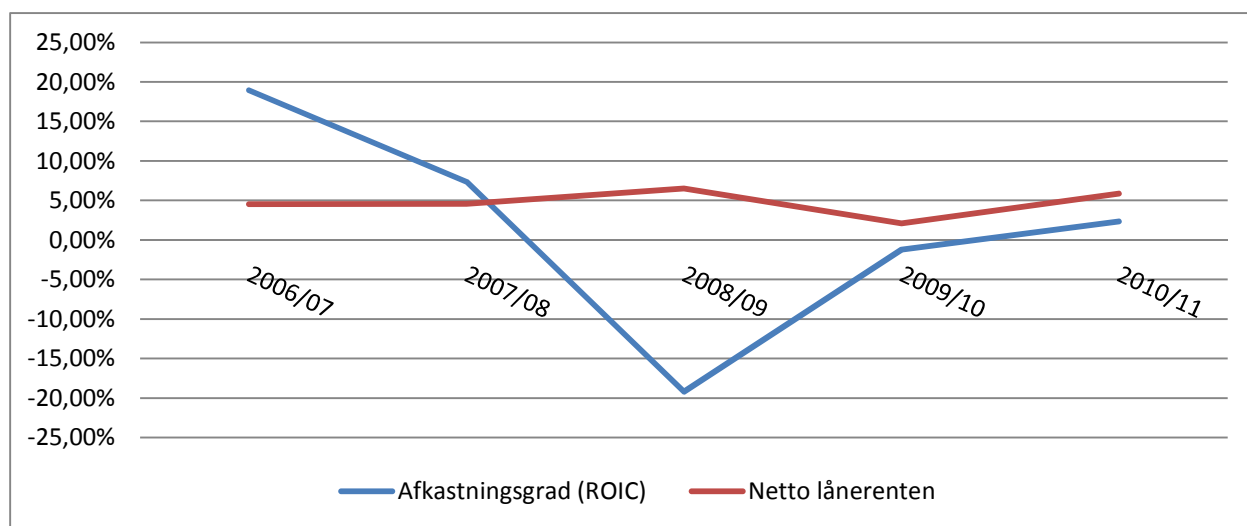
4.7.6 Spread

Spreadet defineres som forskellen mellem afkastningsgraden og nettelånerenten for virksomheden. Spreadet bliver udregnet på baggrund af nedenstående formel:

$$\text{Spread} = \text{ROIC} - r = \text{ROIC} - \frac{\text{Netto Finansielle Omkostninger efter skat}}{\text{Netto Rentebærende Gæld}}$$

Er denne forskel positiv, udtrykker det at virksomheden tjener penge på at have gæld, og derfor får virksomheden et større afkast (ROIC) ved at investere i driftsaktiver end de netto skal betale for at låne pengene (r).

Figur 28 - SPREAD



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Som det ses på ovenstående figur, så har B&O kun været i stand til at skabe et positiv SPREAD de to første år. Netto lånerenten har i perioden været forholdsvis konstant, hvorimod afkastningsgraden, se afsnit 4.7.3, har haft en stor negativ indflydelse på SPREAD i det år hvor finanskrisen var på sit højeste. Som ovenstående resultat viser, så taber B&O penge på at have gæld.

4.7.7 Egenkapitalsforretningen (ROE)

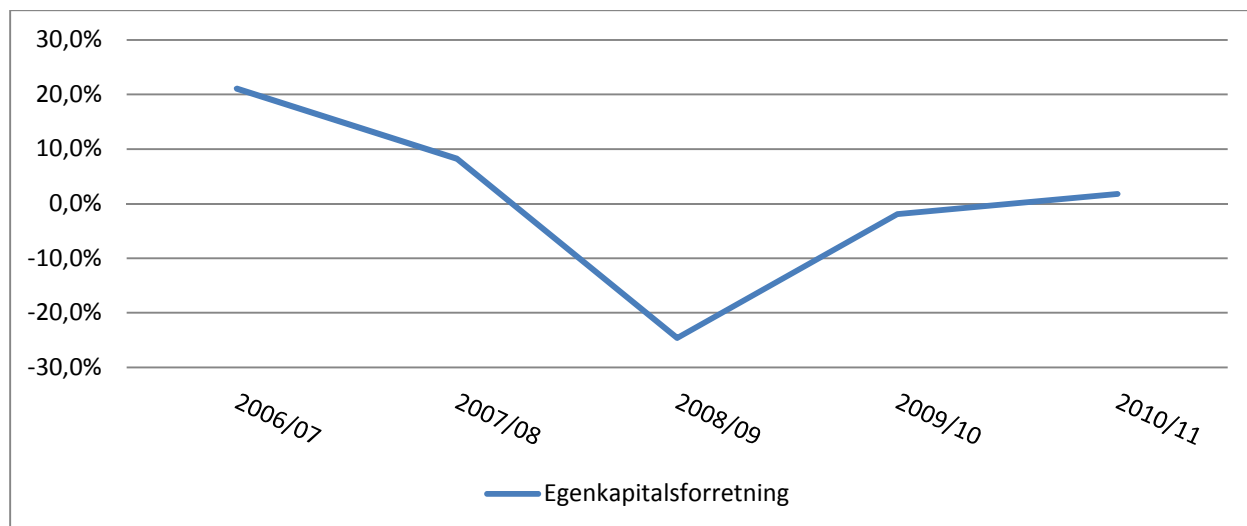
Egenkapitalforrentningen (ROE) udtrykker ejernes afkast af deres investering i virksomheden. ROE beregnes på baggrund af nedenstående formel.

$$\text{Egenkapitalforrentning (ROE)} = \text{ROIC} + \text{SPREAD} \times \text{Finansiel Gearing}$$

Følgende elementer påvirker virksomhedens egenkapitalforrentning:

- EBIT
- Netto lånerenten efter skat
- Finansiel gearing

Figur 29 - Egenkapitalforrentning



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Som det ses på ovenstående figur så har den finansielle krise haft en meget kraftig indflydelse på virksomhedens egenkapitalsforrentning. Fra 2006/07 til 2008/09 er B&O gået fra at have en egenkapitalsforretning på over 20% til ca. -25%. Herefter har de dog været i stand til at få vendt den negative tendens, men fra 2008 til 2010 har de destrueret værdi i stedet for at skabe, hvilket ikke er tilfredsstillende for aktionærerne. Den primære årsag til den negative trend skal findes i udviklingen i omsætningen. Som beskrevet i afsnit 4.7.4 og 4.7.6, så har den finansielle gearing og netto lånerenten været forholdsvis konstante, hvorved det ses at deres indflydelse på egenkapital forretningen i perioden kun har været marginal.

4.8 Delkonklusion

De foregående afsnit har behandlet to af de væsentlige forhold i forbindelse med vurdering af en virksomheds investeringspotentiale, opgørelse af investors afkastkrav (jf. CAPM) og virksomhedens evne til at skabe værdi, se afsnit 4.7.3 og 4.7.5.

For at kunne beregne investorernes afkastkrav, er beta for B&O blevet udregnet ved hjælp af daglige og månedlige ændringer i aktiekursen for B&O samt et indeks. I forbindelse med opgørelsen blev der benyttet flere forskellige indekser, og resultatet blev en beta på 1,53 hvilket kun er en smule højere end de 1,41 som Reuters⁶⁹ har opgjort den til. Ud fra beregninger blev investorernes afkastkrav (r_e) opgjort til 9,06%, mens det vægtede gennemsnitlige afkastkrav (WACC) blev 7,8%. Opgørelsen af de to forrige nøgletal har givet anledning til nogle vigtige pointer, som er af afgørende betydning for den senere værdiansættelse. Den første vigtige pointe er niveauet for den risikofrie rente på skæringsdatoen 31.12.2011, hvor den var 1,58%, hvilket medfører at både r_e og WACC er forholdsvis lave. De lave nøgletal vil øge værdien af virksomheden ved brugen af de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller. Ved opgørelsen af WACC blev der sat nogle subjektive fremtidsmaal for forholdet mellem gæld og egenkapital. Ved offentliggørelsen af den forrige strategi⁷⁰ blev der fremlagt et ønske om at få en kapitalstruktur på 50% egenkapital og 50% gæld. Den ændrede kapitalstruktur set fra en økonomisk betragtning kunne være en god idé, da en øget gældsætning kunne bidrage til den samlede værdiskabelse. Det mål er blevet fjernet i forbindelse med den seneste strategi, hvor fokus ligger på at skabe en sund og stærk virksomhed. Med udgangspunkt i hvordan forholdet har udviklet sig over tid, og med et ønske om at nedbringe det store spænd mellem gæld og egenkapital, antages det for sandsynligt at det fremtidige forhold vil blive på 80% egenkapital og 20% gæld.

I forbindelse med analyse af virksomhedens rentabilitet, er der blevet påvist nogle vigtige forhold, som spiller en stor rolle for den efterfølgende værdiansættelse. Året inden krisen for alvor indtræffer, ses det at B&O har været i stand til i det år at skabe et positivt merafkast (EVA) samt en positiv forrentning af egenkapitalen (ROE). Specielt den positive værdi målt på EVA viser at B&O ikke kun har været i stand til at skabe regnskabsmæssigt overskud men også økonomisk. Krisens effekt ses dog tydeligt på de to nøgletal for den resterende analyserede periode. EVA falder kraftigt året efter for så at blive negativt i resten af de analyserede periode, hvilket vil sige at B&O har destrueret værdi fra 2007/08 og frem. ROE har i samme periode

stortset opført sig identisk. I 2007/08 falder den kraftigt for så at blive negativ de to næste regnskabsperioder, for så til sidst at blive positiv med ca. 2%. Destruktionen af værdi ses også hvis man kigger på nøgletallet SPREAD, hvor afkastgraden udvikler sig negativ for at peake negativ i 2008/09, for så at stige til næsten 0% og ende i et lille plus. Udviklingen i SPREAD viser meget godt hvilke udfordringer B&O står overfor og konsekvenserne hvis de ikke er i stand til at performe som tidligere. Ved yderlig gennemgang af virksomhedens rentabilitet, ses det at væksten bygger på kvalitet i den underliggende drift og ikke realiseret på baggrund af transitoriske poster. Dette blev klart ved gennemgang af regnskabskvaliteten, hvor den største transitoriske post var salget af Medicom på 12 mio. kr., men da balancen på daværende tidspunkt var på 2,8 mia. kr. faldt den under væsentlighedsgrænsen, hvorfor der ikke er blevet korrigeret for den ved opgørelsen af nøgletal. I analysen af nøgletallene afsløres det hvilke udfordringer som B&O står overfor. I den analyserede periode ses det hvordan både overskudsgraden og omsætningshastigheden er faldende, hvilket til dels skyldes den finansielle krise, men også evnen til at tilpasse virksomheden til de skiftende tider spiller også en stor rolle. Den manglende tilpasning ses også tydeligt i forbindelse med opgørelsen af trendanalysen og common-size vedlagt, se bilag 7 og 8, som illustrere den negative udvikling i nogle af virksomhedens vigtige regnskabsposter samt den manglende tilpasning. For det første ses det at omsætningen ligger, for det seneste aflagte regnskab, på indeks 66 hvorimod produktionomkostninger ligger på indeks 73. For det andet ses det at EBIT er på indeks 11, og at EBIT var negativ i både 2008/09 og 2009/10.

En anden vigtig pointe i forhold til virksomhedens værdiskabelse er strategien. B&O fremlagde en ny strategi, hvor to af delmålene var en omsætning i intervallet 8-10 mia. kr. samt en EBIT margin på over 12% som den var før den finansielle krise. Med den nye strategi vil B&O fremadrette øge fokus på de produkter med høj vækst, såsom Automotive og ICEpower. Dertil kommer et øget fokus på deres kerneforretning audio og video. Samtidig vil deres nye fokus være på at nedbringe omkostninger, samtidig med at de vil øge effektiviteten. Den øgede effektivitet ville resultere i nye og flere produkter på markedet, hvilket vil øge omsætningen. Denne nye tilgang og øgede fokus vil have en positiv effekt på ovenstående nøgletal og den samlede rentabilitet for B&O.

Kapitel 5 - Budgettering

I dette afsnit af afhandlingen vil budgettet for den fremtidige drift blive foretaget. Udgangspunktet for budgetteringen vil være den strategiske analyse samt den finansielle. Afsnittet vil også indeholde overvejelser omkring budgetteringsmetode samt identifikation af strategiske såvel som finansielle valuedrivers.

5.1 Valg af budgetteringsmetode

Valg af budgetteringsmetode er meget afgørende for den senere værdiansættelse, da det er kvaliteten af budgettet som sikrer en retvisende og valid værdiansættelse. Litteraturen foreskriver særligt to metoder til værdiansættelse. Den første metode bygger på en estimering af hver enkelt regnskabspost. Den anden metode bygger på et aggregeret basis i forhold til en valuedrivers.

Den første metode er den mest præcise af de to, men den er også den mest omfattende, da den kræver indsigt i hele transaktionskæden og store mængder af data. Såfremt det er muligt at fremskaffe dette, så vil der opnås en høj grad af præcision i budgetteringen. For at kunne budgettere på denne måde kræver det at man får stillet interne data til rådighed. Såfremt dette ikke er muligt, vil det kun være muligt at budgettere inden for en kort årrække.

Den anden metode taler for en budgettering på aggregeret basis i forhold til valuedrivere. I stedet for at behandle hver enkelt regnskabspost separat, så bliver elementerne i regnskabet behandlet på et totalniveau. Disse valuedrivere er specifikke for den enkelte regnskabspost, og kan både være ekstern og intern givet, alt afhængig hvilken regnskabspost der er tale om.

På grund af den manglende adgang til interne data, så er den første metode blevet fravalgt, hvorfor den fremtidige budgettering vil tage udgangspunkt i den anden metode. Selvom detaljeringsgraden ikke er lige så høj som ved den første metode, så foreskriver litteraturen, at præcisionen og kvaliteten af budgetteringen fortsat vil være på et højt niveau.

5.2 Strategisk valuedriver

Til budgettering af de strategiske valuedriver, vil jeg tage udgangspunkt i de elementer som er blevet analyseret og vurderet i den strategiske analyse. Nedenstående figur angiver de enkelte elementer samt deres påvirkning på virksomhedens regnskab.

Figur 30 - Strategiske valuedrivere og deres indvirkning på virksomheden

Strategiske faktorer				Påvirker virksomheden	
Nr.	Type	Nr.	Type	Nr.	Type
1	Politiske	7	Leverandører	1-12	Omsætning
2	Sociokulturelle	8	Konkurrenceintensitet	1,4,7	Omkostninger
3	Økonomiske	9	Styrker	4,5,7	Balance
4	Teknologiske	10	Svagheder		
5	Købere	11	Muligheder		
6	Substitutter	12	Trusler		

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses på ovenstående figur så influere samtlige strategiske faktorer på omsætning for B&O. Ved gennemgangen af de strategiske faktorer, var der ikke umiddelbart nogle indikationer på ændringer i ovenstående faktorer. Selvom der ikke umiddelbart ses nogle store ændringer i de strategiske faktorer, så vil en fejlvurdering kunne medføre en misvisende værdi i forbindelse med den senere værdiansættelse.

Derfor vil der senere blive foretaget scenarieanalyser i forbindelse med værdiansættelse af B&O, hvor de ovenfor anførte strategiske valuedrivere i to af scenarierne vil blive reguleret ud fra beregninger i ovenstående figur 30, se afsnit afsnit 6.1. Omsætningen er dog ikke den eneste komponent som er påvirket af ovenstående faktorer. Derfor vil der også vil blive foretaget estimer og antagelser for dem, for at kunne afspejle den fremtidige udvikling i de senere scenarieanalyser, se afsnit 6.1.

Da der er mange faktorer som påvirker omsætningen, er det vigtigt at forholde sig til hvordan budgetteringen af omsætningen på den mest retvisende og hensigtsmæssige måde. Derfor er forskellige muligheder for budgetteringen af omsætningen opstillet nedenfor.

Figur 31 - Forskellige budgetteringsmuligheder

Produktkategori		Forretningsområde	
Video	<u>Omsætning</u>	Brand-understøttet forretning	<u>Omsætning</u>
Højtalere		Brand-uafhængig forretning	
Audio		Koncernintern omsætning	
Telefoner			
Reservedele, tilbehør mv.			
Automotive			
Virksomhed		Geografi	
Bang & Olufsen Operations A/S	<u>Omsætning</u>	Danmark	<u>Omsætning</u>
Bang & Olufsen s.r.o. (100%)		Øvrige skandinavien	
Bang & Olufsen OÜ BO-Soft		Centraleuropa	
Bang & Olufsen ICEpower A/S		Øvrige Europa	
Bang & Olufsen GPS Taiwan		Nordamerika	
		Asien	
	Øvrige verden		

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2010 – 31.05.2011

De ovenstående identificerede budgetteringsmetoder vil nedenfor blive gennemgået og anvendeligheden vurderet. For at kunne vælge den ”rigtige” budgetteringsmetode, er der følgende elementer som der vil blive taget højde for.

- Valuedriverne skal kunne forklare den fremtidig udvikling
- Tilstrækkelig med data til rådighed
- Indsigt i valuedrivere

Produktkategori: Den mest ideelle budgetteringsmetode er på produktkategori, da denne vil give det mest retvisende billede. Metoden forudsætter dog et kendskab til indtægts og omkostningsforhold målt på produktkategori og geografisk salg. Problemet er her at B&O kun i de sidste 3 år har opstillet salg fordelt på produktkategori og fordelt geografisk. Derudover har det heller ikke været muligt at få indsigt i indtægts og omkostningsforholdet i B&O fordelt på produkterne samt hvordan de trækker på ressourcerne. Derfor er vurderingen at en budgettering fordelt på produktkategori ikke vil være hensigtsmæssig.

Forretningsområde: En anden mulighed kunne være at budgettere fordelt på forretningsområder. Mængden af data er desværre ikke tilstrækkelig på grund af den manglende historik og information vedr. produkterne i porteføljen. Manglen på historik har også den negative effekt at valuedriveren ikke kan forklare den fremtidige udvikling. Indsigten i de forskellige forretningsområder er ikke tilstrækkelige til at en budgettering vil medføre et retvisende resultat, hvorfor denne budgetteringsmetode ikke findes hensigtsmæssig.

Virksomheden: En tredje mulighed er at budgettere på baggrund af de virksomheder som indgår i koncernen jf. figur 1. Lige som det var tilfældet med at budgettere efter forretningsområder, så er manglen på historisk data et problem. Dette kan også overføres til forklaringsgraden som vil være lav i forhold til at kunne forklare den fremtidige udvikling. Manglen på informativ historisk data medfører en svag indsigt i valuedriveren. Derfor er denne budgetteringsmetode heller ikke fundet hensigtsmæssig.

Geografi: Den mest hensigtsmæssige metode baseret på det tilgængelige materiale er budgettering på det geografiske salg, i forhold til at kunne forudsige det fremdige salg. I den valgte periode 2006-2011 har B&O offentliggjort aggregerede opgørelser fordelt på områder. Da salget kun er opgjort i aggregeret form, er detaljeringsgraden en smule mindre end hvis det fordelt på de forskellige produkter, hvorfor evt. estimer kunne være endnu mere præcise og budgetteringen mere præcis. Udgangspunktet vil dog stadig give et godt bud på det fremtidige salg, da forudsætningerne er betydelige bedre end de foregående metoder. Da B&O har datamateriale for hele perioden bliver indsigten i valuedriveren også god. Dertil kommer som supplement til B&O opgørelser af salget fordelt på land og region, at IMF har lavet estimer for den fremtidige udvikling.

Da B&O er en yderst konjunkturfølsom, giver det mening af benytte ovenstående budgetteringsmetode. For at kunne benytte den angivne BNP-vækst fra IMF, kræves at de historiske opgørelser skal være i stand til at forklare den historiske omsætningsvækst. For at teste dette er der foretaget beregninger for at finde korrelationen mellem væksten i omsætningsvæksten og væksten i BNP. Resultatet af beregningerne er illustreret i nedenstående figur.

Figur 32 - Korrelation mellem omsætnings- og BNP-vækst fordelt på lande

Skandinavien Korrelation		Øvrige Europa Korrelation		Nordamerika Korrelation	
Danmark	0,611	Storbritannien	0,496	USA	0,415
Norge	0,644	Frankrig	0,281		
Sverige	0,113	Spanien	0,659	Asien Korrelation	
Finland	0,184	Portugal	0,705	Japan	0,164
		Italien	0,431	Singapore	-0,053
		Belgien	0,279		
		Holland	0,525	Øvrige verden Korrelation	
Central Europa Korrelation				Egypten	0,518
Tyskland	0,468			Brasilien	-0,029
Schweiz	0,638			Kuwait	0,557
Østrig	0,861			De Forenede emirater	0,707
				Saudi Arabien	0,296

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011, IMF⁷¹ samt egen tilvirkning

Det vurderes ikke muligt at budgettere for den pågældende geografiske omsætningen ved brug af BNP-væksten med mindre den er større end eller lig med 0,40⁷². Hvis korrelationen er mindre end 0,40 så vil budgetteringen tage udgangspunkt i følgende faktorer, som blev identificeret i forbindelse med den strategiske analyse og den finansielle analyse:

- B&O strategiske initiativer
- Det historiske udvikling (trend og niveau)

Materialet til ovenstående analyse mellem nettoomsætning og BNP-vækst fremgår af bilag 11. Som tidligere beskrevet i opgaven så bliver B&Os strategiske initiativer ikke specificeret yderligere jf. årsrapporten 2010/2011. Derfor har jeg set mig nødsaget til at foretage forskellige antagelser omkring den fremtidige udvikling i omsætningen for de følgende lande, hvor korrelationenkoefficienten mellem nettoomsætningen og BNP-vækst er mindre end 0,40.

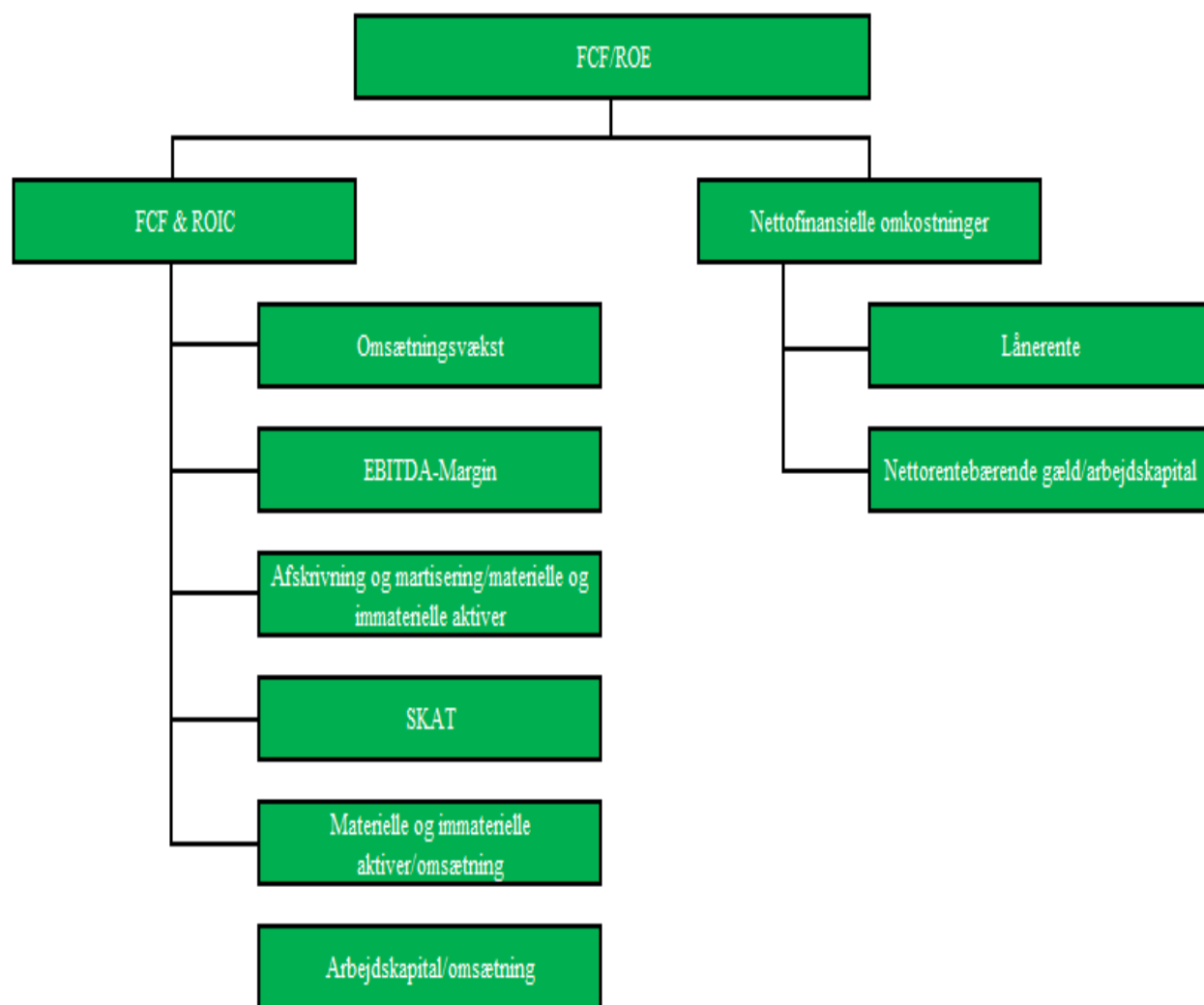
Det drejer sig om følgende lande: Sverige, Finland, Frankrig, Belgien, Japan, Singapore, Brasilien og Saudi Arabien. Kun Frankrig har en geografisk omsætning som udgør over 5% af B&Os samlede omsætning. Den valgte perioden for budgetteringen er fem år, og den forventede terminalvækst sættes til 2%

5.3 Finansiell valuedriver

De finansielle valuedrivere angiver de variabler, der sammen med virksomhedens underliggende drift giver virksomhedens finansielle performance.

Hvor de strategiske valuedrivere er virksomhedsspecifikke, så viser et økonomisk studie udarbejdet af Thomas Plenborg og Christian V. Petersen, at man kan budgettere den fremtidige udvikling ved hjælp af en række udvalgte regnskabsposter⁷³. Tidligere har litteraturen foreskrevet at afkastningsgraden (ROIC) var det vigtigste element til budgettering, men ovenstående studie har vist, at man kan budgettere de finansielle valuedrivere ud fra nedenstående figur.

Figur 33 - Finansielle valuedrivere

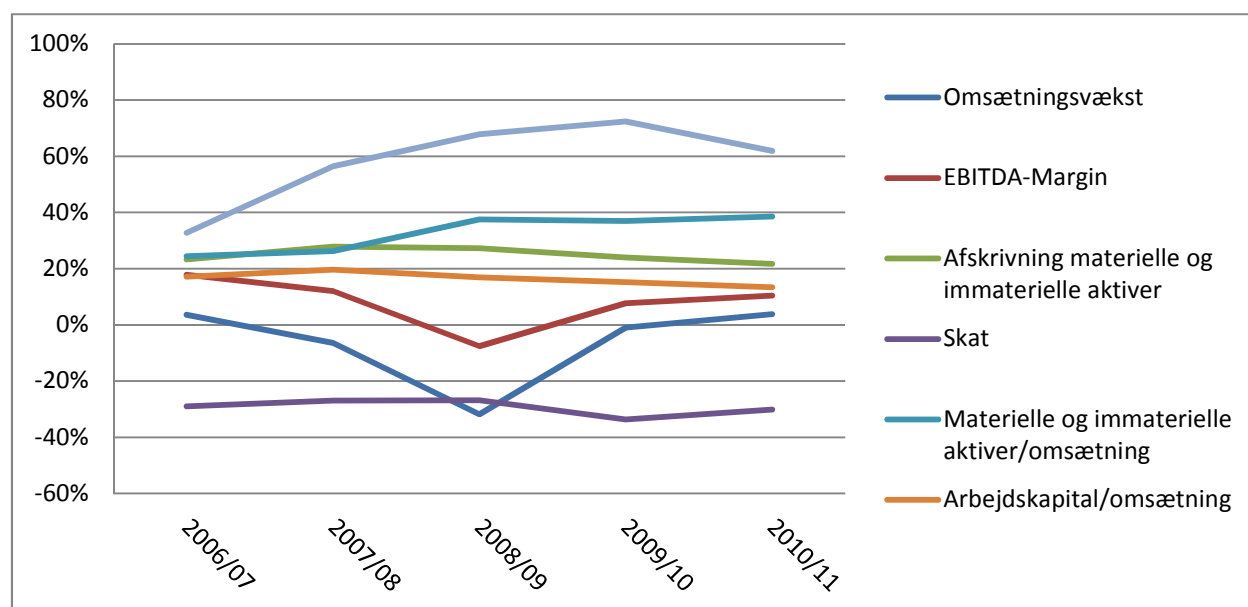


Kilde: Christian V. Petersen & Thomas Plenborg⁷⁴

Som det ses på figur 33 så bliver det frie cash flow opgjort ud fra seks forskellige regnskabs elementer. Denne metode adskiller sig fra den mere traditionelle metode, hvor virksomhedens afkastningsgrad estimeres og herefter budgetteres på baggrund af denne. Ved en gennemgang af de to metoder fremgår det, at de elementer som indgår i opgørelse af ROIC også indgår i opgørelsen af det frie cash flow, hvorfor den eneste forskel er opsplitningen.

Ideen bag budgettering er at man kan budgettere den fremtidige udvikling ved hjælp af ovenstående ratios. Nedenfor er opstillet en figur som viser den historiske udvikling i de forskellige elementer som indgår i opgørelsen af det frie cash flow.

Figur 34 - Finansielle valuedrivere – historiske udvikling



Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011

Som det ses på ovenstående figur så variere nogle af valuedrivere kraftigt

Figur 35 - Finansielle valuedrivere - kvantificering

Finansielle valuedrivere	Gennemsnit	Max	Min	Standard afvig.
Omsætningsvækst	-6%	4%	-32%	13%
EBITDA-Margin	8%	18%	-8%	8%
Afskrivning materielle og immaterielle aktiver	25%	28%	22%	2%
Skat	-29%	-27%	-34%	3%
Materielle og immaterielle aktiver /omsætning	33%	39%	24%	6%
Arbejdskapital/omsætning	16%	20%	13%	2%
Nettorentebærende gæld/arbejdskapital	58%	72%	33%	14%

Kilde: B&Os årsrapport for regnskabsårene 01.06.2006 – 31.05.2011 samt egen tilvirkning

Som litteraturen foreskriver det, så er det nødvendigt at udføre en følsomhedsanalyse ved benyttelse af de ovenstående valuedrivere⁷⁵. Følsomhedsanalysen vil blive foretaget i forbindelse med de forskellige budgetterings scenarier (positiv, neutralt og negativt scenarie). Ovenstående beregninger er medtaget for at skabe viden om de historiske udsving for de finansielle valuedrivere.

Formålet med analysen af valuedriverene er at udarbejde et objektivt fundament for budgettering af det positive og negative scenarie. Objektiviteten opstår ved, at der kun er sket beregninger på baggrund af den historiske performance, som antages at kunne forklare den fremtidige udvikling. Samtidig vil den senere værdiansættelse give et bud hvor godt eller skidt det kan gå, hvis B&O fortsætter som tidligere uden at tilpasse sig omverdenen. Det sidste scenarie, som også vurderes som værende det mest realistiske, vil tage udgangspunkt i konklusionerne fra den strategiske og finansielle analyse. Dette scenarie vil i modsætningen til de tidligere være af subjektiv karakter.

Som supplement til ovenstående figur og kvantificering, så vil de forskellige finansielle valuedrivere, som indgår i opgørelsen af det frie cash flow (FCF), blive gennemgået nedenfor. Den korte gennemgang vil danne udgangspunkt for det efterfølgende neutrale budgetterings-scenarie.

Omsætningsvækst: Den fremtidige omsætningsvækst vil blive estimeret ud fra konklusionerne fra den strategiske analyse samt den finansielle analyse. I den strategiske analyse blev virksomheden analyseret og sammen med de identificerede valuedrivere, vil disse kunne danne et estimat for den fremtidige udvikling i omsætningen.

EBITDA-margin: EBITDA-marginen bliver beregnet i forhold til omsætningen. Som det tidligere blev forklaret, så er blev EBITDA fundet ved reformulering af resultatopgørelsen. Som det ses på figur 34 og 35, så har nøgletallet været stærkt svingende i perioden. Årsagen til denne skal findes i den manglende evne til at tilpasse omkostningerne i forhold til faldet i omsætningen, se kapitel 4.

I forbindelse med det nye strategi gjorde B&O det klart, at fokus ligger på optimering af de lønsomme produkter, omkostningsreducering samt øge effektiviteten. Derfor må det antages at EBITDA marginen vil blive påvirket positivt.

Skat: Virksomhedens skattesats beregnes på baggrund af betalt skat i forhold til resultat af primær drift før skat. Den effektive skattesats afhænger af kapitalstruktur, indtægts/ omkostningsforhold, den angivne skattesats, mulighed for fradrag (rente, tidligere bogførte underskud mm.). Over perioden har den gennemsnitlige skattesats været på 29%, og da den nye strategi omhandler en reduktion af omkostninger, optimering af produktion og trimme virksomheden, estimeres den fremtidige skat til at forblive på nuværende niveau.

Afskrivning i % af materielle og immaterielle aktiver: Virksomhedens afskrivninger beregnes i forhold til summen af de materielle og immaterielle aktiver. Afskrivningernes størrelse afhænger i høj grad af aktivernes sammensætning, da loven foreskriver forskellige satser afhængig af type aktiv. Ved gennemgang af årsregnskaber er der ikke fundet grund til ændringer, og der er heller ikke antydninger til ændring i regnskabspraksis.

Materielle og immaterielle aktiver i forhold til omsætning: Valuedriveren bliver beregnet som summen af de materielle og immaterielle aktiver i forhold til omsætningen. Som det ses på figur 34 så har tendensen i valuedriveren været støt stigende for så at flade ud. Den største bidrager til stigningen er faldet i omsætningen, da virksomheden ikke har været i stand til at tilpasse aktiverne til den faldende omsætning. Materielle og immaterielle aktiver kan ikke reguleres på kort sigt, hvilket også ses tydeligt i trendanalysen og common-size analysen, se bilag 7 og 8. Ved nærmere analyse ses det at posten udviklingsprojekter under udførelse er steget massivt set over hele perioden, det skyldes blandt andet den ændrede regnskabspraksis, se afsnit 4.1.

Arbejdskapital i forhold til omsætning: Arbejdskapital bliver beregnet i forhold til omsætningen. Selve opgørelsen af arbejdskapitalen er illustreret i den reformulerede balance. Valuedriveren har ikke været så volatil, og det skyldes faldet i omsætningen kombineret med en reduktion i arbejdskapitalen. Ved nærmere analyse ses det at virksomheden har været i stand til reducere varebeholdning, tilgodehavende fra salg og andre tilgodehavender, hvorimod leverandører og hensatte forpligtelser ikke er blevet reduceret i samme tempo. Valuedriveren har historisk ligget imellem 13-20% af omsætningen. Selvom virksomheden i forbindelsen med den nye strategi udtrykte ønsker at booste salget og have øget focus på optimering, så vurderes det ikke at valuedriveren vil blive påvirket mærkbart, da en stigning i omsætning højst sandsynligt vil medføre en stigning i arbejdskapitalen.

Kapitel 6 - Værdiansættelse

I dette afsnit vil værdiansættelsen af B&O blive forklaret og beregnet. Først vil værdien blive beregnet ud fra 3 scenarier, et neutralt, et optimistisk scenarie samt et pessimistisk scenarie. Som tillæg til hver scenarie vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse som tager udgangspunkt i to essentielle elementer i værdiansættelsen, WACC'en og væksten i terminalperioden. Resultaterne af beregninger vil kort blive sammenfattet sammen med en kort forklaring på udviklingen i valuedriverne i de forskellige scenarier.

6.1 Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller

Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller bliver af mange anset som værende den teoretiske mest korrekte metode til opgørelsen af en virksomheds værdi. Selvom modellen er yderst anvendelig, så er det altafgørende for at få en retvisende værdi, at den bagvedliggende budgettering er foretaget korrekt, hvilket er karakteriseret ved subjektivitet. Formlen som benyttes til følgende udregninger kaldes DCF og den er angivet nedenfor.

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$$

Ved brug af kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller kræves der kendskab til følgende elementer:

- Virksomhedens rentabilitet
- Vækst
- Risiko

Ovenstående elementer er blevet belyst og analyseret i den strategiske og finansielle analyse i afhandlingen, hvorfor brugen af ovenstående model er godkendt. Selvom ovenstående er blevet gennemgået, så eksisterer der stadig usikkerhed vedrørende den fremtidige udvikling i regnskabsposterne, hvorfor, som nævnt tidligere, vil blive opstillet 3 scenarier. Forudsætningerne for de forskellige scenarier samt selve budgettering fremgår af følgende sider.

Som litteraturen foreskriver så benyttes der en budgetperiode på 5 år, da det vurderes at budgetteringen kan ske med rimelig stor nøjagtighed. Derudover vil der i budgettet blive benyttet en terminalvækst på 2 %. Den beregnede WACC forbliver uændret i de 3 scenarier, men bliver berørt i følsomhedsanalyserne, det samme gør sig gældende for væksten i terminalperioden.

Neutralt scenarie:

Dette scenarie vurderes som værende det mest realistiske bud på hvordan fremtiden ser ud for B&O. Selve budgetteringen, estimerne og værdiansættelsen tager udgangspunkt i konklusionerne fra den strategiske og finansielle analyse. Nedenfor er kort beskrevet hvilke konkrete overvejelser der ligger til grund for estimerne omkring de strategiske og finansielle value-drivere.

Hvad angår de strategiske valuedrivere, så er IMF's tal for fremtidig BNP vækst benyttet til at beregne med hvilken vækst omsætningen vil blive påvirket af i fremtiden. Som tidligere beskrevet, se afsnit 5.2, var det ikke alle lande hvor IMF var i stand til at forklare udviklingen. I de tilfælde vil omsætningen konvergere mod den forventede terminalvækst på 2%. Væksten gældende for alle lande bygger på en forventning om at B&O vil være i stand til at kunne implementere og skabe ændringer ved hjælp af Leaner, Faster, Stronger. Som tidligere beskrevet i den strategiske analyse, så er der ikke umiddelbart nogle indikationer på radikale ændringer, hvorfor der ikke forventes nogen afgørende ændringer i de strategiske valuedrivere.

Hvad angår de finansielle valuedriver, så vil EBITDA konvergere mod 14%. Dette niveau vurderes som værende retvisende for den fremtidige udvikling, når der er taget højde for de strategiske tiltag i den Leaner, Faster, Stronger, som blandt andet indeholder omkostningsreduktion, produktoptimering, proces effektivisering samt booste det fremtidige salg. I forhold til den historiske EBITDA, som har været meget volatil, så vurderes et niveau på 14% som værende retvisende, dog skal man stadig have virksomhedens udfordringer i mente. EBITDA-marginen vil blive positivt påvirket da B&O vil have et større fokus på omkostninger, samtidig med at der gøres flere tiltag for at øge salget. Omkostningerne forbundet med at vækste vurderes ikke til at være uoverkommelige. I forhold til tidligere års investeringer, så vurderes det for sandsynligt at disse fremover vil blive mindre, idet B&O de sidste mange år har investeret stort, og med den nye strategi og ændret fokus, vil kunne optimere produktionen ved hjælp af allerede foretaget investeringer. I forbindelse med det ændrede strategi og stigningen i omsætningen, så vil arbejdskapital falde med 1,3% over budgetperioden. Ud fra ovenstående forudsætninger og overvejelser så estimeres den samlede værdi af egenkapital til 2948,75 millioner kroner, hvilket giver en kurs pr aktie på 81,45 kr. Da kursen per 31.12.2011 var på 55 kr per aktie, så ligger den beregnede værdi 48,10% over den aktuelle aktiekurs.

Figur 36 - Input til neutralt scenarie

Neutralt scenarie	2020/2011 R	201201/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015E	2015/2016 E	Terminal Periode
Finansielle værdidrivere:							
Omsætningsvækst	3,82%	1,78%	2,34%	2,54%	2,52%	2,42%	2,00%
EBITDA-Margin	10,44%	11,20%	12,00%	12,70%	13,20%	13,65%	14,00%
Afskrivning i % af materielle og immaterielle aktiver	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%
Skat	-30,17%	-29,31%	-29,31%	-29,31%	-29,31%	-29,31%	-29,31%
Materielle og immaterielle aktiver i % af omsætning	38,51%	36,76%	35,01%	33,25%	31,50%	29,75%	28,00%
Arbejdskapital i % af omsætning	13,33%	13,11%	12,89%	12,67%	12,44%	12,22%	12,00%
Strategiske værdidrivere:							
Danmark	-14,25%	1,50%	1,70%	1,80%	1,88%	1,89%	2,00%
Norge	3,78%	2,54%	2,24%	2,12%	2,11%	2,13%	2,00%
Sverige	-6,42%	-5,37%	-4,32%	-3,26%	-2,21%	-1,16%	2,00%
Finland	40,00%	35,25%	30,50%	25,75%	21,00%	16,25%	2,00%
Skandinavien	-10,73 %	1,85 %	2,34 %	2,66 %	2,84 %	2,82 %	2,00 %
Tyskland	32,13%	1,27%	1,50%	1,50%	1,30%	1,29%	2,00%
Schweiz	-6,79%	1,42%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	2,00%
Østrig	36,33%	1,64%	2,04%	2,04%	1,90%	1,78%	2,00%
Centraleuropa	21,44 %	1,33 %	1,61 %	1,61 %	1,45 %	1,44 %	2,00 %
Storbritannien	-8,26%	1,58%	2,37%	2,61%	2,65%	2,73%	2,00%
Frankrig	14,48%	12,92%	11,36%	9,80%	8,24%	6,68%	2,00%
Spanien/Portugal	-23,93%	-1,84%	1,19%	2,45%	2,22%	2,00%	2,00%
Italien	-8,70%	0,32%	0,54%	0,80%	1,14%	1,24%	2,00%
Belgien	2,65%	1,54%	1,74%	1,78%	1,85%	1,83%	2,00%
Holland	-13,44%	1,35%	1,53%	1,65%	1,81%	1,83%	2,00%
Øvrige Europa	-6,78%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%
Øvrige Europa	-7,35 %	2,72 %	3,22 %	3,30 %	3,14 %	2,89 %	2,00 %
Nordamerika	27,17 %	1,78%	2,54%	3,08%	3,42%	3,39%	2,00%
Japan	1,19%	1,29%	1,39%	1,49%	1,59%	1,69%	2,00%
Singapore	16,14%	14,37%	12,60%	10,84%	9,07%	7,30%	2,00%
Øvrige Asien	21,30%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%
Øvrige Asien	18,11 %	4,71 %	4,52 %	4,23 %	3,83 %	3,33 %	2,00 %
Mellemøsten	-30,99%	-26,86%	-22,74%	-18,62%	-14,49%	-10,37%	2,00%
Øvrige verden	-4,73%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	2,00%
Øvrige verden	-23,06 %	-16,44 %	-12,01 %	-8,44 %	-5,63 %	-3,41 %	2,00 %
Andet input:	Følsomhedsanalyse:						
WACC	7,80%						
Risikofri rente (Rf)	1,58%	1,00%	6,00%	7,00%	7,80%	9,00%	10,00%
Markedsafkastet (Rm)	6,48%	1,50%	105,85	85,70	73,89	60,65	52,35
Virksomhedens lånerente (Rd)	3,65%	2,00%	113,98	90,66	77,37	62,80	53,84
Ejernes afkastningskrav (Re)	9,06%	2,50%	124,14	96,61	81,45	65,27	55,52
Beta	1,53	3,00%	137,20	103,88	86,31	68,11	57,42
Gæld i forhold til egenkapital + gæld	20,00%		154,62	112,97	92,17	71,42	59,59
Egenkapital i forhold til egenkapital + gæld	80,00%	Y-Aksen: Terminalvækst					
Fremtidig vækst (g)	2,00%	X-Aksen: WACC					
Skattesats (t)	25,00%						

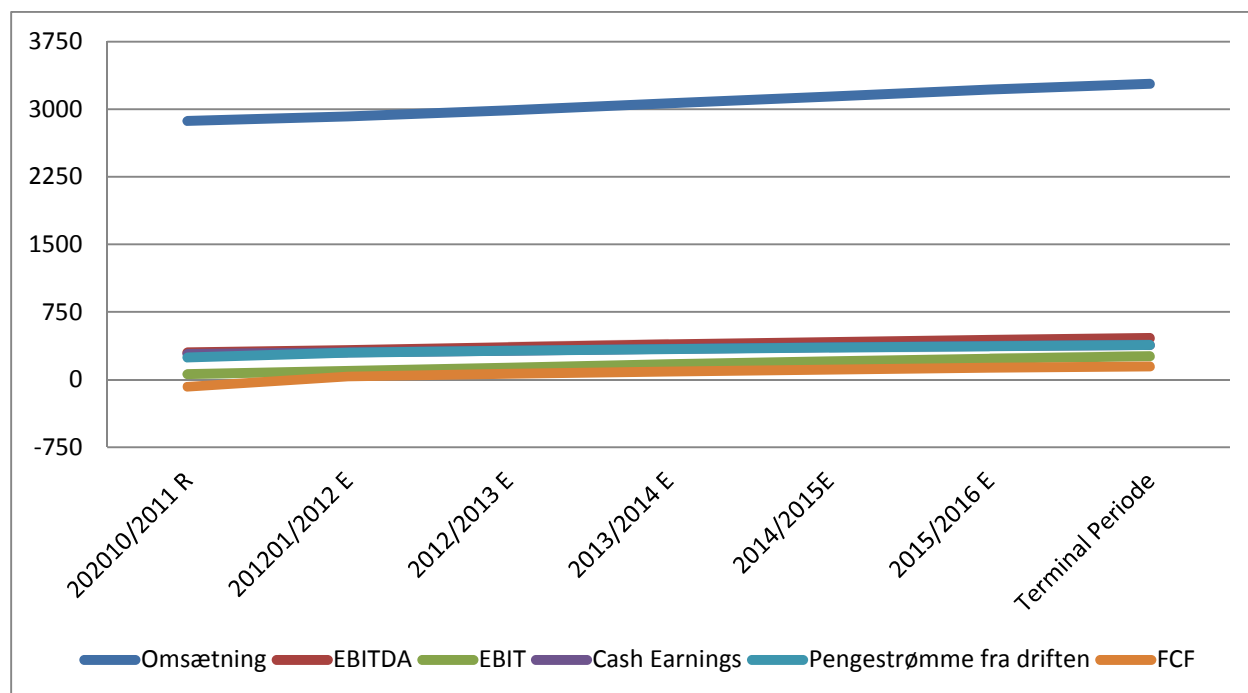
Kilde: Egen tilvirkning

Figur 37 - Værdiansættelse: Neutralt scenarie

Neutralt scenarie	2010/2011 R	2011/2012 E	2012/2013 E	2013/2014 E	2014/2015 E	2015/2016 E	Terminal Periode
DCF (mio. kr.)							
Omsætning	2.866,9	2.917,8	2.986,2	3.062,1	3.139,3	3.215,2	3.279,5
EBITDA	299,4	326,8	358,3	388,9	414,4	438,9	459,1
Afskrivninger	-239,6	-232,8	-226,9	-221,0	-214,6	-207,6	-199,3
EBIT	59,8	94,0	131,5	167,9	199,8	231,3	259,8
Afskrivninger	239,6	232,8	226,9	221,0	214,6	207,6	199,3
Skat	-18,0	-27,6	-38,5	-49,2	-58,5	-67,8	-76,2
Cash Earnings	281,4	299,2	319,8	339,7	355,8	371,1	383,0
Forskydninger i arbejdskapital	37,9	-0,30	-2,32	-2,98	-2,79	-2,30	-0,56
Pengestrømme fra driften	319,3	298,9	317,5	336,7	353,0	368,8	382,4
Anlægsinvestering og frasalg	-322,2	-201,3	-199,7	-193,9	-185,3	-175,2	-161,0
FCF	-2,9	97,7	117,8	142,8	167,7	193,6	221,4
PV (FCF) budgetperiode	563,09	90,60	101,37	113,95	124,20	132,97	2.622,46
PV (FCF) terminalperiode	2.622,46						
Enterprise value	3.185,55						
Nettobærende gæld	-236,8						
Market cap	2.948,75						
Antal aktier i omløb, i mio. stk.	36,20						
Pris pr. Aktie	81,45						

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 38 - Estimering af elementerne af det frie cash flow



Kilde: Egen tilvirkning

Pessimistisk scenarie:

Dette scenarie vurderes som værende et worst case scenarie i forhold til hvordan fremtiden ser ud for B&O. Forventningerne, vurderingerne og estimaterne tager udgangspunkt i den historiske performance, den strategiske og finansielle analyse samt en pessimistisk subjektivitet til virksomhedens drift og markedet de opererer i. Selve budgetteringen, estimaterne samt værdiansættelsen fremgår af den efterfølgende side. Nedenfor er kort beskrevet nogle udvalgte valuedrivere.

Som det tidligere er beskrevet, så B&O oplevet store udsving i deres omsætning, hvor det ses at de i regnskabsperioden har oplevet et fald på over 30% samt en stigning på næsten 4%. Der budgetteres med at omsætning stiger med 1% i hele perioden. Argumentet for at vælge 1% i hele perioden, er ud fra en positiv udvikling i omsætningen siden finankrisen

Hvad angår resten af de finansielle valuedrivere, så forbliver de konstant over perioden. Denne antagelse skal vise hvordan resultatet bliver for B&O, hvis de ikke får implementeret den nye strategi men i stedet fortsætter som de gjorde sidste år.

Ud fra ovenstående forudsætninger og vurderinger vurderes den samlede værdi af egenkapitalen til 214,81 millioner kr. hvilket giver en kurs pr aktie på 5,93 kr. Da kursen per 31.12.2011 var på 55 kr per aktie, så ligger den beregnede værdi -89,22% under den aktuelle aktiekurs.

Figur 39 - Input til pessimistisk scenarie

Pessimistisk scenarie	2020/2011R	201201/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	2015/2016E	Terminal Periode																																									
Finansielle værdidrivere:																																																
Omsætningsvækst	3,82%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%																																									
EBITDA-Margin	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%	10,44%																																									
Afskrivning i % af materielle og immaterielle aktiver	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%																																									
Skat	-30,17%	-30,17%	-30,17%	-30,17%	-30,17%	-30,17%	-30,17%																																									
Materielle og immaterielle aktiver i % af omsætning	38,51%	38,51%	38,51%	38,51%	38,51%	38,51%	38,51%																																									
Arbejdskapital i % af omsætning	13,33%	13,33%	13,33%	13,33%	13,33%	13,33%	13,33%																																									
Andet input:		Følsomhedsanalyse:																																														
WACC	7,80%	<table><tr><td></td><td>6,00%</td><td>7,00%</td><td>7,80%</td><td>9,00%</td><td>10,00%</td></tr><tr><td>Risikofri rente (Rf)</td><td>1,00%</td><td>8,55</td><td>6,03</td><td>4,55</td><td>2,89</td><td>1,84</td></tr><tr><td>Markedsafkastet (Rm)</td><td>1,50%</td><td>9,86</td><td>6,89</td><td>5,19</td><td>3,32</td><td>2,16</td></tr><tr><td>Virksomhedens lånerente (Rd)</td><td>2,00%</td><td>11,51</td><td>7,92</td><td>5,93</td><td>3,81</td><td>2,52</td></tr><tr><td>Ejernes afkastningskrav (Re)</td><td>2,50%</td><td>13,63</td><td>9,17</td><td>6,82</td><td>4,38</td><td>2,94</td></tr><tr><td>Beta</td><td>3,00%</td><td>16,45</td><td>10,74</td><td>7,89</td><td>5,04</td><td>3,40</td></tr></table>							6,00%	7,00%	7,80%	9,00%	10,00%	Risikofri rente (Rf)	1,00%	8,55	6,03	4,55	2,89	1,84	Markedsafkastet (Rm)	1,50%	9,86	6,89	5,19	3,32	2,16	Virksomhedens lånerente (Rd)	2,00%	11,51	7,92	5,93	3,81	2,52	Ejernes afkastningskrav (Re)	2,50%	13,63	9,17	6,82	4,38	2,94	Beta	3,00%	16,45	10,74	7,89	5,04	3,40
	6,00%	7,00%	7,80%	9,00%	10,00%																																											
Risikofri rente (Rf)	1,00%	8,55	6,03	4,55	2,89	1,84																																										
Markedsafkastet (Rm)	1,50%	9,86	6,89	5,19	3,32	2,16																																										
Virksomhedens lånerente (Rd)	2,00%	11,51	7,92	5,93	3,81	2,52																																										
Ejernes afkastningskrav (Re)	2,50%	13,63	9,17	6,82	4,38	2,94																																										
Beta	3,00%	16,45	10,74	7,89	5,04	3,40																																										
Gæld i forhold til egenkapital + gæld	20,00%	Y-Aksen: Terminalvækst X-Aksen: WACC																																														
Egenkapital i forhold til egenkapital + gæld	80,00%																																															
Fremtidig vækst (g)	2,00%																																															
Skattesats (t)	25,00%																																															

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 40 - Værdiansættelse: Pessimistisk scenarier

Pessimistisk scenarie	2020/2011R	2012/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	2015/2016E	Terminal Periode
DCF (mio. kr.)							
Omsætning	2.866,9	2.895,6	2.924,5	2.953,8	2.983,3	3.013,1	3.043,3
EBITDA	299,4	302,4	305,4	308,5	311,6	314,7	317,8
Afskrivninger	-239,6	-242,0	-244,4	-246,9	-249,3	-251,8	-254,3
EBIT	59,8	60,4	61,0	61,6	62,2	62,9	63,5
Afskrivninger	239,6	242,0	244,4	246,9	249,3	251,8	254,3
Skat	-18,0	-18,2	-18,4	-18,6	-18,8	-19,0	-19,2
Cash Earnings	281,4	284,2	287,0	289,9	292,8	295,7	298,7
Forskydninger i arbejdskapital	37,9	-3,82	-3,86	-3,90	-3,94	-3,98	-4,02
Pengestrømme fra driften	319,3	280,3	283,1	286,0	288,8	291,7	294,6
Anlægsinvestering og frasalg	-322,2	-253,0	-255,6	-258,1	-260,7	-263,3	-265,9
FCF	-2,9	27,3	27,6	27,9	28,1	28,4	28,7
PV (FCF) budgetperiode	111,67	25,33	23,74	22,24	20,84	19,52	339,95
PV (FCF) terminalperiode	339,95						
Enterprise value	451,61						
Nettobærende gæld	-236,8						
Market cap	214,81						
Antal aktier i omløb, i mio. stk.	36,20						
Pris pr. Aktie	5,93						

Kilde: Egen tilvirkning

Optimistisk scenarie:

Dette scenarier vurderes som værende et best case scenarie i forhold til hvordan fremtiden ser ud for B&O. Forventningerne, vurderingerne og estimerne tager udgangspunkt i de forventninger som B&O har beskrevet i deres seneste aflagte årsrapport⁷⁶. Selve budgetteringen, estimerne samt værdiansættelsen fremgår af den efterfølgende side. Nedenfor er kort beskrevet nogle udvalgte valuedrivere.

I forbindelse med deres nye strategi kvantificerede de nogle mål som gerne skulle blive opfyldt når den nye strategi blev implementeret:

- Omsætningen skulle lige i intervallet 8-10 mia.
- EBIT-margin på over 12%, som den var før krisen indtraf.

Derfor budgetteres omsætningen med at stige til det ønskede niveau, samtidig med at B&O opnår en EBIT-margin på over de ønskede 12%. Væksten i terminalperioden antages at blive 2%, da det ikke forventes at B&O kan vækste mere end den forventede fremtidige vækst på markedet.

Samtidig forventes det at afskrivningerne forbliver konstante i perioden, da der ikke er noget der tyder på at der vil ske ændringer i forhold til lovgivningen. Investeringerne forventes at forblive på samme historiske niveau de to første budget år, for så at konvergere mod 25%, da effekten af investeringerne vil medføre en øget omsætningen.

Ud fra ovenstående forudsætninger og vurderinger estimeres den samlede værdi af egenkapitalen til 13.184,59 mio. hvilket vil give en kurs per aktie på 364,20 kr. Da kursen per 31.12.2011 var på 55 kr per aktie, så ligger den beregnede værdi 562% over den aktuelle aktiekurs.

Figur 41 - Input til optimistisk scenarie

Optimistisk scenarie	2020/2011R	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	2015/2016E	Terminal Periode
Finansielle valuedrivere:							
Omsætningsvækst	3,82%	15,00%	20,00%	27,00%	33,00%	40,00%	2,00%
EBITDA-Margin	10,44%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Afskrivning i % af materielle og immaterielle aktiver	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%	21,70%
Skat	-30,17%	-29,31%	-29,31%	-29,31%	-29,31%	-29,31%	-29,31%
Materielle og immaterielle aktiver i % af omsætning	38,51%	38,51%	38,51%	35,13%	31,75%	28,38%	25,00%
Arbejds kapital i % af omsætning	13,33%	12,78%	12,22%	11,67%	11,11%	10,56%	10,00%
Andet input:							
WACC	7,80%						
Risikofri rente (Rf)	1,58%						
Markedsafkastet (Rm)	6,48%						
Virksomhedens lånerente (Rd)	3,65%						
Ejernes afkastningskrav (Re)	9,06%						
Beta	1,53						
Gæld i forhold til egenkapital + gæld	20,00%						
Egenkapital i forhold til egenkapital + gæld	80,00%						
Fremtidig vækst (g)	2,00%						
Skattesats (t)	25,00%						
Følsomhedsanalyse:							
		6,00%	7,00%	7,80%	9,00%	10,00%	
1,00%	475,16	371,09	310,98	244,78	204,17		
1,50%	527,64	404,60	335,48	260,97	216,08		
2,00%	593,25	444,81	364,20	279,47	229,48		
2,50%	677,60	493,96	398,35	300,82	244,67		
3,00%	790,06	555,39	439,60	325,72	262,02		
Y-Aksen: Terminalvækst							
X-Aksen: WACC							

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 42 - Værdiansættelse: Optimistisk scenarie

Optimistisk scenarie	2020/2011R	2012/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	2015/2016E	Terminal Periode
DCF (mio. kr.)							
Omsætning	2.866,9	3.296,9	3.956,3	5.024,5	6.682,6	9.355,7	9.542,8
EBITDA	299,4	659,4	791,3	1.004,9	1.336,5	1.871,1	1.908,6
Afskrivninger	-239,6	-275,5	-330,6	-383,1	-460,5	-576,2	-517,8
EBIT	59,8	383,8	460,6	621,8	876,0	1.295,0	1.390,8
Afskrivninger	239,6	275,5	330,6	383,1	460,5	576,2	517,8
Skat	-18,0	-112,5	-135,0	-182,3	-256,8	-379,6	-407,6
Cash Earnings	281,4	546,9	656,3	822,6	1.079,8	1.491,6	1.500,9
Forskydninger i arbejdskapital	37,9	-39,0	-62,3	-102,6	-156,3	-245,0	33,3
Pengestrømme fra driften	319,3	507,9	594,0	720,0	923,5	1.246,6	1.534,2
Anlægsinvestering og frasalg	-322,2	-441,1	-584,6	-624,8	-817,4	-1.109,0	-248,6
FCF	-2,9	66,7	9,4	95,2	106,1	137,5	1.285,6
PV (FCF) budgetperiode	319,04	61,9	8,1	76,0	78,6	94,5	13.102,3
PV (FCF) terminalperiode	13.102,34						
Enterprise value	13.421,39						
Nettobærende gæld	-236,8						
Market cap	13.184,59						
Antal aktier i omløb, i mio. stk.	36,20						
Pris pr. Aktie	364,20						

Kilde: Egen tilvirkning

6.2 Opsummering af DCF-værdiansættelse

På grund af den store usikkerhed omkring den fremtidige udvikling, som blev belyst i den strategiske analyse, er der udarbejdet 3 mulige scenarier. Med udgangspunkt i de forrige værdiansættelser for de scenarier er det nu muligt at vurdere om hvorvidt B&O er overvurderet eller undervurderet i forhold til aktiekursen på skæringsdatoen. Konklusionerne på forrige værdiansættelser er opstillet i nedenstående matrix:

Figur 43 - Resultat af værdiansættelse

Scenarie	Estimeret kurs	Estimeret vægtning	Andel af estimeret
Neutralt	81,45	70%	57,02
Pessimistisk	5,93	15%	0,89
Optimistisk	364,20	15%	54,63
Kurs per aktie	112,54		

Kilde: Egen tilvirkning

Udgangspunktet for beregning af ovenstående er estimationer foretaget subjektiv og objektiv tilgang. Hvor det neutrale scenarier tager udgangspunkt i konklusionerne fra den strategiske og finansielle analyse, så er det pessimistiske af mere subjektiv karakter. I det pessimistiske scenarie er antagelsen af virksomheden fortsætter med samme performance som seneste aflagte regnskab bortset fra omsætningen som stiger marginalt. Dette scenarie skal belyse konsekvensen hvis B&O ikke er i stand til at implementere den nye strategi. I det optimistiske scenarie tages der udgangspunkt i resultaterne af en implementeret strategi, hvor specielt omsætningen stiger markant samt at EBITDA-marginen kommer tilbage på niveauet inden finanskrisen.

I forhold til den estimeringen af den endelige aktiekurs, er der foretaget en vægtning af de forskellige scenarier og sandsynligheden for at de finder sted. Vurderingen er at det mest realistiske scenarie er det neutrale, hvorfor dette har fået den største vægtning. Sandsynligheden for de andre scenarier vurderes med lige stor sandsynlighed.

Med udgangspunkt i ovenstående udregninger, er B&O undervurderet i forhold til deres potentiale. Aktiekursen var på skæringsdatoen 55 kr., hvilket giver et kurspotentiale på 104,62%. Spreadet mellem den faktiske aktiekurs og den estimerede vil blive diskuteret i det senere diskussionsafsnit.

6.3 Multipel værdiansættelse

Dette afsnit er medtaget for at kunne sammeligne det tidligere resultat med en peer/group, for på den måde at se om B&O er overvurderet eller undervurderet i forhold til deres konkurrenter. Hvor kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller tager en subjektiv indgangsvinkel, så er de relative værdiansættelsesmodeller objektive i deres tilgang. Værdiansættelse ved brug af multipler, betegnes som en simpel metode, en "quick and dirty", hvor man sammenholder historiske, realiserede eller forventede regnskabsposter med den aktuelle aktiekurs og på den måde får en indtryk af værdien af virksomheden. Ved at sammenholde med en peer-group opnås en bedre forståelse af det fremkomne resultat samt vurdere potentialet i virksomheden. I praksis kan multipler benyttes til at verificere resultaterne opnået ved hjælp af kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller. Litteraturen foreskriver at resultater opnået ved brug af kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller har en markant højere værdi end brugen af multipler.

For at benytte sig af multipler skal følgende kriterier være opfyldt:

- Forretningsmæssig risikoprofil
- Forretningsmodel
- Regnskabspraksis
- Forventet fremtidig vækst

Ovenstående kriterier skal være opfyldt 100% for at kunne benytte sig af multipler, men i praksis er dette ikke muligt. Målet er derimod at finde en gruppe som tilnærmelsesvis kan opfylde ovenstående krav. Derfor er det også vigtigt at overveje resultatet af brugen af multipler, da brugen af disse vil medføre en vis usikkerhed hvad angår det endelige resultat.

Derudover er der nogle andre elementer der bør korrigeres for eller i hvert fald tages stilling til:

- Normalisering, så der korrigeres for alle transaktioner, der ikke er sket på markedsvilkår
- Ikke driftsrelaterede regnskabsposter bliver korrigeret, så de ikke influerer på resultatet
- Transitoriske poster bliver korrigeret, så de ikke influerer på resultatet

I praksis kan det dog være svært at korrigere for ovenstående, hovedsageligt på grund af manglende indsigt.

I nedenstående værdiansættelse af B&O vil der blive benyttet følgende multipler:

- EV/Omsætning
- EV/EBITDA
- P/B
- P/E (nuværende)
- P/E (estimeret)

Figur 44 - Peer-group værdiansat ud fra udvalgte multipler

	2011 EV/Omsætning	2011 EV/EBITDA	2011 P/B	2011 P/E	2012E P/E
B&O	0,92	11,97	1,70	97,20	20,70
Toshiba	0,48	6,70	1,79	10,78	21,09
Phillips	0,66	5,88	1,06	N/A	11,99
LG	0,33	11,46	0,97	N/A	14,51
Sony	0,26	8,96	0,65	N/A	N/A
Samsung	1,09	5,53	1,70	14,29	9,64
Panasonic	0,33	6,02	0,61	N/A	N/A
Sharp	0,54	5,01	0,61	N/A	N/A
Loewe	0,11	2,64	0,90	N/A	N/A
Gennemsnit	0,48	6,53	1,04	12,54	14,31

Kilde: Bloomberg og egen tilvirkning

Nedenfor er er ovenstående beregningen og resultatet af disse kort beskrevet. Desuden vil det fremgå om hvorvidt beregningerne er foretaget på baggrund af estimeret eller realiseret data.

EV/Omsætning: For selskaber med en lille eller negativ indtjening er det regnskabsmæssige overskud ofte en dårlig indikator for det fremtidig indtjeningspotentiale, og dermed også et dårligt estimeringsgrundlag, derfor benyttes EV/Omsætningen som oftest. Samtidig er nøgletallet let at anvende, da det eneste som har indflydelse på en virksomhedsomsætning er dens indregningskriterie (typisk på faktureringsbasis, alternativt ved levering). Da indregningskriteriet for en branche som oftest er gennemgående, så opnås en konsistens for nøgletallet.

Målt på EV/Omsætning så er B&O overvurderet i forhold til deres konkurrenter, hvorfor den ikke skal ses som en god investering. Ikke nok med at multiplen ligger over det samlede gennemsnit for peer-groupen, så ligger den også over størstedelen af virksomhederne i peer-groupen.

EV/EBITDA: Ved brug af EV/omsætningen minimeres indflydelsen af afskrivninger, nedskrivninger og amortiseringen, hvilket kan have en stor effekt på regnskabet, og derfor er multiplen interessant. Et andet vigtigt element er, hvordan virksomheden forholder sig til internt oparbejdet immaterielle aktiver. Enten kan de aktivere dem eller omkostningsføre dem, dette afhænger af virksomhedens regnskabspraksis.

Målt på EV/EBITDA så er B&O overvurderet i forhold til deres konkurrenter, hvorfor den ikke skal ses som en god investering.

P/B: P/B-multiplen afspejler kursen i forhold til virksomhedens indre værdi, dvs. hvor meget aktierne handles til i forhold til virksomhedens egenkapital. Hvis dette tal er over 1, så vurderer aktiemarkedet at virksomhedens aktier er mere værd end egenkapitalen, hvorimod et tal under 1 indikere at aktiernes værdi er mindre værd end virksomhedens egenkapital.

Målt på P/B ses det at B&O for det første har en værdi på 1,7, hvilket er ensbetydende med at aktiernes værdi overstiger værdien af egenkapitalen jf. ovenstående. I forhold til gennemsnittet for peer-groupen ligger B&O markant højere samtidig med at de også ligger markant over de fleste. Dette indikere at aktierne er dyrt prissat i forhold til mange af de udvalgte virksomheder i peer-groupen.

P/E: P/E angiver prisen pr. indtjeningskrone efter skat, dvs. hvor meget det koster at købe en krone af den forventede fremtidige vækst. For multiplen gælder at selskabets anvendte regnskabspraksis spiller en vigtig rolle. I forhold til de forrige multipler, som alle tager udgangspunkt i regnskabsposter før finansielle poster, så spiller virksomhedens kapitalstruktur en vigtig rolle i opgørelsen af denne multipel. Dette skyldes at selvom virksomhederne i peer-groupen kan have samme forretningsmodel, så kan de godt have forskellig kapitalstruktur.

Målt på P/E så skal investorer betale 97,2 kr. for en fremtidig indtjeningskrone. Da mange af virksomhederne har oplevet en negativ indtjening, har det ikke været muligt at indhente P/E for hele peer-groupen, men dog ses det stadig at B&O ligger markant højere end deres konkurrenter der har oplevet positiv indtjening.

P/E+1: P/E+1 angiver prisen pr. indtjeningskrone efter skat, men i forhold til P/E, så tager beregningerne udgangspunkt i analytikernes estimer til det kommende regnskab. Forholdende er derimod de samme som ved P/E, hvad angår kapitalstruktur.

Målt på P/E+1 så er analytikernes forventninger positive, da de forventer en P/E på 20,70. Selvom det ikke har været muligt at indhente estimer for alle virksomhederne i peer-groupen, så ses det dog stadig at B&O også i fremtiden vil blive handlet både over gennemsnittet for gruppen men også markant højere end de fleste virksomheder i gruppen.

Kapitel 7 - Diskussion

I forbindelse med markedsanalysen, den strategiske og finansielle analyse er der opnået både indsigt og forståelse af B&Os forretningsmodel samt den kontekst virksomheden befinder sig i. Indsigten og forståelsen har været med til at identificere nogle interessante aspekter samt illustreret nogle af B&Os store udfordringer.

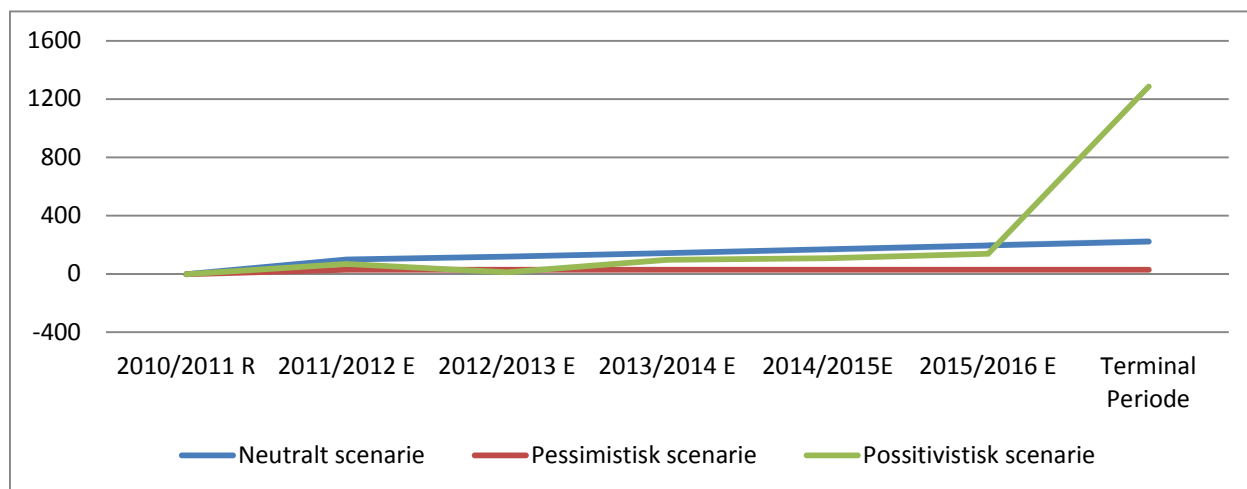
Ved gennemgangen af markedet for forbrugerelektronik viste det tydeligt at markedet, selvom der har været og stadig er finanskrisen, har oplevet store vækstrater igennem de sidste mange år. Størrelsen af markedet gør også at det udgør en vigtig industri. Markedet er domineret af store virksomheder som i høj grad er præget af konkurrenceintensitet, men der er dog ikke tale om fuldkommen konkurrence. I forhold til de store aktører på markedet er B&O markedsandel lille, men B&O har alligevel formået at vise en stærk overlevelsessevne idet deres primære produkter henvender sig til nichemarkedet.

I forhold til de store virksomheder har B&O ikke det samme kapitalapparat, hvorfor deres overordnede strategi er ”teknologisk follower”, hvilket i et marked med så stor konkurrenceintensitet og udvikling er behæftet med en usikkerhed. I takt med at teknologien har ændret sig, så er afstanden mellem nichemarkedet og det samlede marked blevet markant mindre. Udviklingen har medført at B&Os konkurrenter er kommet betydelig tættere på både hvad angår B&Os kvalitet og design, hvilket også har lagt ekstra pres på prisen i mellem nicheproduktet og produkter til samlede marked. Denne udvikling har samtidig presset B&Os forretningsstrategi, da de nu i større grad er afhængige af deres kunders præferencer, idet de skal betale en markant merpris kun for at få et bestemt brand. For at kunne gøre denne udfordring til deres fordel, har B&O været nødt til at tænke nyt.

I forbindelse med ansættelsen af Tue Manton som ny CEO blev der også fremlagt en ny strategi Leaner, Faster, Stronger, som skulle være med til at realisere B&Os ”sande potentiale” hvilket blev kvantificeret med en omsætningen mellem 8-10 mia. kr. samt en EBIT-margin på over 12%. Derudover blev der belyst hvilke områder der skulle undergå forandringer. Kendetegnende for strategien er at B&O skal blive bedre til at benytte sparing mellem teams, udviklingstiden på produkter skal sænkes, omkostningerne skal reduceres og beslutningsprocesserne skal optimeres. Udfordringen bliver for B&O at indfri deres ”sande potentiale”.

For B&O udgør brandet deres eksistensberettigelse. B&O har, på grund af den seneste finanskrisen og faldende omsætning, været nødt til at tænke kreativt og anderledes i forhold til at få maksimeret deres cashflow. Dette har medført at B&O har benyttet sig af metoder som ikke tidligere er set på nichemarkeder, det være sig afdragsordninger og prisreduktion, i stedet for at få tilført nogle nye produkter på markedet. I forbindelse med den nye strategi er hovedfokus på at skabe en økonomisk sund forretning og samtidig opbygge brandværdien, som alt andet lige har lidt under de nye tiltag. Selvom de nye tiltag kan virke rationelle, så ligger en af de største udfordringer for B&O i deres produktportefølje. De mangler nogle nye "cash cows" og "stars" i forhold til den nuværende portefølje, hvor mange af produkterne er i deres modningsfase, se afsnit 3.5. I forbindelse med den nye strategi skal B&O blive bedre og hurtigere til at få nye produkter på markedet. Derudover skal de få endnu mere ud af deres Automotive afdeling, da omsætningsvæksten har været helt høj siden opstarten. På trods af deres udfordringer, så har B&O været i stand til at skabe værdi indtil krisen ramte. Denne værdiskabelse er skabt på baggrund af en "sund" underliggende drift, som har været i stand til at skabe ikke kun regnskabsmæssigt overskud, men også økonomisk overskud, se afsnit 4.7.5. Som det ses har finanskrisen været hård ved, hvorfor B&O i stedet for at skabe værdi har destrueret værdi siden krisen indtraf. Muligheden for at B&O kan skabe værdi ser dog lysere ud, da afstanden mellem ROIC og WACC er blevet betydelig mindre og ROIC på sigt forventes at overstige WACC. Som illustreret i det neutrale scenarie, se afsnit 6.2, budgetteres der med et positivt driftsresultat i budgetåret 2011/2012, hvilket vil fortsætte den opadgående trend for virksomhedens SPREAD. Nedenfor er opgørelsen af det frie cash-flow opstillet for de 3 scenarier.

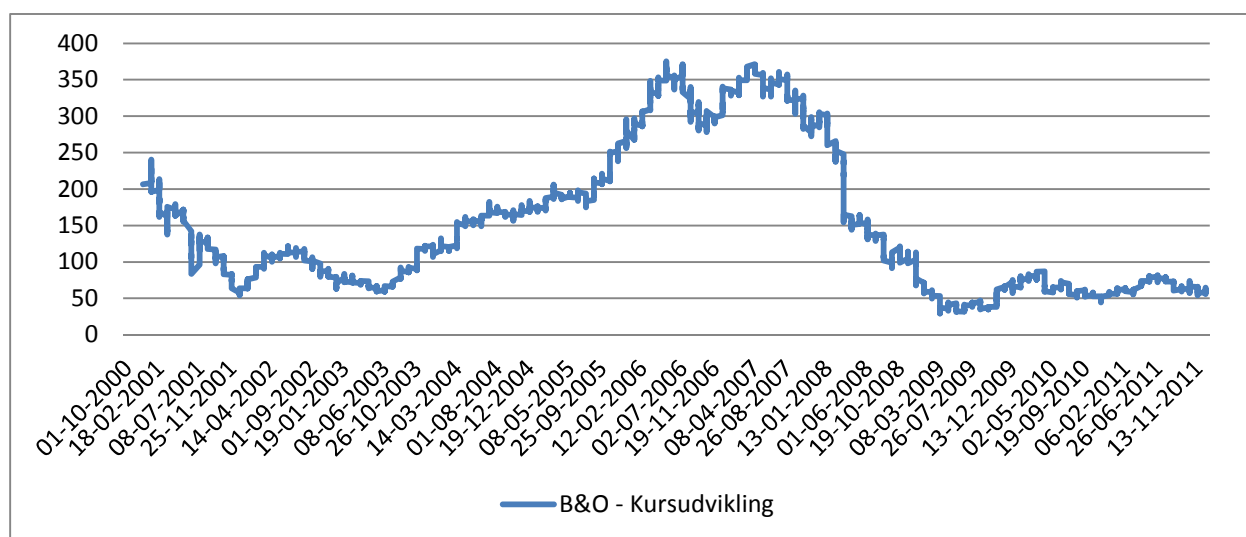
Figur 45 - Udvikling i FCF i budgetperioden



Kilde: Egen tilvirkning

I forbindelse med budgetteringen af fremtidig indtjening, viser studier foretaget af Thomas Plenborg og Christian Petersen, at der i estimeringen kan være en tendens til hockeystav-effekten⁷⁷. Dette er tilfældet i det optimiske scenare, hvilket kunne tyde på en hvis overoptimisme fra B&Os side. Det virker en smule for optimistisk at omsætning skulle ligge mellem 8-10 mia. kroner, når den højeste historiske omsætning B&O har præsteret er 4,4 mia. kroner, men en stigning til et lavere niveau end 8-10 mia. kroner. i omsætningen lyder realistisk i forhold til det ændrede fokus og den nye strategi skabt af Tue Manton. I forhold til de andre to scenarier så er det vigtigt at forholde sig til niveauerne og udviklingen i det frie cash-flow. Alt afhængigt af hvordan fremtiden anskues, vil en mulig investor komme frem til forskellige vurderinger af valuedriversnes udvikling, hvorvidt han er neutral, optimist eller pessimist. Dette spiller en vigtig rolle til spørgsmålet om aktien er under-vurderet eller overvurderet

Figur 46 - B&O historiske kursudvikling



Kilde: Nasdaq Nordic OMX

I forbindelse med værdiansættelsen ud fra de tre scenarier fremkom der et stort kurspotentiale (mellem det negative scenarie og det positive scenarie). I forhold til kurspotentialet er der særligt tre faktorer som har stor indflydelse. For det første var kursen på skæringstidspunktet på et historisk lavt niveau (kurs 55), hvilket er medfører den store forskel mellem den faktiske kurs og den estimerede kurs. Den anden faktor som spiller en stor rolle, er den risikofri rente, som på skæringstidspunktet var på 1,58%. Den lave rente har indflydelse på opgørelsen af beta, investorernes afkastningskrav (r_e) samt WACC'en, da B&O benytter en stor del af egenkapital-

finansiering. Dette resultere i at elementer blive opgjort på et lavt niveau. Dette lave niveau har stor indflydelse på den endelige værdiansættelse, da diskonteringsfaktoren som de fremtidige cash-flows skal tilbagediskonteres med, bliver mindre. Den tredje faktor som har en stor rolle er B&Os forventningerne til omsætningspåvirkningen af den nye strategi. Omsætningen skulle inden for den 5-årige periode ligge mellem 8-10 mia. B&O forventer desuden en EBIT-margin på over 12%. Dertil kommer forventninger om fokus på at nedbringe omkostningerne samt øge effektiviteten. Disse overvejelser ligger til grund for det optimistiske scenarie. På grund af ovenstående problemstillinger blev der i forbindelse med værdiansættelserne foretaget en følsomhedsanalyse i forhold til ændringer i både WACC og vækst i terminalperioden. Denne afslørede udsving i den estimerede kurs såfrem WACC'en eller væksten blev ændret marginalt. Såfrem en investor ikke har samme forventninger til fremtiden som B&O har men i stedet er risikoavers, og derfor vil kræve et større afkast, vil kurspotentiallet blive betydelig mindre.

Som supplement til den kapitalværdibaserede værdiansættelse er der udarbejdet en værdiansættelse ud fra multipler. Denne metode er medtaget for at kunne sammenholde resultatet fra den kapitalværdibaserede værdiansættelse med en peer-group beregnet på baggrund af multipler, for at kunne vurdere en investeringens fordelagtighed. Af de udvalgte ratios indikere de fleste at B&O er prissat dyrt i forhold til peer-groupen, hvorimod der kun var enkelt ratios var andre virksomheder i peer-group oversteg værdien af multiplen for B&O. Hvorvidt B&O er en attraktiv investering set i forhold til dens peer-group, afhænger derfor af hvilke nøgletal investor benytter.

I en undersøgelse foretaget af PwC viser de at brugen af de kapitalværdibaserede metoder er den mest hyppige, men at den oftest suppleres med en værdiansættelse via multipler. Hvor brugen af den kapitalværdibaserede værdiansættelse kræver indgående kendskab til virksomhed og marked mm., kræver brugen af multipler ikke samme kendskab. Årsagen til forskellen i resultaterne mellem de to metoder skal findes i tidsperspektivet. Hvor den kapitalværdibaserede værdiansættelse budgetterer frem i uendelighed (terminalperiode), giver multipler kun et øjebliksbillede, og der tages ikke højde for fremtidig værdiskabelse. Ved vurdering af en investerings fordelagtighed er det derfor vigtigt at der tages højde for den fremtidige værdiskabelse, hvis værdiansættelsen er foretaget på baggrund af multipler.

Kapitel 8 – Konklusion

Gennem den strategiske og finansielle analyse, budgettering og værdiansættelse er afhandlingens problemformulering blevet behandlet.

Markedet for forbrugerelektronik er globalt og udgør idag en stor branche. Markedet er præget af høj konkurrenceintensitet blandt de største producenter. Selvom B&O ikke operer på det brede markede, men derimod på et nichemarked, så eksisterer der stadig stor konkurrenceintensitet. Dette skyldes at afstanden mellem markederne er blevet mindre, grundet den øgede udvikling i teknologi. Som den strategiske analyse viste, så har B&O store udfordringer, internt såvel som eksternt. Den største interne udfordring ligger i at få nye produkter hurtigere på markedet, da mange af deres nuværende produkter har eksisteret længe. Den største eksterne udfordring er finanskrisen, som har medført et stort fald i omsætningen kombineret med en lavere købelyst blandt forbrugerne. Kombinationen af de interne og eksterne udfordringer gør, at B&O er dårligt positioneret i forhold til deres konkurrenter i markedet. For at ændre dette har B&O lanceret en ny strategi, Leaner, Faster, Stronger, hvor fokus i høj grad er på at få nye produkter på markedet hurtige, samt tiltrække nye kunder, så omsætningen kan stige. Da Tue Manton kun har været ansat siden marts, kan den ønskede effekt ikke aflæses endnu.

Historisk har B&O haft det hårdt som konsekvens af finanskrisen. Inden krisen for alvor ramte var B&O i stand til at håndtere den grundlæggende drift på en hensigtsmæssig måde. Dette er illustreret ved at de var i stand til at levere såvel regnskabsmæssig som økonomisk overskud, hvorved de har været i stand til at genere aktionærværdi. Efter krisen indtraf er de økonomiske resultaterne blevet markant svækket, hvilket også tydeligt ses i og med B&O har destrueret aktionærdi de sidste par år. Dog ses der en positive udvikling i rentabiliteten, og med en øget fokus på den nye strategi, forventes det at B&O i det næste aflagte regnskab også vil være i stand til at fremvise et positivt driftsresultat.

Til budgetteringen i den kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodel er der budgetteret ud fra et studie foretaget af Christan V. Petersen og Thomas Plenborg. Udgangspunktet for budgetteringen er strategiske og finansielle valuedrivere, som er opstillet på baggrund af den strategiske og finansielle analyse. Ved opgørelse af de strategiske valuedrivere, viste beregninger at IMF forventninger til fremtidig vækst i BNP, kunne benyttes som estimator for udviklingen i omsætningen i de forskellige lande. Derimod var de finansielle valuedrivere angivet i studiet,

hvorfor estimererne for disse skulle baseres på konklusionerne i den strategiske og finansielle analyse.

Konklusionerne fra henholdsvis den strategiske og finansielle analyse, samt de strategiske og finansielle valuedrivere har alle bidraget til budgetteringen og værdiansættelsen. Værdiansættelsen er foretaget med udgangspunkt i den kapitalværdibaserede og som supplement multipler. I forbindelse med den kapitalværdibaserede værdiansættelse blev der udarbejdet tre mulige scenarier, for hvordan fremtiden kunne udvikle sig for B&O hhv. neutralt, pessimistisk og optimisk. Budgetteringen for det neutrale scenarie blev dannet på konklusioner fra den strategiske og finansielle analyse samt subjektive antagelser. Det pessimistiske scenarie blev budgetteret ud fra at de ikke fik implementeret den nye strategi, men i stedet fortsatte uden ændringer. Det optimistiske scenarie tog udgangspunkt i B&Os forventninger til effekten af implementeringen af Leaner, Faster, Stronger, hvilket var en omsætning på mellem 8-10 mia. kroner samt en EBIT på over 12%. De fremkomne resultater viste en bredt spænd, fra at aktieen var overvurderet (pessimistisk scenarie) til den var meget undervurderet (optimistisk scenarie). Til opgørelsen af den estimerede værdi blev de tre scenarie vægtet med sandsynligheden for udfaldet. Dette medførte en aktiekurs på 112,54 kr. per aktie, hvilket giver et kurspotentiale på 104,62% i forhold til kursen på skæringstidspunktet som var på 55 kr. per aktie.

Da litteraturen foreskriver brugen af de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller som værende de mest korrekte, har jeg konkluderet at det ville være en god investering at investere i B&O aktien på skæringstidspunktet, da jeg finder den aktuelle aktiekurs på 55 på skæringspunktet for undervurderet.

Kapitel 10 - Bilagsliste

Bilag 1 – Struktur over afhandlingen

Bilag 2 – Litteraturliste

Bilag 3 – Markedsdata

Bilag 4 – Historiske resultatopgørelse

Bilag 5 – Historiske balance

Bilag 6 – Historisk pengestrømsopgørelse

Bilag 7 – Trendanalyse

Bilag 8 – Common-size analyse

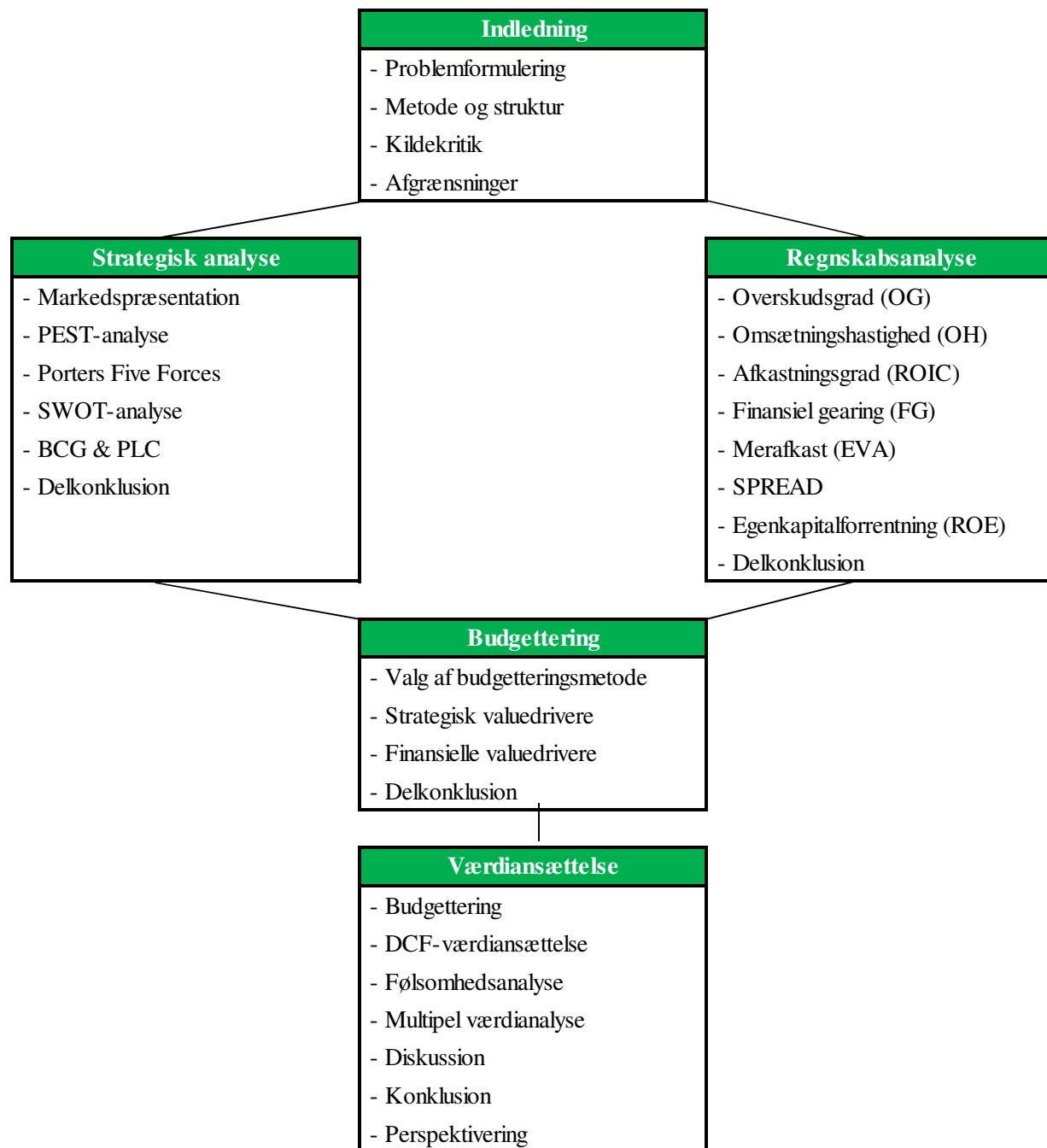
Bilag 9 – Historisk omsætning fordelt på geografiske områder

Bilag 10 – Historisk udvikling i omsætning fordelt på geografiske områder (grafisk opstilling)

Bilag 11 – Historisk udvikling i omsætning i forhold til BNP-vækst

Bilag 12 – Litteraturliste og kildehenvisninger

Bilag 1 – Struktur for afhandlingen



Bilag 2 – Litteraturliste

Faglitteratur:

- Titel:** Regnskabsanalyse for beslutningstagere
Forfatter: Christian V. Petersen & Thomas Plenborg
Forlag: Thomson
- Titel:** Principles and practice of marketing, 5th edition
Forfatter: David Jobber
Forlag: McGraw-Hill
- Titel:** Strategizing - kontekstuel virksomhedsteori
Forfatter: Claus Nygaard
Forlag: Samfundslitteratur
- Titel:** Investments, 8th edition
Forfatter: Zvi Bodie, Alex Kane & Alan J. Marcus
Forlag: McGraw-Hill
- Titel:** Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 2. udgave
Forfatter: Jens O. Elling & Ole Sørensen
Forlag: Gjellerup/Gad
- Titel:** Financial Statement Analysis
Forfatter: Christian V. Petersen & Thomas Plenborg
Forlag: Thomson
- Titel:** Principles of Corporate Finance, 9th edition
Forfatter: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen
Forlag: McGraw-Hill
- Titel:** Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele
Forfatter: Rådgivningsudvalget
Forlag: Online-baseret publikation
- Titel:** Valuation, 4th edition
Forfatter: Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels
Forlag: Wiley

Publikationer og artikler:

- Titel:** Prisfastsættelsen på aktiemarkedet
Forfatter: PricewaterhouseCoopers
- Titel:** Risikopræmien på aktier
Forfatter: Nationalbanken
- Titel:** Consumer electronics global overview: Growth trends and analysis
Forfatter: Global Market Information Database
- Titel:** The Five Competitive Forces That Shape Strategy
Forfatter: Harvard Business Review
- Titel:** Issues in Valuation of Privately Held Firm
Forfatter: Christian V. Petersen, Thomas Plenborg & Finn Schøler

Hjemmesider:

Titel:	http://www.bang-olufsen.dk
Titel:	http://www.beep.tv2.dk
Titel:	http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx
Titel:	http://www.flatpanels.dk
Titel:	http://ec.europa.eu
Titel:	http://www.imf.org
Titel:	http://www.nationalbanken.dk
Titel:	http://www.bloomberg.com

Årsrapporter mm.

Titel:	Bang & Olufsen A/S 01.06.2006 - 31.05.2007
Titel:	Bang & Olufsen A/S 01.06.2007 - 31.05.2008
Titel:	Bang & Olufsen A/S 01.06.2008 - 31.05.2009
Titel:	Bang & Olufsen A/S 01.06.2009 - 31.05.2010
Titel:	Bang & Olufsen A/S 01.06.2010 - 31.05.2011
Titel:	Bang & Olufsen A/S Fortegningsretsemission 2009

Bilag 3 – Markedsdata

Aggregeret data i mio. kroner

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Asien						
Audio og hjemmebiografer	34.537	33.774	31.361	32.030	31.761	33.027
Fjernsyn og projektorer	172.562	202.657	231.935	262.352	309.923	429.351
Videoafspillere	54.563	44.382	41.691	43.597	43.578	48.631
I alt	261.662	280.813	304.986	337.979	385.262	511.008
Østeuropa						
Audio og hjemmebiografer	9.096	10.708	13.479	16.013	8.762	8.826
Fjernsyn og projektorer	31.609	45.239	54.874	67.962	41.890	42.134
Videoafspillere	7.161	6.873	6.912	5.685	3.130	2.960
I alt	38.770	52.113	61.786	73.647	45.020	45.094
Sydamerika						
Audio og hjemmebiografer	9.328	10.518	11.667	12.613	11.862	15.041
Fjernsyn og projektorer	51.517	68.100	65.045	75.464	73.264	105.769
Videoafspillere	7.906	9.926	9.528	9.111	6.314	7.075
I alt	68.751	88.544	86.240	97.188	91.440	127.884
Mellemøsten og Afrika						
Audio og hjemmebiografer	5.880	6.044	6.251	6.180	5.673	6.154
Fjernsyn og projektorer	116.573	120.961	99.090	65.827	47.424	49.798
Videoafspillere	8.836	7.847	7.306	6.811	6.157	6.440
I alt	131.289	134.852	112.647	78.819	59.254	62.392
Nordamerika						
Audio og hjemmebiografer	19.581	21.640	24.460	21.880	20.629	21.741
Fjernsyn og projektorer	130.705	165.009	178.176	199.649	179.557	160.479
Videoafspillere	13.976	15.256	12.331	12.364	14.815	14.894
I alt	164.262	201.905	214.967	233.894	215.000	197.115
Vesteuropa						
Audio og hjemmebiografer	45.236	44.424	47.600	46.533	40.927	41.406
Fjernsyn og projektorer	165.711	218.726	268.795	281.236	260.467	249.894
Videoafspillere	36.710	33.706	26.625	21.692	18.766	18.130
I alt	247.657	296.856	343.019	349.460	320.160	309.431
Samlet	912.389	1.055.083	1.123.646	1.170.988	1.116.138	1.252.924

Kilde: GMID

Bilag 4 – Historiske resultatopgørelse

Resultatopgørelse

(mio. DKK)

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	4.375,7	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9
Produktionsomkostninger	-2.338,0	-2.199,6	-1.683,8	-1.672,0	-1.711,4
Bruttoresultat	2.037,7	1.892,4	1.105,7	1.089,5	1.155,5
Udviklingsomkostninger	-458,8	-545,5	-462,7	-342,8	-311,4
Distributions- og marketingomkostninger	-910,2	-1.003,5	-928,5	-708,5	-660,8
Administrationsomkostninger mv.	-138,7	-148,7	-104,5	-85,3	-123,5
Omstruktureringsomkostninger	0,0	0,0	-105,5	0,0	0,0
Andre driftsindtægter	0,0	0,0	0,0	13,3	0,0
Resultat af primær drift (EBIT)	530,0	194,7	-495,5	-33,8	59,8
Resultat af kapitalandele i datterselskaber efter skat	10,4	-11,2	2,3	-6,7	0,2
Udbytter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansielle indtægter	15,7	20,0	11,4	15,4	7,5
Finansielle omkostninger	-31,7	-49,8	-41,2	-24,5	-27,4
Resultat før skat (EBT)	524,4	153,7	-523,0	-49,6	40,1
Skat af årets resultat	-151,9	-41,4	140,2	16,7	-12,1
Årets resultat	372,5	112,3	-382,8	-32,9	28,0

Bilag 5 – Historiske balance

Balance					
AKTIVER					
<u>Immaterielle aktiver</u>	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Goodwill	44,8	44,8	44,8	44,7	44,8
Erhvervede rettigheder	44,4	41,1	50,8	46,0	37,7
Færdiggjorte udviklingsprojekter	244,6	218,8	200,6	249,1	191,7
Udviklingsprojekter under udførelse	116,2	112,5	145,4	154,5	322,0
Immaterielle aktiver i alt	450,0	417,2	441,6	494,3	596,2
<u>Materielle aktiver</u>					
Grunde og bygninger	252,1	274,4	269,9	240,9	227,8
Produktionsanlæg og maskiner	203,8	221,8	229,5	209,4	164,0
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	70,7	50,0	48,4	34,9	31,3
Indretning af lejede lokaler	29,1	28,7	32,2	23,2	15,6
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver	62,2	80,8	25,5	18,7	69,1
Materielle aktiver i alt	617,9	655,7	605,5	527,1	507,8
<u>Investeringsjendomme</u>	56,4	52,8	49,1	45,4	42,7
Investeringsjendomme i alt	56,4	52,8	49,1	45,4	42,7
<u>Finansielle aktiver</u>					
Kapitalandele i datterselskaber	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalandele i associerede selskaber	15,8	6,3	9,5	5,3	5,7
Andre finansielle tilgodehavender	88,2	52,0	60,4	41,4	40,1
Finansielle aktiver i alt	104,0	58,3	69,9	46,7	45,8
<u>Udskudte skatteaktiver</u>	21,2	22,7	104,9	140,4	144,1
Udskudte skatteaktiver i alt	21,2	22,7	104,9	140,4	144,1
Langfristede aktiver i alt	1.249,5	1.206,7	1.271,0	1.253,9	1.336,6
<u>Varebeholdninger</u>	694,3	801,4	593,3	563,6	563,0
Varebeholdninger i alt	694,3	801,4	593,3	563,6	563,0
<u>Tilgodehavender</u>					
Tilgodehavender fra salg	733,8	593,0	407,9	417,9	365,2
Tilgodehavender hos datterselskaber	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilgodehavender hos associerede selskaber	8,5	0,0	1,4	1,5	1,7
Tilgodehavende selskabsskat	27	39,7	21,7	21,2	13,3
Andre tilgodehavender	30	38,9	31,6	27,6	24,3
Periodeafgrænsningsposter	22,8	30,5	28,4	22,4	15,0
Tilgodehavender i alt	822,1	702,1	491,0	490,6	419,5
<u>Likvide beholdninger</u>	196,4	107,1	258,1	253,6	189,1
Likvide beholdninger i alt	196,4	107,1	258,1	253,6	189,1
Kortfristede aktiver i alt	1.712,8	1.610,6	1.342,4	1.307,8	1.171,6
<u>Aktiver i alt</u>	2.962,3	2.817,3	2.613,4	2.561,7	2.508,2

Balance					
Passiver					
<u>Egenkapital</u>	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiekapital	120,8	120,8	362,4	362,4	362,4
Indbetalt overkurs	14,6	14,6	232,1	232,1	0,0
Reserve for valutakursregulering	-17,3	-42,9	-39,6	13,1	25,1
Reserve vedr. regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme	0,1	0,0	-1,0	-5,0	-10,9
Overført resultat	1.557,7	1.379,2	960,5	892,1	1.161,1
Egenkapital, moderselskabets aktionærer	1.675,9	1.471,7	1.514,4	1.494,7	1.537,7
Minoritetsinteresser	6,0	12,1	2,3	1,5	0,6
Egenkapital i alt	1.681,9	1.483,8	1.516,7	1.496,2	1.538,3
<u>Langfristede forpligtelser</u>					
Pensioner	9,7	9,5	7,0	7,8	9,0
Udskudt skat	67,8	64,2	4,8	6,2	8,1
Hensatte forpligtelser	97,0	77,3	78,1	78,2	81,5
Realkreditinstitutter	93,4	235,7	230,3	225,8	219,5
Kreditinstitutter	97,1	101,1	95,7	52,8	0,0
Øvrige langfristede forpligtelser	6,1	6,6	6,7	6,9	0,9
Langfristede forpligtelser i alt	371,1	494,4	422,6	377,7	319,0
<u>Kortfristede forpligtelser</u>					
Realkreditinstitutter	14,0	8,5	6,5	4,6	6,4
Kreditinstitutter	32,4	42,9	32,6	42,8	0,0
Kassekreditter	39,5	53,7	13,0	11,9	47,7
Hensatte forpligtelser	33,3	46,0	65,7	52,7	56,4
Leverandører af varer og tjenesteydelser	213,7	216,0	188,3	259,4	199,8
Gæld til associerede virksomheder	0,0	1,8	0,0	0,0	0,0
Selskabsskat	122,3	66,3	21,2	20,0	21,7
Anden gæld	356,2	320,0	324,6	289,9	303,9
Periodeafgrænsningsposter	97,9	83,9	22,2	6,5	15,0
Kortfristede forpligtelser i alt	909,3	839,1	674,1	687,8	650,9
Forpligtelser i alt	1.280,4	1.333,5	1.096,7	1.065,5	969,9
Passiver i alt	2.962,3	2.817,3	2.613,4	2.561,7	2.508,2

Bilag 6 – Historisk pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelse

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Årets resultat	372,5	112,3	-383,1	-32,9	28,0
Af- og nedskrivninger	248,9	299,2	285,7	245,4	239,6
Reguleringer	162,6	92,6	-92,7	-14,1	48,5
Ændring i driftskapital	-142,2	-22,2	358,2	43,8	26,7
Pengestrømme fra primær drift	641,8	481,9	168,1	242,2	342,8
Renteindbetalinger og lignende	15,7	20,0	11,4	15,4	7,5
Renteudbetalinger og lignende	-31,7	-49,8	-41,2	-24,5	-27,4
Betalt selskabsskat	-105,0	-120,3	-25,1	-14,7	-3,1
Total, diverse	-121,0	-150,1	-54,9	-23,8	-23,0
Pengestrømme fra driftsaktivitet	520,8	331,8	113,2	218,4	319,8
Køb af immaterielle langfristede aktiver	-210,1	-124,9	-211,5	-211,6	-253,3
Køb af materielle langfristede aktiver	-157,6	-190,4	-111,4	-82,7	-96,4
Køb af investeringsejendomme	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Salg af immaterielle langfristede aktiver	0,7	1,5	10,8	0,0	0,0
Salg af materielle langfristede aktiver	9,8	23,3	7,9	60,4	4,9
Modtagne refusioner, immaterielle langfristede aktiver	0,0	0,0	0,0	37,3	26,6
Kapitalforhøjelse, Bang & Olufsen Medicom a/s	0,0	0,0	-3,6	0,0	-0,8
Kapitalforhøjelse, Bang & Olufsen GPS Taiwan	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Køb af 10 % ejerandel i Bang & Olufsen ICEpower a/s	0,0	0,0	-23,0	0,0	0,0
Frasalg af aktivitet	32,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Ændring i finansielle tilgodehavender	-53,9	36,2	-8,4	19,0	1,3
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-378,4	-254,3	-339,2	-177,6	-317,7
Kapitalforhøjelse	0,0	0,0	459,1	0,0	0,0
Omkostninger ved kapitalforhøjelse	0,0	0,0	-25,8	-2,8	0,0
Provenu ved optagelse af lån	0,0	200,0	14,8	0,0	0,0
Afdrag på langfristede lån	-46,3	-48,7	-37,9	-39,1	-100,1
Betalt udbytte, miniritetsinteresser	0,0	0,0	-5,2	-2,3	-2,0
Betalt udbytte	-200,2	-247,7	-36,2	0,0	0,0
Udbytte af egne aktier	11,3	14,0	1,9	0,0	0,0
Udbytte fra associerede selskaber	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0
Salg af egne aktier	18,5	1,6	42,2	0,0	2,0
Tilbagekøb af egne aktier	-271,3	-100,2	0,0	0,0	0,0
Salg af tegningsretter	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-488,0	-181,0	417,7	-44,2	-100,1
Ændring i likvider - årets pengestrømme	-345,6	-103,5	191,7	-3,4	-98,0
Likvider 1. juni	502,5	156,9	53,4	245,1	241,7
Valutakursregulering af likvider					-2,3
Likvider 31. maj	156,9	53,4	245,1	241,7	141,4

Bilag 7 – Trendanalyse

Trendanalyse - Resultatopgørelse

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	100	94	64	63	66
Produktionsomkostninger	100	93	71	71	73
Bruttoresultat	100	94	57	55	58
Udviklingsomkostninger	100	111	90	62	50
Distributions- og marketingomkostninger	100	110	102	78	72
Administrationsomkostninger mv.	100	117	81	65	94
Omstruktureringsomkostninger	NA	NA	100	NA	NA
Andre driftsindtægter	NA	NA	NA	100	NA
EBITDA	100	63	-27	27	38
Immaterielle afskrivninger på langfristede aktiver	100	135	130	105	108
Materielle afskrivninger på langfristede aktiver	100	110	104	95	83
Nedskrivninger på materielle langfristede aktiver	100	NA	17	NA	223
Nedskrivninger på investeringsejendomme	100	95	97	97	71
EBIT	100	37	-93	-6	11
Skat af årets resultat af primær drift	100	34	-87	-7	12
NOPAT	100	38	-96	-6	11

Trendanalyse - Balance

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiver					
Varebeholdning	100	115	85	81	81
Tilgodehavender fra salg	100	81	56	57	50
Andre tilgodehavender	100	120	84	77	60
Driftsaktiver	100	99	71	69	65
Leverandører af varer og tjenesteydelser	100	101	88	121	93
Hensatte forpligtelser	100	80	81	81	84
Periodeafgrænsningsposter	100	71	-8	-21	0
Gæld til associerede virksomheder	NA	100	NA	NA	NA
Anden gæld	100	90	91	81	85
Driftsforpligtelser	100	90	79	82	79
Arbejdskapital	100	107	63	56	51
Investerings ejendomme	100	94	87	80	76
Grunde og bygninger	100	109	107	96	90
Produktionsanlæg og maskiner	100	109	113	103	80
Hensatte forpligtelser	100	138	197	158	169
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	100	71	68	49	44
Pensioner	100	98	72	80	93
Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger	100	97	125	133	277
Indretning af lejede lokaler	100	99	111	80	54
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger	100	130	41	30	111
Investeret kapital (eksl. goodwill)	100	105	80	72	79
Selskabsskat	100	54	17	16	18
Udskudt skatteaktiv	100	107	495	662	680
Goodwill	100	100	100	100	100
Erhvervede rettigheder	100	93	114	104	85
Færdiggjorte udviklingsprojekter	100	89	82	102	78
Investeret kapital (inkl. goodwill)	100	112	163	198	170
Likvide beholdninger	100	55	131	129	96
Investeret kapital	100	101	95	93	92

Trendanalyse - Balance

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Passiver					
Kapitalandele i associerede selskaber	100	40	60	34	36
Andre finansielle tilgodehavender	100	59	68	47	45
Udskudt skat	100	95	7	9	12
Realkreditinsitutter (langfristet)	100	252	247	242	235
Kreditinsitutter (langfristet)	100	104	99	54	0
Øvrige langfristede forpligtelser	100	108	110	113	15
Realkreditinsitutter (kortfristet)	100	61	46	33	46
Kreditinsitutter (kortfristet)	100	132	101	132	0
Kassekreditter	100	136	33	30	121
NRBG	100	184	130	124	96
Aktiekapital	100	100	300	300	300
Indbetalt overkurs	100	100	1.590	1.590	0
Reserve for valutakursregulering	100	248	229	-76	-145
Reserve vedr. sikring af pengestrømme	100	0	-1.000	-5.000	-10.900
Overført resultat	100	89	62	57	75
Minoritetsinteresser	100	202	38	25	10
Egenkapital i alt	100	88	90	89	91
Investeret kapital	100	101	95	93	92

Bilag 8 – Common-size analyse

Common-size analyse - Resultatopgørelse

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%	100%
Produktionsomkostninger	-51%	-51%	-56%	-57%	-57%
Bruttoresultat	49%	49%	44%	43%	43%
Udviklingsomkostninger	-8%	-9%	-11%	-8%	-6%
Distributions- og marketingomkostninger	-20%	-24%	-33%	-25%	-23%
Administrationsomkostninger mv.	-3%	-4%	-4%	-3%	-4%
Omstruktureringsomkostninger	0%	0%	-4%	0%	0%
Andre driftsindtægter	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	18%	12%	-8%	8%	10%
Immaterielle afskrivninger på langfristede aktiver	3%	4%	5%	4%	4%
Materielle afskrivninger på langfristede aktiver	3%	3%	5%	4%	4%
Nedskrivninger på materielle langfristede aktiver	0%	0%	0%	0%	0%
Nedskrivninger på investeringsejendomme	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	12%	5%	-18%	-1%	2%
Skat af årets resultat af primær drift	-4%	-1%	5%	0%	-1%
NOPAT	9%	3%	-13%	-1%	1%

Common-size analyse - Balance

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiver					
Varebeholdning	36%	41%	32%	31%	32%
Tilgodehavender fra salg	38%	31%	22%	23%	21%
Andre tilgodehavender	3%	4%	3%	3%	2%
Driftsaktiver	77%	76%	57%	57%	55%
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-11%	-11%	-10%	-14%	-11%
Hensatte forpligtelser	-5%	-4%	-4%	-4%	-5%
Periodeafgrænsningsposter	-4%	-3%	0%	1%	0%
Gæld til associerede virksomheder	0%	0%	0%	0%	0%
Anden gæld	-18%	-17%	-18%	-16%	-17%
Driftsforpligtelser	-38%	-34%	-32%	-34%	-33%
Arbejdskapital	39%	42%	26%	23%	22%
Investeringsejendomme	3%	3%	3%	3%	2%
Grunde og bygninger	13%	14%	15%	13%	13%
Produktionsanlæg og maskiner	11%	11%	12%	12%	9%
Hensatte forpligtelser	-2%	-2%	-4%	-3%	-3%
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	4%	3%	3%	2%	2%
Pensioner	-1%	0%	0%	0%	-1%
Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger	6%	6%	8%	9%	18%
Indretning af lejede lokaler	2%	1%	2%	1%	1%
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger	3%	4%	1%	1%	4%
Investeret kapital (eksl. goodwill)	78%	81%	65%	60%	67%
Selskabsskat	-6%	-3%	-1%	-1%	-1%
Udskudt skatteaktiv	1%	1%	6%	8%	8%
Goodwill	2%	2%	2%	2%	3%
Erhvervede rettigheder	2%	2%	3%	3%	2%
Færdiggjorte udviklingsprojekter	13%	11%	11%	14%	11%
Investeret kapital (inkl. goodwill)	12%	13%	21%	26%	22%
Likvide beholdninger	10%	6%	14%	14%	11%
Investeret kapital	100%	100%	100%	100%	100%

Common-size analyse - Balance

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Passiver					
Kapitalandele i associerede selskaber	-1%	0%	-1%	0%	0%
Andre finansielle tilgodehavender	-5%	-3%	-3%	-2%	-2%
Udskudt skat	4%	3%	0%	0%	0%
Realkreditinsitutter (langfristet)	5%	12%	13%	13%	12%
Kreditinsitutter (langfristet)	5%	5%	5%	3%	0%
Øvrige langfristede forpligtelser	0%	0%	0%	0%	0%
Realkreditinsitutter (kortfristet)	1%	0%	0%	0%	0%
Kreditinsitutter (kortfristet)	2%	2%	2%	2%	0%
Kassekreditter	2%	3%	1%	1%	3%
NRBG	13%	23%	17%	17%	13%
Aktiekapital	6%	6%	20%	20%	20%
Indbetalt overkurs	1%	1%	13%	13%	0%
Reserve for valutakursregulering	-1%	-2%	-2%	1%	1%
Reserve vedr. sikring af pengestrømme	0%	0%	0%	0%	-1%
Overført resultat	81%	71%	52%	50%	65%
Minoritetsinteresser	0%	1%	0%	0%	0%
Egenkapital i alt	87%	77%	83%	83%	87%
Investeret kapital	100%	100%	100%	100%	100%

Common-size analyse - Balance - Pengebindinger

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Aktiver					
Varebeholdning	53	67	91	76	72
Tilgodehavender fra salg	58	59	65	55	50
Andre tilgodehavender	6	6	9	7	6
Driftsaktiver	116	132	165	138	127
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-18	-19	-26	-30	-29
Hensatte forpligtelser	-8	-8	-10	-10	-10
Periodeafgrænsningsposter	-4	-6	-3	1	1
Gæld til associerede virksomheder	NA	0	0	NA	NA
Anden gæld	-30	-30	-42	-41	-38
Driftsforpligtelser	-59	-63	-82	-79	-76
Arbejdskapital	57	69	83	59	51
Investerings ejendomme	2	5	7	6	6
Grunde og bygninger	24	23	36	34	30
Produktionsanlæg og maskiner	17	19	30	29	24
Hensatte forpligtelser	-3	-4	-7	-8	-7
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	5	5	6	6	4
Pensioner	-1	-1	-1	-1	-1
Udviklingsprojekter under udførelse og forudbetalinger	9	10	17	20	30
Indretning af lejede lokaler	2	3	4	4	2
Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger	5	6	7	3	6
Investeret kapital (eksl. goodwill)	119	137	181	151	145
Selskabsskat	-8	-8	-6	-3	-3
Udskudt skatteaktiv	2	2	8	16	18
Goodwill	3	4	6	6	6
Erhvervede rettigheder	2	4	6	6	5
Færdiggjorte udviklingsprojekter	19	21	27	30	28
Investeret kapital (inkl. goodwill)	18	22	42	56	55
Likvide beholdninger	29	14	24	34	28
Investeret kapital	166	172	247	240	228

Common-size analyse - Balance - Pengebindinger

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Passiver					
Kapitalandele i associerede selskaber	-1	-1	-1	-1	-1
Andre finansielle tilgodehavender	-5	-6	-7	-7	-5
Udskudt skat	5	6	5	1	1
Realkreditinsitutter (langfristet)	8	15	30	30	28
Kreditinsitutter (langfristet)	9	9	13	10	3
Øvrige langfristede forpligtelser	0	1	1	1	0
Realkreditinsitutter (kortfristet)	2	1	1	1	1
Kreditinsitutter (kortfristet)	1	3	5	5	3
Kassekreditter	2	4	4	2	4
NRBG	23	31	51	41	34
Aktiekapital	10	11	32	48	46
Indbetalt overkurs	1	1	16	31	15
Reserve for valutakursregulering	-1	-3	-5	-2	2
Reserve vedr. sikring af pengestrømme	0	0	0	0	-1
Overført resultat	132	131	153	122	131
Minoritetsinteresser	0	1	1	0	0
Egenkapital i alt	143	141	196	199	193
Investeret kapital	166	172	247	240	228

Bilag 9 – Historisk omsætning fordelt på geografiske områder

Data i mio. kroner

Nettoomsætning i alt, geografisk opdeling

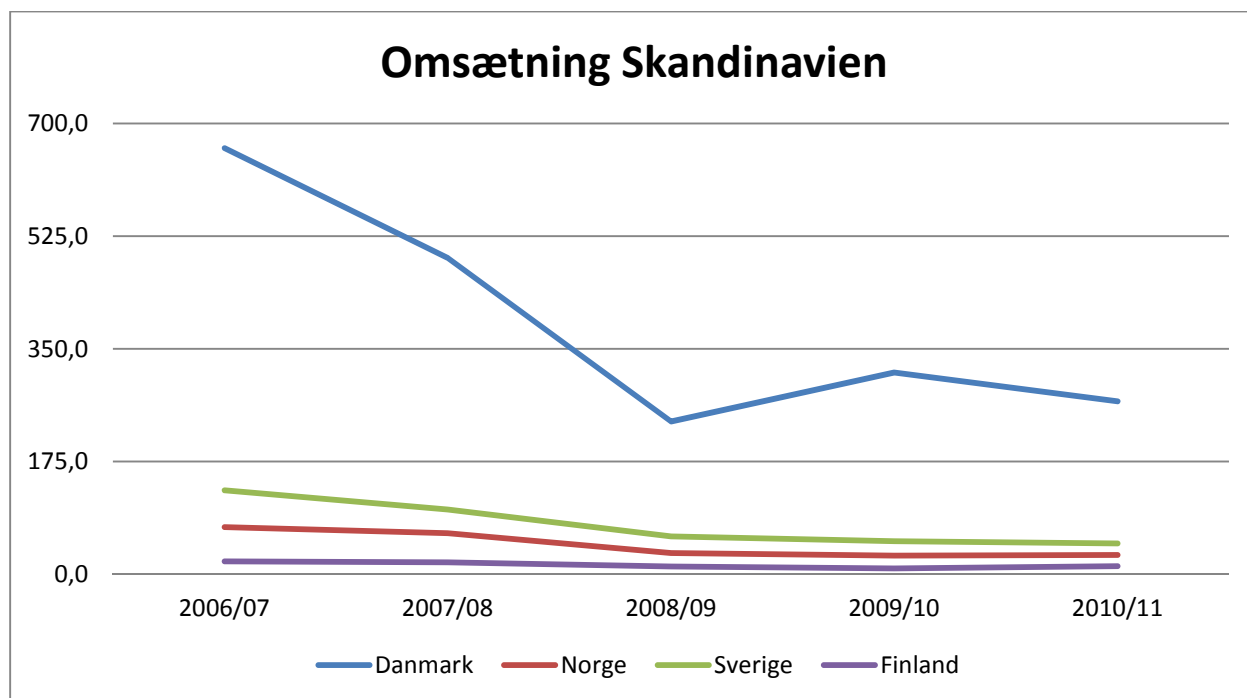
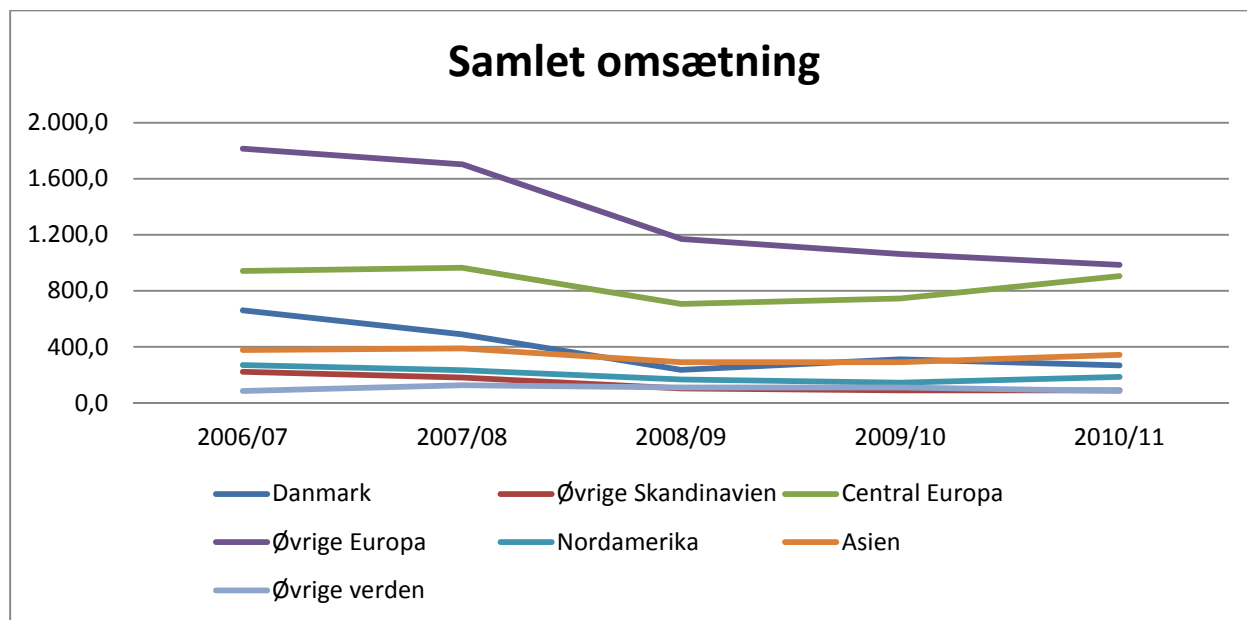
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Danmark	661,5	490,9	237,3	313,0	268,4
Øvrige Skandinavien	222,9	182,7	104,2	89,5	90,9
Central Europa	941,5	966,0	707,6	746,4	906,4
Øvrige Europa	1.813,5	1.703,1	1.171,5	1.063,0	984,9
Nordamerika	271,3	234,2	168,0	146,1	185,8
Asien	378,0	389,0	290,4	291,6	344,4
Øvrige verden	87,0	126,1	110,5	111,9	86,1
I alt	4.375,7	4.092,0	2.789,5	2.761,5	2.866,9

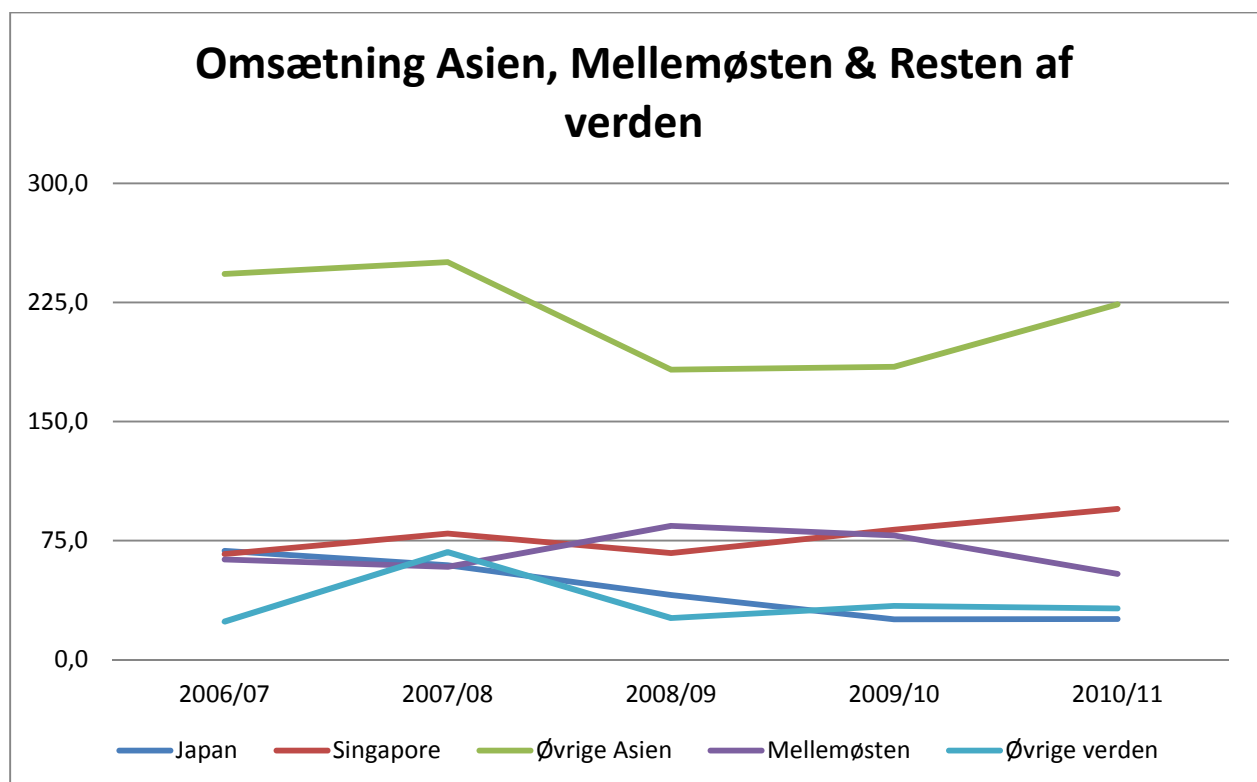
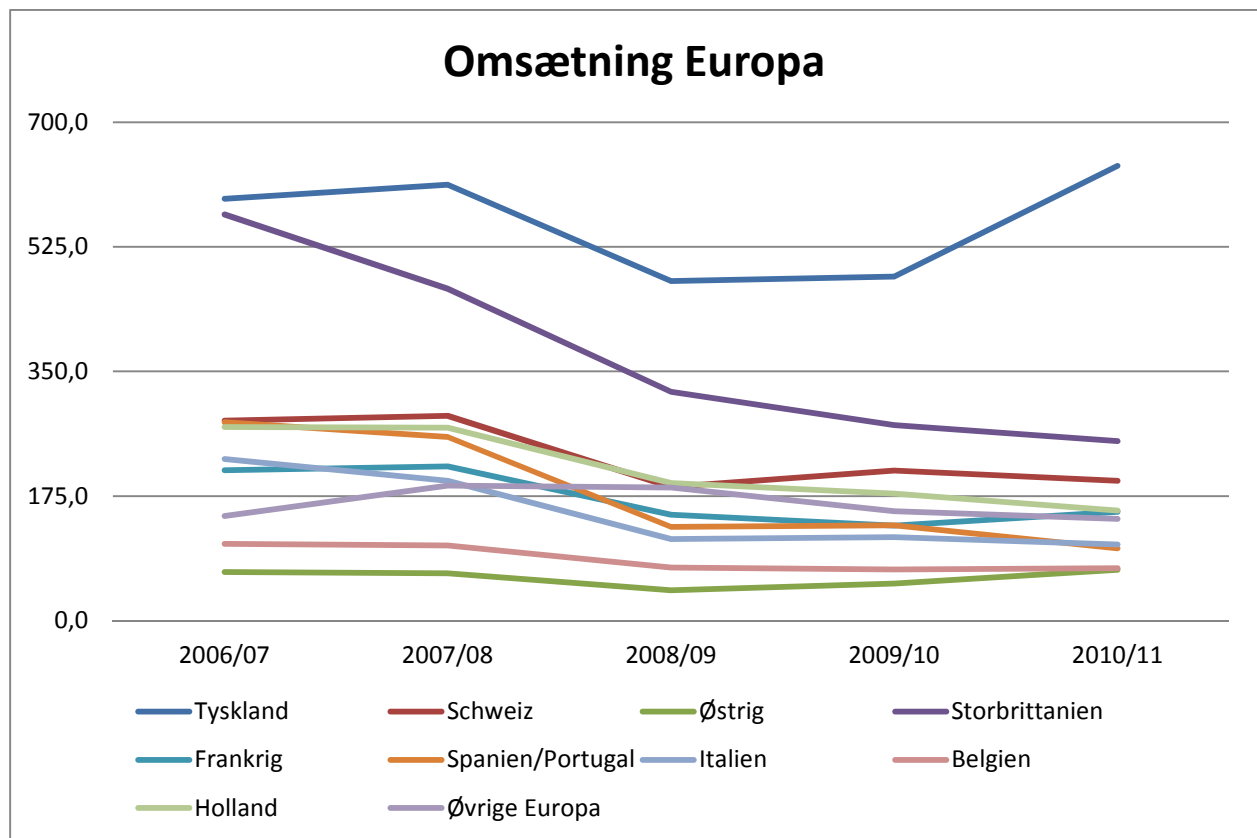
Nettoomsætning, geografisk opdeling

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Danmark	661,5	490,9	237,3	313,0	268,4
Norge	73,0	63,8	33,1	29,1	30,2
Sverige	130,1	100,4	59,0	51,4	48,1
Finland	19,8	18,5	12,1	9,0	12,6
Skandinavien	884,4	673,6	341,5	402,5	359,3
Tyskland	592,3	612,0	476,9	483,4	638,7
Schweiz	281,1	287,5	188,0	210,7	196,4
Østrig	68,1	66,5	42,7	52,3	71,3
Central Europa	941,5	966,0	707,6	746,4	906,4
Storbritannien	570,2	466,0	321,4	274,8	252,1
Frankrig	211,3	216,4	148,7	133,3	152,6
Spanien/Portugal	278,6	258,2	131,8	133,7	101,7
Italien	227,0	196,2	114,7	117,3	107,1
Belgien	107,7	105,5	74,6	71,8	73,7
Holland	271,8	271,1	193,2	178,6	154,6
Øvrige Europa	146,9	189,7	187,1	153,5	143,1
Øvrige Europa	1.813,5	1.703,1	1.171,5	1.063,0	984,9
Nordamerika	271,3	234,2	168,0	146,1	185,8
Japan	68,6	59,4	40,7	25,3	25,6
Singapore	66,5	79,3	67,0	81,8	95,0
Øvrige Asien	242,9	250,3	182,7	184,5	223,8
Øvrige Asien	378,0	389,0	290,4	291,6	344,4
Mellemøsten	63,1	58,5	84,3	78,1	53,9
Øvrige verden	23,9	67,6	26,2	33,8	32,2
Øvrige verden	87,0	126,1	110,5	111,9	86,1

Bilag 10 – Historisk udvikling i omsætning fordelt på geografiske områder (grafisk opstilling)

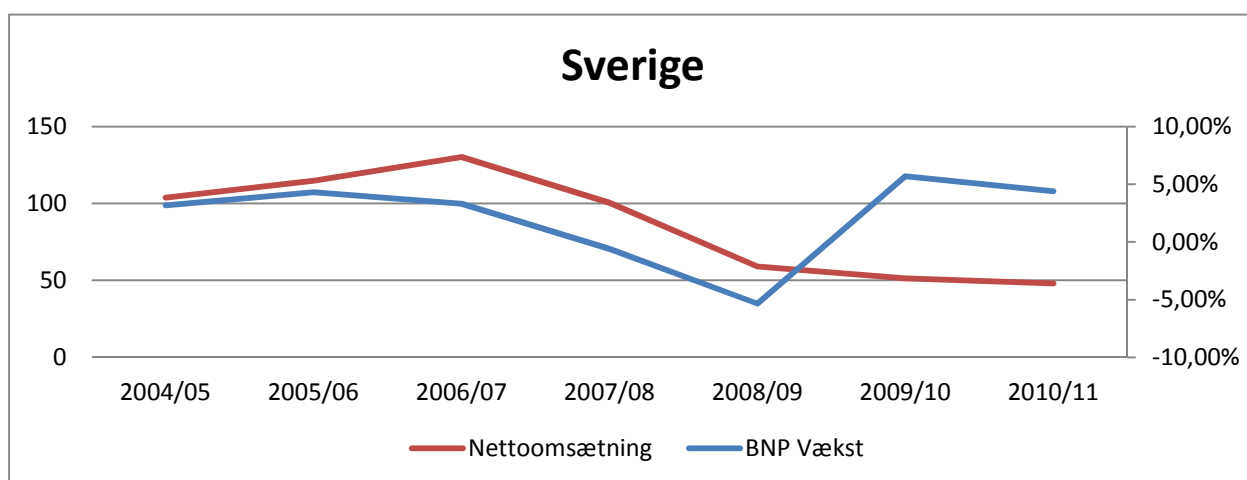
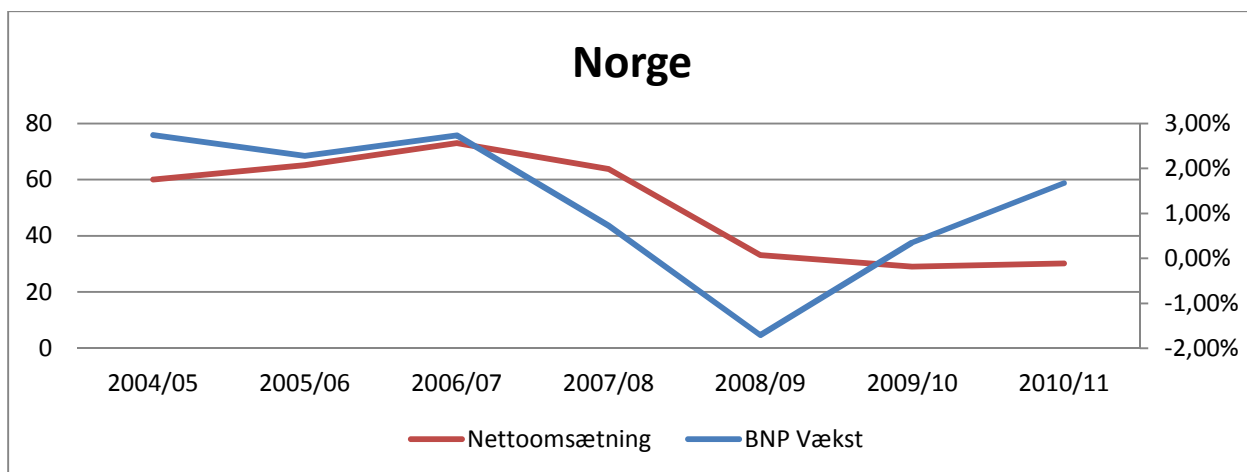
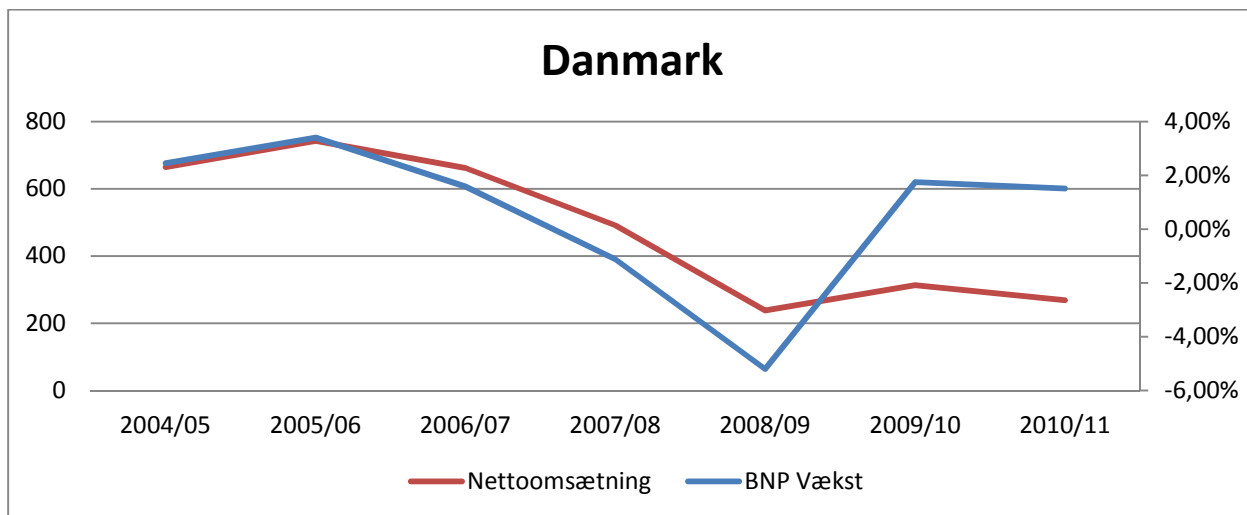
Data i mio. kroner

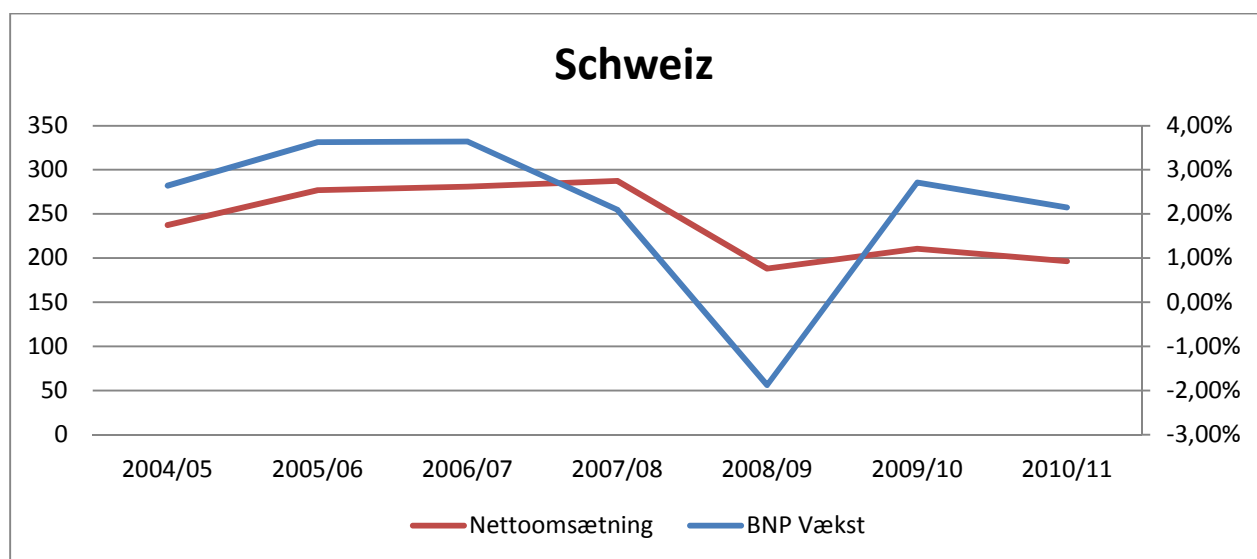
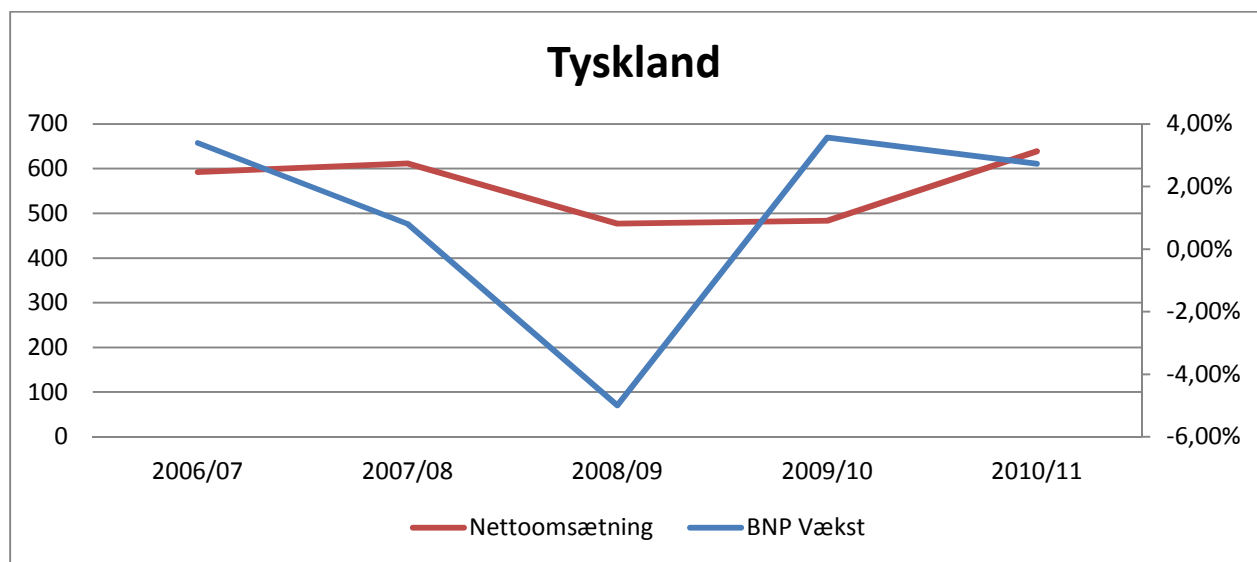
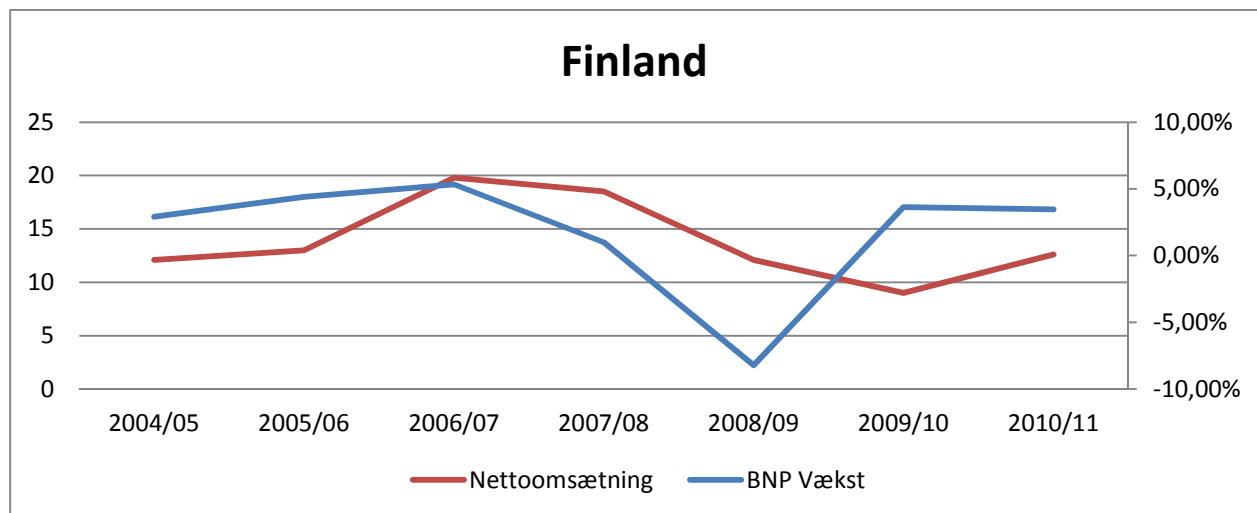


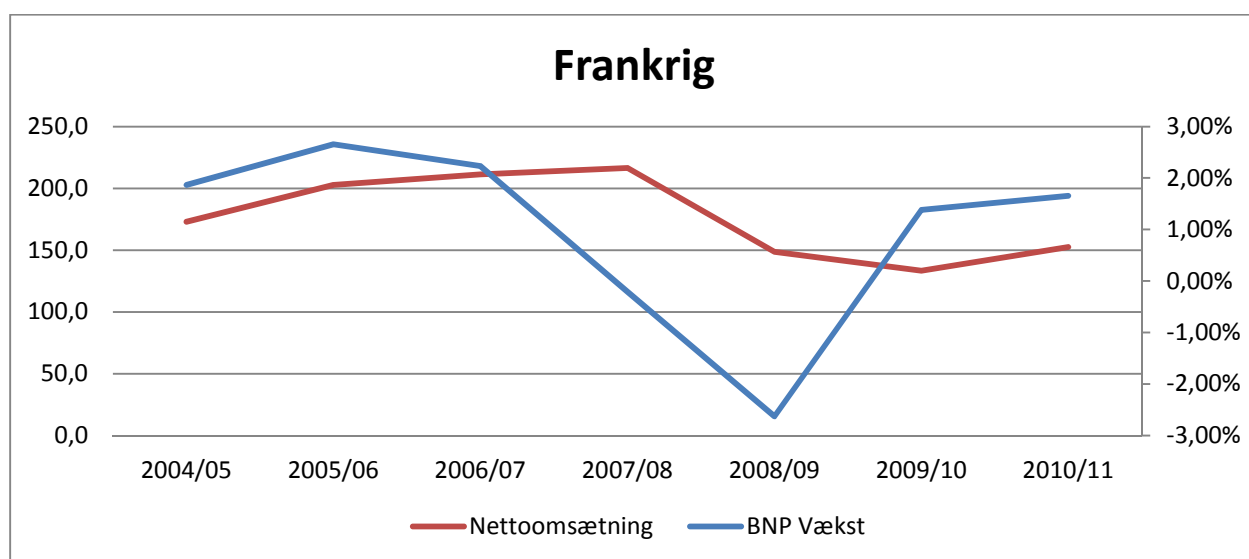
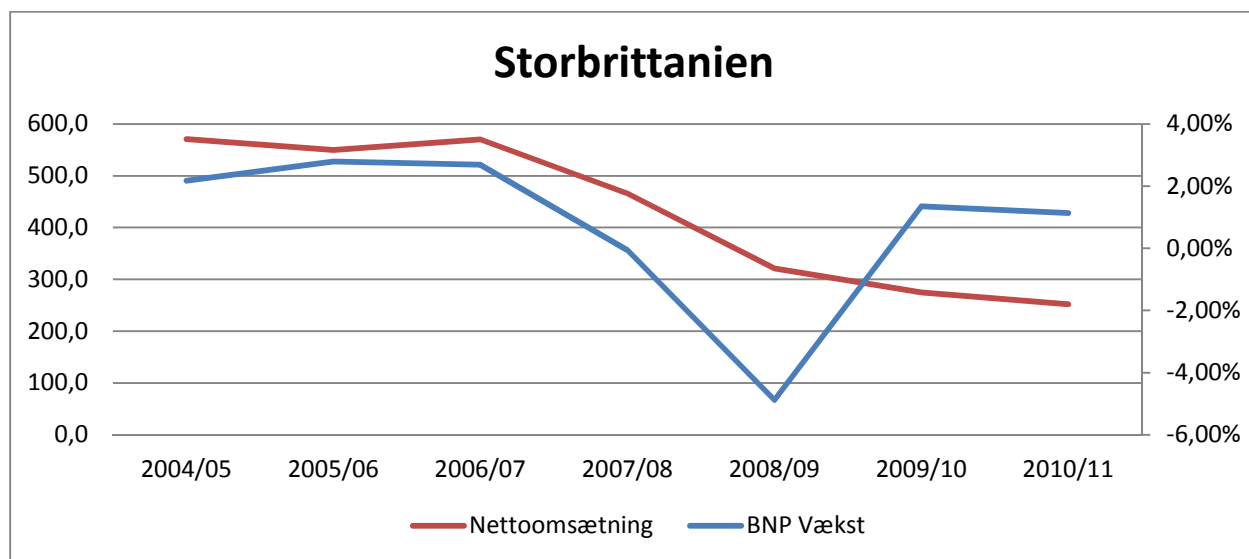
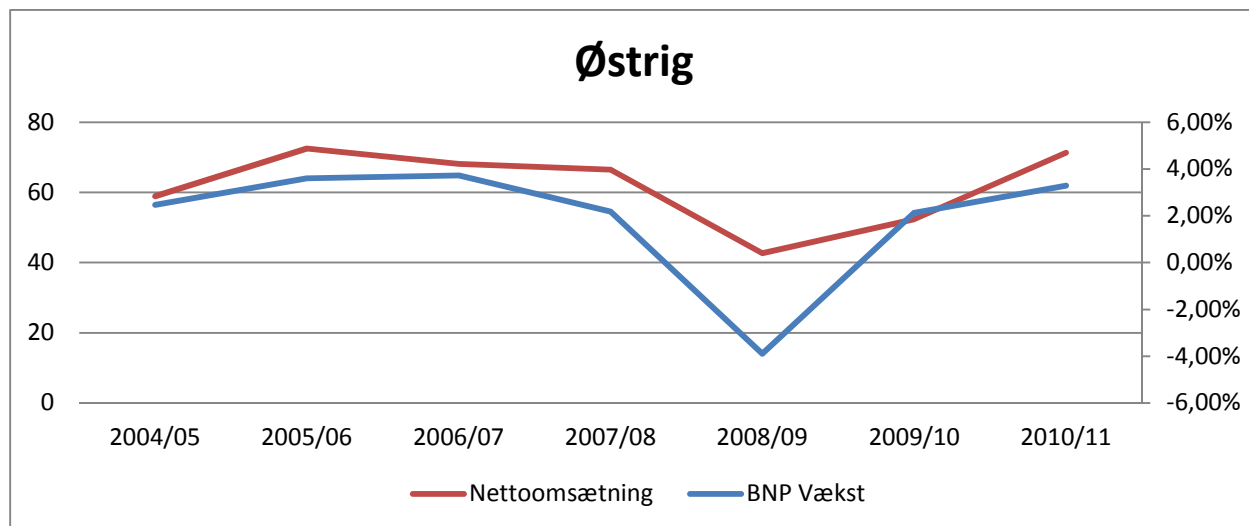


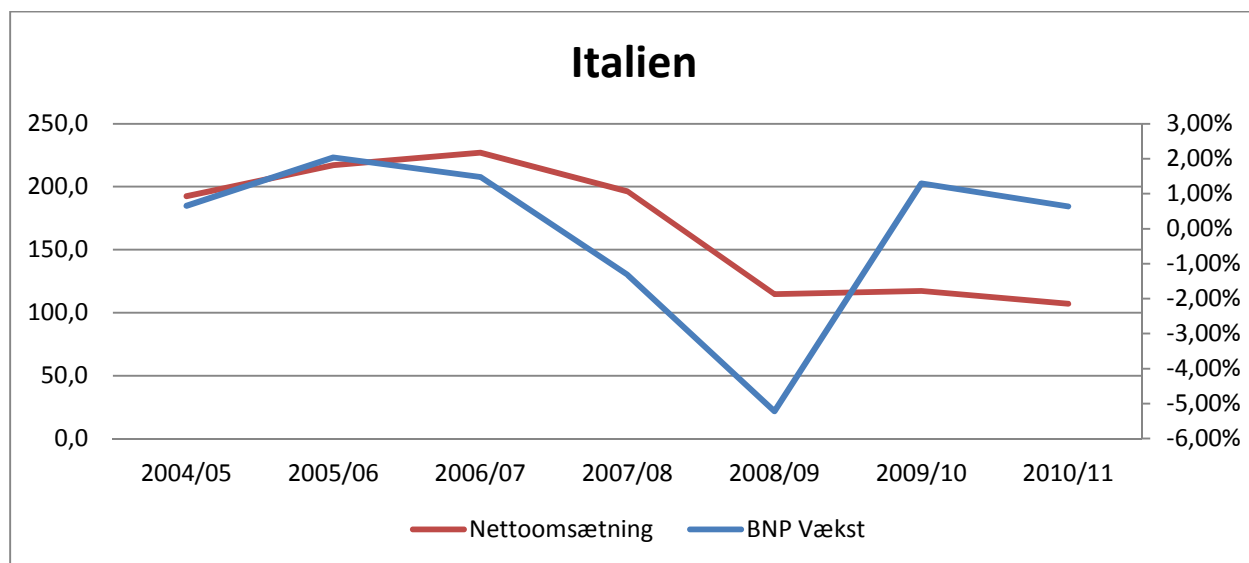
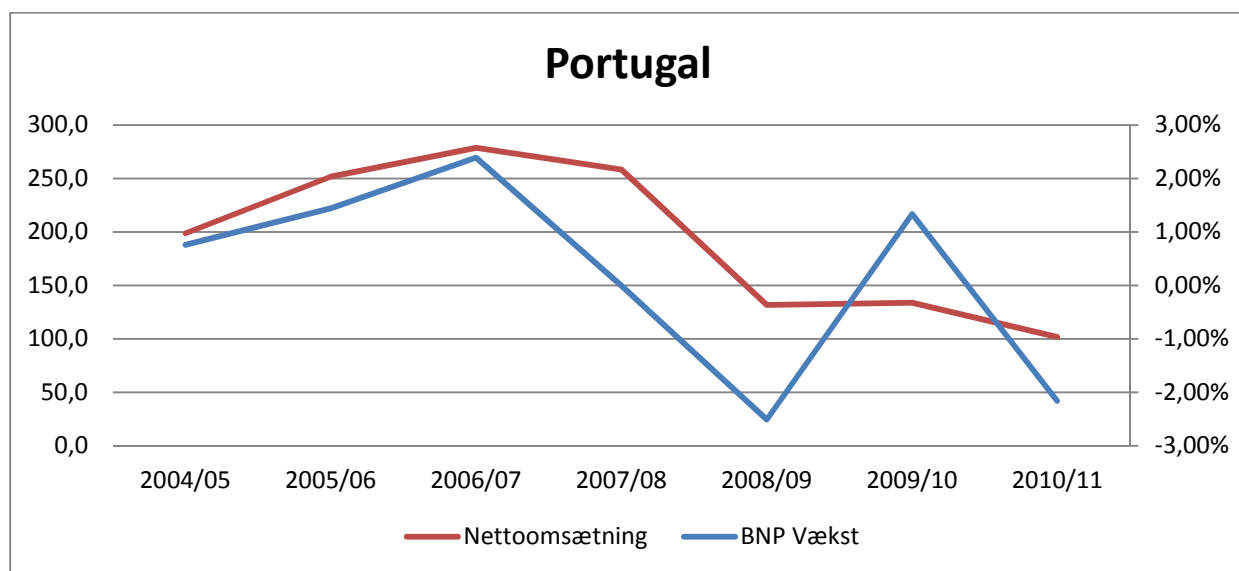
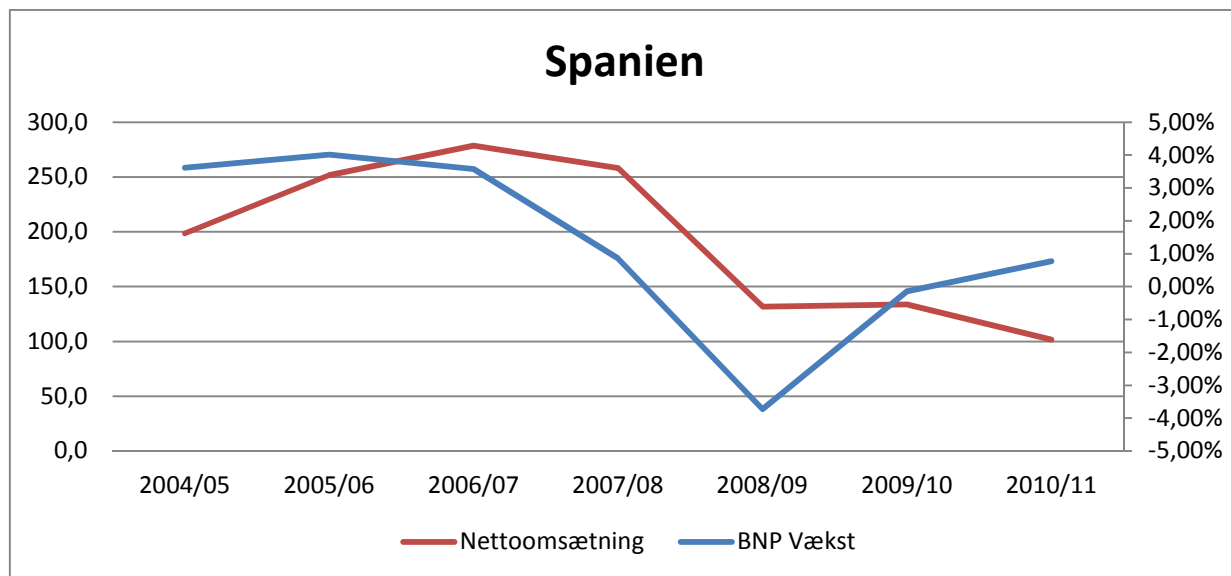
Bilag 11 - Historisk udvikling i omsætning i forhold til BNP-vækst

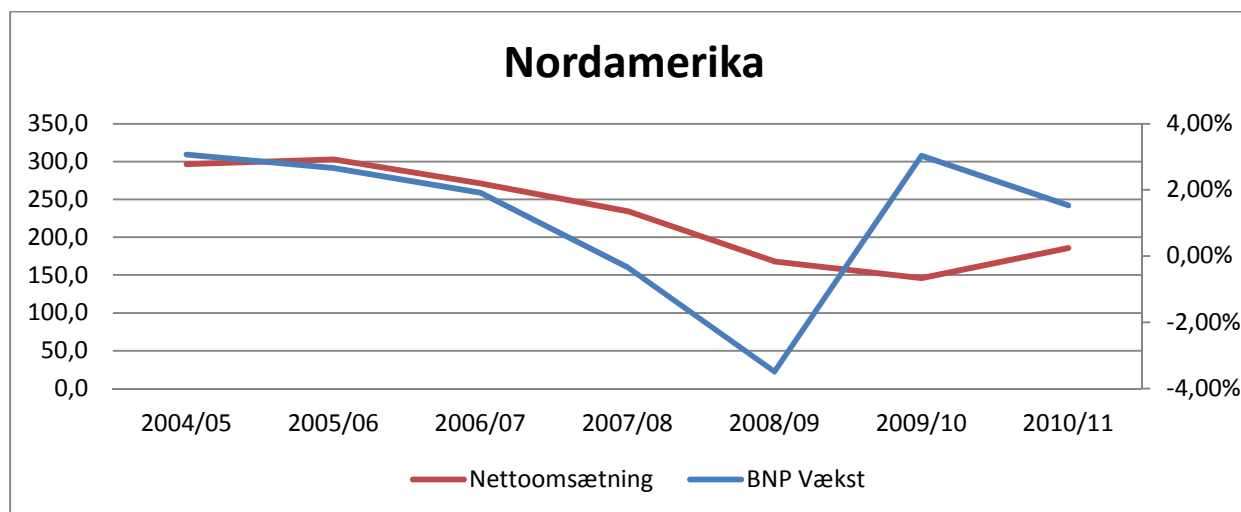
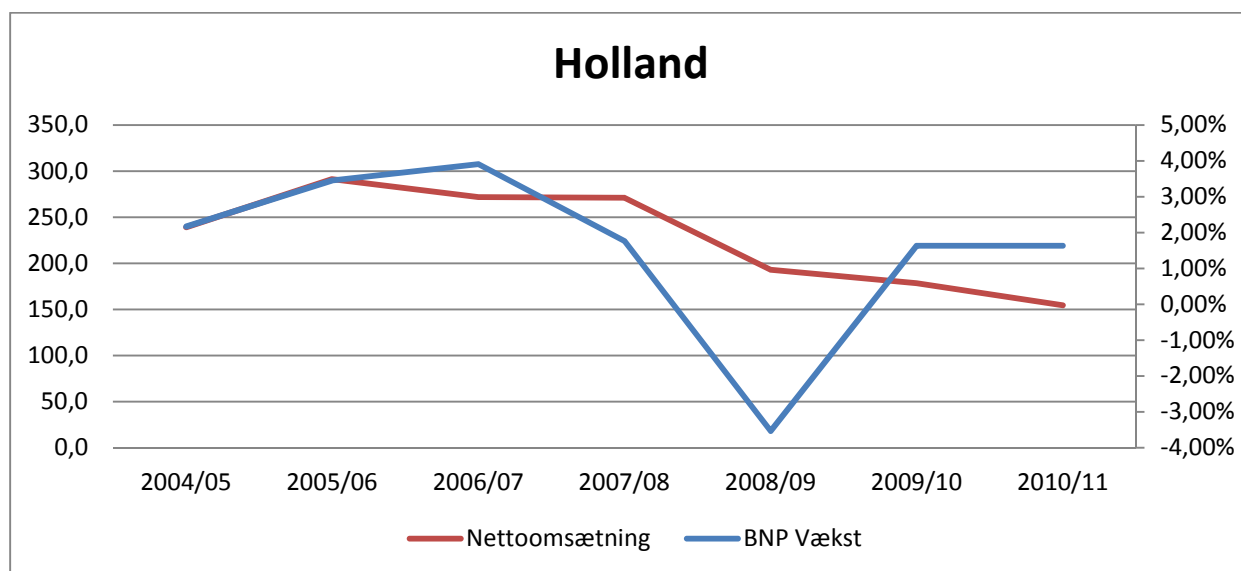
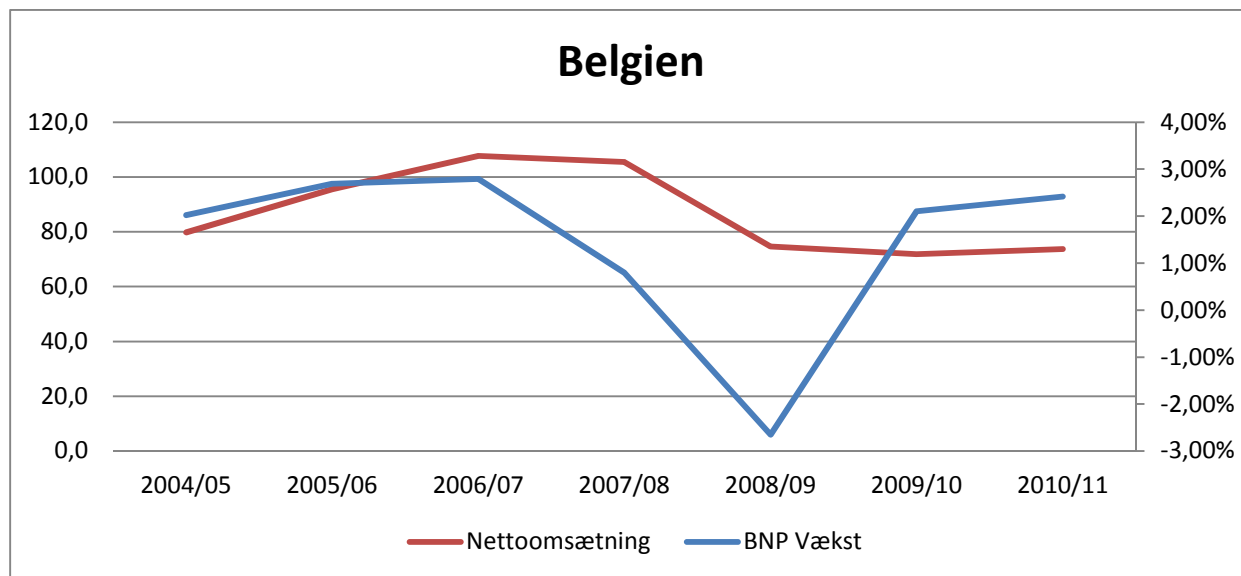
Data i mio. kroner

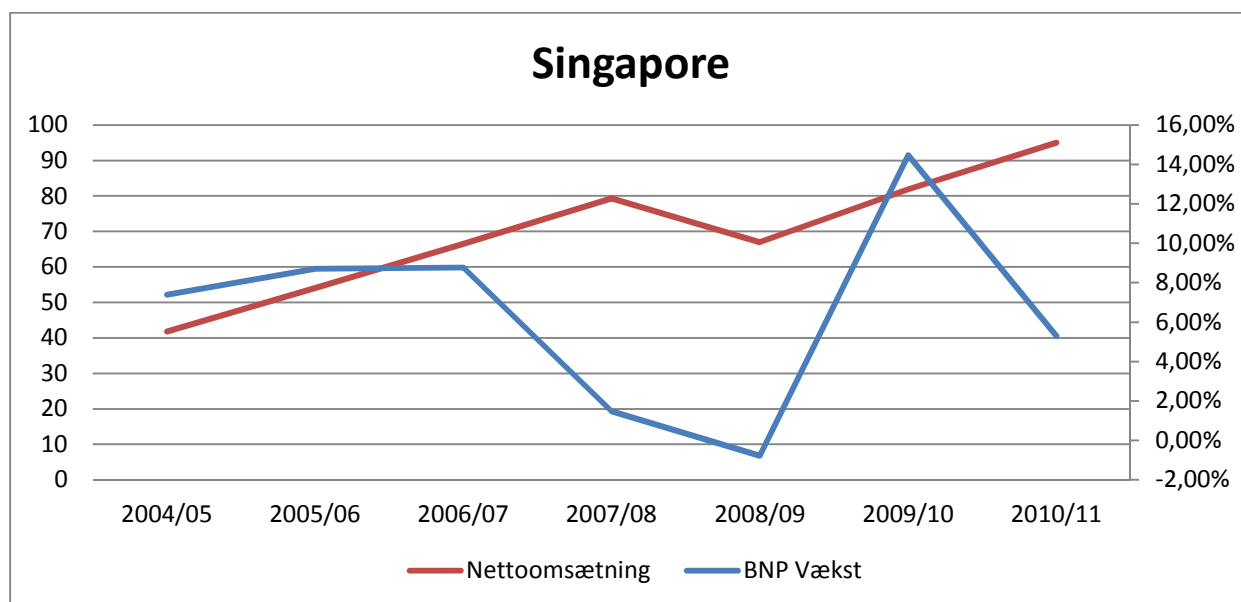
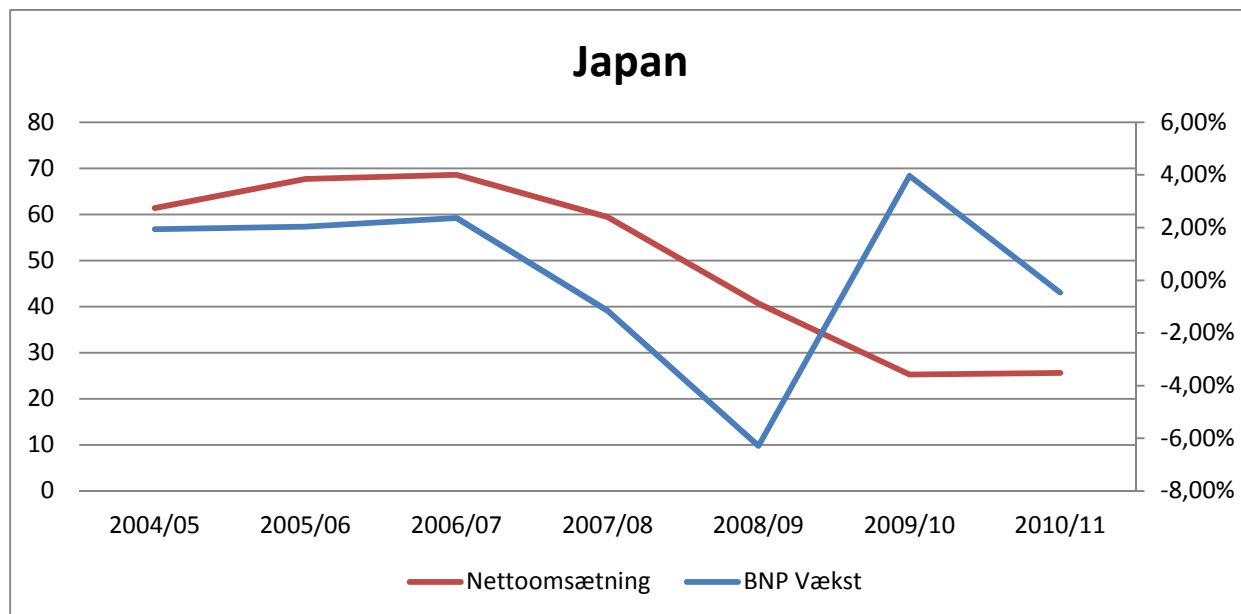












Bilag 12 – Litteraturliste og kildehenvisninger

-
- ¹ Bloomberg – Oversigt over analytikers estimeringer for aktiekursen
- ² Prisfastsættelse af aktimarkedet af PWC s. 2.
- ³ Peer-group er en gruppe bestående af sammenlignelige virksomheder
- ⁴ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 5.
- ⁵ B&O Børsmeddelelse fra 16 april 2009
- ⁶ Pr. 31 maj 2011 var der registreret ca. 35.000 navnenoterede aktionærer
- ⁷ B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 25.
- ⁸ B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2008 – 31.05.2009 s. 25
- ⁹ B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 3.
- ¹⁰ B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 24.
- ¹¹ EBIT/Omsætningen
- ¹² Stand alone produkter er produkter (højttalere, høretelefoner, docking stationer mm.) som kan tilsluttes andre komponenter såsom Ipad, Iphone andre Mp3 afspillere.
- ¹³ <http://beep.tv2.dk/nyheder/bo-nu-med-billig-fladsk%C3%A6rm>
- ¹⁴ <http://beep.tv2.dk/nyheder/bos-billige-fladsk%C3%A6rme-afsl%C3%B8ret-f%C3%B8r-tid>
- ¹⁵ B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011s. 81.
- ¹⁶ B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011s. 24.
- ¹⁷ GMID – Global Market Information Database: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>
- ¹⁸ GMID – Global Market Information Database: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>
- ¹⁹ GMID – Global Market Information Database: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>
- ²⁰ Der er ikke tale om fulkommen konkurrence, da definitionen på fuldkommen konkurrence forudsætter at ingen af markedsaktører har mulighed for at skabe økonomisk overskud. Dette illustreres ved opgørelsen af EVA, så længe $ROIC > WACC$, medfører + SPREAD
- ²¹ Strategizing – Kontekstuel virksomhedsteori – Claus Nygaard s. 154
- ²² <http://www.flatpanels.dk/nyhed.php?subaction=showfull&id=1303111902>
- ²³ I praksis er det umuligt at finde virksomheder som opfylder alle kravene for sammenlignelighed, men de udvalgte virksomheder lever tilnærmelsesvis op til kriterierne
- ²⁴ Principle and practice of marketing – David Jobber s. 78.
- ²⁵ http://ec.europa.eu/enterprise/policies/single-market-goods/regulatory-policies-common-rules-for-products/new-legislative-framework/index_en.htm
- ²⁶ Strategizing – Kontekstuel virksomhedsteori – Claus Nygaard s. 148.
- ²⁷ <http://www.avtainment.dk/nyheder/tech/beosound-8-er-bang-og-olufsens-best-seller-422.html>
- ²⁸ B&O Fortegningsretsemission 2009 s. 17.

-
- ²⁹ Principle and practice of marketing – David Jobber s. 47-48.
- ³⁰ BRIK lande = Brasilien, Rusland, Indien og Kina
- ³¹ Principle and practice of marketing – David Jobber s. 396-397.
- ³² GMID – Global Market Information Database: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>
- ³³ Compound Annual Growth Rate
- ³⁴ Principle and practice of marketing – David Jobber s. 386-387.
- ³⁵ B&O Fortegningsretsemission 2009 s. 16-17.
- ³⁶ B&O Fortegningsretsemission 2009 s. -11.
- ³⁷ Rapport fra GMID Consumer electronics global overview: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>
- ³⁸ Baseret på beregninger fra regnskaberne 01.06.2008 – 31.05.2009
- ³⁹ Rapport fra GMID Consumer electronics global overview: <http://www.portal.euromonitor.com.esc-web.lib.cbs.dk/Portal/Pages/Magazine/WelcomePage.aspx>
- ⁴⁰ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 24.
- ⁴¹ International Financial Reporting Standards
- ⁴² http://www.electronic-supply.dk/article/view/11112/bo_saelger_medicom_fra
- ⁴³ Prisfastsættelse af aktimarkedet af PWC s. 2.
- ⁴⁴ Valuation, 4th. Edition – Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels – s. 294
- ⁴⁵ Principles of Corporate Finance – Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen – s. 213-214
- ⁴⁶ http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite/?Instrument=XCSE3ST.L._21_GB
- ⁴⁷ Prisfastsættelse af aktimarkedet af PWC s. 2.
- ⁴⁸ Risikopræmien på aktier - Nationalbanken s. 80.
- ⁴⁹ Et selskab med samme driftsmæssige og finansielle risiko som markedsporteføljen vil have en beta på 1. Større risiko end markedsporteføljen giver en beta > 1, mindre risiko giver en beta på < 1.
- ⁵⁰ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele s. 55-56
- ⁵¹ Prisfastsættelse af aktimarkedet af PWC s. 3.
- ⁵² B&O's årsrapport for regnskabsåret 01.06.2007 – 31.05.2008 s. 53.
- ⁵³ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 111.
- ⁵⁴ Prisfastsættelse af aktimarkedet af PWC s. 1-4.
- ⁵⁵ Principles of Corporate Finance – Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen – s. 221-222
- ⁵⁶ Investments – Zvi Bodie, Alex Kane & Allan J. Marcus – s. 247-252
- ⁵⁷ Investments – Zvi Bodie, Alex Kane & Allan J. Marcus – s. 324-331
- ⁵⁸ Investments – Zvi Bodie, Alex Kane & Allan J. Marcus – s. 423-429
- ⁵⁹ Prisfastsættelse af aktimarkedet af PWC s. 1-4.
- ⁶⁰ Principles of Corporate Finance – Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen – s. 550-553
- ⁶¹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – s. 194

-
- ⁶² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang - Jens O. Elling og Ole Sørensen – s. 173.
- ⁶³ Regnskabsanalyse for beslutningstagere – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – s. 152
- ⁶⁴ Regnskabsanalyse for beslutningstagere – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – s. 174
- ⁶⁵ NOPAT = Resultat af primær drift efter skat
- ⁶⁶ EBIT = Resultat af primær drift før skat
- ⁶⁷ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2007 – 31.05.2008 s. 53.
- ⁶⁸ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 57.
- ⁶⁹ <http://www.reuters.com/finance/stocks/financialHighlights?symbol=BO.CO>
- ⁷⁰ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 26
- ⁷¹ Internatil Monetary fund – World Economic Outlook database September 2011 -
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>
- ⁷² Satsen er valgt, da det antages at der er andre eksogene såvel som endogene faktorer der spiller ind på ændringen i omsætningen.
- ⁷³ Financial Statement Analysis – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – s. 246
- ⁷⁴ Financial Statement Analysis – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – s. 234
- ⁷⁵ Ovenstående udregninger er foretaget med udgangspunkt i virksomhedens finansielle regnskabsposter
- ⁷⁶ B&Os årsrapport for regnskabsåret 01.06.2010 – 31.05.2011 s. 24.
- ⁷⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – s. 120.