

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af BoConcept Holding A/S

(*strategic accounting analysis and valuation of BoConcept Holding A/S*)

Christian Schultz Larsen*

Kandidatafhandling

Indleveret til Institut for Regnskab og Revision, Copenhagen Business School
for opfyldelse af kravene for opnåelse af kandidatgraden

Cand.merc.aud.

Master of Science in Business Economics and Auditing

Vejleder: Thomas Kaas Selsø

Copenhagen Business School
23 august 2013

Antal normalsider (Tegn - med mellemrum): 79,7 (181.455), skriftstørrelse 11

Executive summary

The purpose of the thesis is a valuation of the Danish furniture company BoConcept Holding A/S listed on NASDAQ OMX Copenhagen.

The thesis is divided into three parts. Part I will consist of a historic and strategic analysis of BoConcepts business model. The analysis describes that the movements in the company's stock price as well as its operating performance is strongly correlated with economic growth. Before the financial crisis put a damper on the expansion of brand stores, BoConcept had a huge growth potential due to economics of scale. Due to stagnant markets in Europe and the United States, BoConcept and almost all fellow furnishing companies in the industry are now struggling to make a profit. It is shown that the furnishing industry can be described as being highly fragmented, and even though a lot of smaller stores and chains have filed for bankruptcy during the last four years, the level of competition will still make it hard to earn a profit that will satisfy the shareholders. Low-cost manufacturers have been able to capitalize on the situation and hereby increasing the competition within the industry and lowering the possibility of selling high margin products. In an attempt to boost profitability, BoConcept, as well as its competitors, is now seeking new opportunities in regions like Asia and South America, that at the moment are experiencing significant growth rates in their economy.

Part II will consist of an analysis of BoConcepts financial statements, and it is shown what part of the operating performance that has had an influence on BoConcepts overall profitability. In the last three years BoConcept has not been able to generate any substantial growth in its revenue, but has instead had to rely on greater efficiency, to keep its operating margin at level. The uncertainty whether BoConcept can keep its current level of revenue, can have a critical impact on BoConcepts earning, due to its high operational leverage. A comparison between BoConcept and two fairly similar companies, shows a similar reliance on cost reductions, and a struggle to generate revenue, but also highlights a great deal of uncertainty regarding BoConcepts working capital.

Part III lays the foundation for constructing the budget by gathering and analyzing the information obtained from part I and II. This is turned into a set of value drivers, that predicts the level of earnings BoConcepts business model might be able to generate. The EVA-model, which is used to estimate the market value of the firm's equity, shows that the stock is undervalued by 41 DKK, compared to the stock price of 94 DKK, on 26 of July 2013. It should however be mentioned that a sensitivity analysis of the different value drivers shows that the estimated price can fluctuate between 54 and 223 DKK, due to the uncertainties in the Asian, American and European economy. Whether BoConcept will be able to create growth in benefit of their shareholders, is highly dependent on its ability to expand the number of brand stores.

Forkortelser

CAGR	Compounded Annual Growth Rate
Cov	Kovarians
D	Gældsandel (nettorentebærende gæld)
E	Egenkapitalandel
EVA	Economic Value Added
g	Growth rate
IK	Investeret Kapital
k_d	Gældens kapitalomkostninger
k_e	Egenkapitalomkostninger
NDA	Netto driftsaktiver
Selvfinansieret vækst	$ROE_{\text{efter skat}} \times (1 - \text{udbytte ratio})$, (Schack, 2009)
ROE	Return on equity
ROIC	Return on Invested Capital
t_c	Marginal selskabsskatteprocent
Var	Varians

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	1
1 Indledning	3
1.1 Problemstilling	3
1.2 Problemformulering	3
1.3 Afgrænsning	4
1.4 Afhandlingens disposition	5
1.5 Metode	7
1.5.1 Teorivalg	7
1.5.2 Empirivalg	7
2 Virksomhedsprofil	9
2.1 Historisk og strategisk udvikling	9
2.1.1 Aktiekapital	9
2.1.2 Kurs- og nøgletaltsudvikling	10
2.2 Nuværende forretningssegment/strategi	12
2.2.1 Markedspositionering	12
3 Strategisk analyse	14
3.1 Omverdensanalyse	14
3.1.1 Politiske	14
3.1.2 Økonomiske	15
3.1.3 Sociokulturelle	17
3.1.4 Teknologiske	19
3.2 Porters Five Forces	20
3.2.1 Møbelindustrien og markedssegmentet (intern rivalisering)	20
3.2.2 Præsentation af konkurrenter	22
3.2.3 Substituerende produkter	24
3.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke	24
3.2.5 Kundernes forhandlingsstyrke	25
3.2.6 Truslen fra nye udbydere	26
3.3 BoConcepts forretningsområde	27
3.4 Analyse af interne værdidrivere	30
3.4.1 Værdikæde	30
3.5 Vækststrategi	33
3.6 SWOT-analyse	33

INDHOLDSFORTEGNELSE	2
4 Regnskabsanalyse	35
4.1 Vurdering af regnskabskvalitet	35
4.2 Reformulering af regnskabet	36
4.2.1 Korrektioner i balance og resultatopgørelse	36
4.3 Rentabilitetsanalyse	28
4.3.1 Driftens rentabilitet - Vurdering af ROIC	28
4.3.1.1 Overskudsgrad	40
4.3.1.2 Omsætningshastighed	43
4.3.2 Egenkapitalens forrentning	45
4.4 Aktivitetsanalyse	47
4.4.1 Driftsmæssig risiko	47
4.4.2 Finansiel risiko	51
4.5 Likviditetsanalyse	52
4.6 Soliditetsanalyse	54
4.6.1 Vurdering af den langsigtede likviditetsrisiko	54
5 Budgettering	56
5.1 Metodemæssig tilgang til budgetteringen	56
5.2 Budgettering og vurdering af value drivere vedr. driften	57
5.2.1 Omsætningsvækst	57
5.2.2 Udvikling i nettodriftsaktiver	63
5.2.3 Udvikling i driftsoverskuddet fra salg før skat	64
5.2.4 Estimering af den effektive skatteprocent	65
5.2.5 Andet driftsoverskud	65
5.2.6 Finansiel gearing	66
5.2.7 Efter-skat lånerenten	66
6 Værdiansættelse	67
6.1 Valg af værdiansættelsesmodel	67
6.2 Fastlæggelse af kapitalomkostningen	67
6.2.1 Estimering af aktionærernes afkastkrav	69
6.2.2 Estimering af fremmedkapitalomkostningerne	70
6.2.3 Estimering af vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger	71
6.3 Udregning af virksomhedsværdi	72
6.4 Multipelanalyse	73
6.5 Følsomhedsanalyse	74
7 Konklusion	76
8 Litteraturliste	77

1 Indledning

1.1 Problemstilling

Til enhver virksomhed findes der en lang række eksterne interesser, som har stor interesse i at få indsigt i virksomhedens økonomiske forhold. Denne afhandling vil fokusere på *de ejerorienterede interesser*, hvis mål er at vurdere markedsværdien af virksomhedens egenkapital. Mere specifikt vil denne afhandling foretage en fundamentalanalyse af den børsnoterede møbelvirksomhed BoConcept Holding A/S (herefter BC), der er valgt som case-virksomhed til analyseformålet.

Holdingselskabet er moderselskab i koncernen, der tæller en lang række datterselskaber i udlandet. Koncernen har som strategi at vokse på det internationale marked ved at ekspandere deres franchisekæde til nye og eksisterende markeder. Dog har markedet ikke helt kunne følge med de langsigtede målsætninger, som BC oprindelig har haft, og ledelsen har måtte sande, at den samfundsøkonomiske krise har sat en midlertidig forsinkelse på deres ekspansive vækststrategi. Ledelsen har flere gange måtte nedjustere deres forventninger i løbet af krisen, da deres forretningsmodel i høj grad har været overfølsom overfor ændringer i konjunkturen og andre samfundsforhold. BC har måtte se kurserne på deres aktier falde drastisk i kølvandet på den samfundsøkonomiske krise, eftersom forbrugertilliden og efter-spørgslen efter langvarige forbrugsgoder, i høj grad påvirkes af økonomisk vækst.

Den økonomiske ustabilitet, som mange lande er ramt af, giver ofte problemer i vurderingen af om en virksomheds fremadrettede strategi kan tænkes at øge virksomhedens indtjeningsmuligheder. Det gælder især konjunkturafhængige virksomheder som BC og en stor del af dens konkurrenter, hvilket betyder, at værdiansættelsen i høj grad bliver baseret på skønsmæssige vurderinger. Bare ét år fremme i værdiansættelsesperioden vil de økonomiske konjunkturer kunne haveændret sig så drastisk, at antagelserne omkring værdiansættelsen ikke længere har sin rigtighed.

1.2 Problemformulering

Afhandlingens formål er at foretage en værdiansættelse - også kaldet en fundamentalanalyse - af BoConcept Holdning A/S. Med værdi menes den markedsværdi som virksomhedens aktier bliver handlet til på aktiemarkedet.

Afhandlingens problemformulering kan formuleres som:

Hvad vil markedsværdien af BC Holding A/S være d. 26.6.13? Vil det være fornuftigt at investere i BC Holding A/S set i forhold til aktiekursen d. 26.6.13, og kan virksomhedens strategi skabe vækst for dens aktionærer?

1.3 Afgræsning

BC koncernen består af en lang række dattervirksomheder med BC Holding A/S som moderselskab. Der vil ikke blive taget udgangspunkt i at analysere de enkelte datterselskaber specifikt, men i koncernen som helhed. Da BC har afsætningskanaler i 60 lande, vil det ligeledes være for omfattende og tidskrævende at lave en analyse af forholdene i hvert enkelt land. Derfor vil der blive foretaget analyser af de A-hovedmarkeder¹ og vækstmarkeder, som BC i fremtiden vil fokusere på, og som vil have en betydning for den fremtidige budgettering og værdiansættelse. BC har f.eks. afsætningskanaler i Mellemøsten, men som kun tegner sig for ca. 2,8 % af omsætningen.

Det samme gælder BCs konkurrenter på verdensplan. Her er der valgt at tage udgangspunkt i de konkurrenter, der er i samme positioneringssegment som BC, og som har samme udbredelse på det globale marked. Denne gruppe vil ligeledes blive benyttet som benchmark, når der skal foretages en sammenligning mellem BC og gruppens historiske rentabilitet.

BCs franchisekæde består af Brand Stores, Brand Studios og Inspirations Studios. Der vil i analysen udelukkende blive fokuseret på Brand Stores, da det ikke er BCs intention at udbygge de andre segmenter², samt at Brand Stores i forvejen genererer 94 % af omsætningen. Det er ej heller BCs strategi at eje egne butikker, men de kan dog i den nærmere fremtid være nødsaget til både at overtage og starte egne butikker op, da det i øjeblikket er vanskeligt for franchisetagerne at skaffe opstartsfinansiering.

I regnskabsanalysen vil der blive taget udgangspunkt i de seneste seks års årsregnskaber, der er det mest anbefalelsesværdige (Plenborg 2003), især for konjunkturafhængige brancher. I og med at BCs nuværende strategi om udelukkende at fokusere på BC-brandet først endeligt blev fuldt implementeret på alle markeder efter 06/07, anses dette også som et afgørende argument for at vælge denne periode.

Skæringsdatoen for hvilke data der vil blive benyttet i værdiansættelsen sættes til 26.6.2013. Datoen er den samme som dato for offentliggørelsen af BCs årsrapport 12/13. Begivenheder efter denne dato vil der ikke blive taget hensyn til.

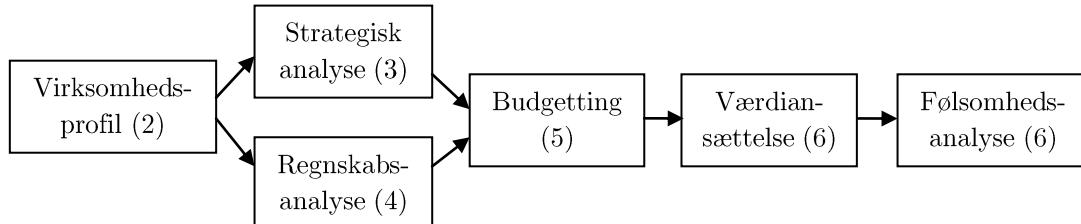
Værdiansættelsen vil som sagt ovenfor tage udgangspunkt i de ejerorienterede interesserter, og vil dermed udelukkende benytte sig af data der er offentlig tilgængeligt. På den måde skulle forudsætningen om at opgaven ses fra et ejerorienteret synspunkt, der befinner sig på et semiefficient marked gerne holde stik.

¹ Se afsnit 2.2.1

² (Aarhus Handelshøjskole) - 19.01.11

1.4 Afhandlingens disposition

Denne afhandling vil benytte sig af den opstilling og struktur, de fleste lærebøger og publikationer tager udgangspunkt i ved strukturering af en værdiansættelse, se især FSR (2002), Plenborg (2009), og Sørensen (2009, 2012). Kapitlerne i løbet af værdiansættelsen vil blive struktureret på følgende måde:



Figur 1 - Struktur over værdiansættelsen. Egen tilvirkning

Kapitel 2: Kapitel 2 lægger ud med en kort præsentation af BC og dens forretningsmodel. Fokus vil dog også være på at give et overblik over udviklingen i BCs aktiekurs og indtjeningsniveau.

Kapitel 3: For at få en forståelse af det marked som BC interagerer i, foretages der en strategisk analyse, som opdeles i tre niveauer af strategiske netværk:

- *Samfundsniveauet* omfatter de samfundsmæssige og makroøkonomiske forhold som påvirker BC, og vil blive analyseret ved hjælp af omverdensmodellen.
- *Brancheanalysen* vil blive foretaget ud fra Porters Five Forces-modellen, der kan hjælpe til med at vise, hvilke parametre der er afgørende for indtjeningsmulighederne i møbelbranchen. I forlængelse heraf vil BCs konkurrenter blive præsenteret.
- *Den interne analyse:* Den interne analyse vil gå i dybden med BCs forretningsområde, og til at vurdere hvilke muligheder BCs portefølje har på de forskellige markeder, benyttes BCG-modellen. Da BC ikke offentliggør salg pr. produkter, vil der i stedet blive taget udgangspunkt i at analysere markedspotentialet og vækstmulighederne, i de lande som BC opererer i. En analyse af BCs forretningsmodel vil blive foretaget ud fra Schacks værdikædeanalyse (2009).

Hovedkonklusionerne fra den strategiske analyse vil blive sammenfattet i en SWOT analyse.

Kapitel 4: Kapitel 4 har til formål at analysere BCs og peer-gruppens årsregnskaber. Peer-gruppen udgøres af de to internationale møbelkæder *Natuzzi* og *Poltrona Frau*, der begge er børsnoteret. For at sikre at det kun er deres underliggende drift, der bliver analyseret i regnskabsanalysen, vil regnskaberne blive reformuleret, og regnskabskvaliteten vil blive vurderet. Vurderingen af regnskabskvaliteten skal blandt andet sikre, at der er sammenlignelighed i regnskaberne over tid, både i virksomhedernes egne men også i forhold til hinanden.

Herefter analyseres virksomhedernes historiske rentabilitet, der tager udgangspunkt i nøgletalene ROIC, for herigennem at undersøge virksomhedens underliggende finansielle værdidrivere (dekomposition), jf. den udvidede DuPont model (Sørensen, 2012). Værdidriverne sammenlignes med peer-gruppens rentabilitetsniveau, for at vurdere hvordan BC har klaret sig i forhold til branchen.

Yderligere vil der blive foretaget en aktivitets- og likviditetsanalyse af BC, hvor aktivitetsanalysen vil undersøge, hvilke risici BC er utsat for i deres drifts- og finansieringsmæssige beslutninger, mens likviditetsanalysen vurderer både BCs kort- og langsigtede finansielle risiko.

Kapitel 5: Konklusionerne fra analyserne i kapitel 3 & 4 vil blive sammenfattet, således at de kan benyttes i budgetteringen af BCs fremtidige driftsoverskud. Kapitlet vil forsøge at linke de ikke-finansielle værdidrivere til de finansielle værdidrivere, således at der kan opstilles et basisbudget for BC. Budgetteringen af driftsaktiviteten vil bygge på fem sammendragne værdidrivere.

Kapitel 6: I kapitel 6 vil valget af værdiansættelsesmodel blive diskuteret nærmere, da der er flere modeller, der med fordel kan benyttes. Ligeledes vil de input, der skal benyttes i modellerne blive diskuteret, således at de passer på BCs finansielle struktur, heriblandt BCs kapitalomkostninger. Herefter vil markedsværdien af BCs egenkapital blive udregnet ud fra budgettet i kapitel 5.

Som beskrevet i afsnit 1.1, er der stor usikkerhed forbundet med en værdiansættelse. Derfor vil basisbudgettet blive efterprøvet ved hjælp af både et best- og worst case scenarie. Der vil ligeledes blive foretaget en følsomhedsanalyse, hvor det vil være muligt at se, hvilken indvirkning udvalgte værdidrivere har på markedsværdien af egenkapitalen.

For at vurdere de fundne markedsværdier i forhold til branchen vil der blive foretaget en sammenligning af BCs fundne værdi med peer-gruppen ved hjælp af en multipelanalyse (relativ værdiansættelsesmodel). Sammenligningen vil give en forståelse for, om den estimerede markedsværdi af BC ligger på et sandsynligt niveau.

Kapitel 7: Konklusionen ender ud med en vurdering af, om BC er en god investering eller ej, baseret på aktiekursen den pågældende skæringsdato og den markedsværdi som denne afhandling har estimeret. Ydermere vil værdiansættelsen give et bud på, om BC med deres nuværende strategi har mulighed for at skabe værdi for deres aktionærer fremadrettet, ud fra de analyser der er blevet foretaget i løbet af afhandlingen.

1.5 Metode

1.5.1 Teorivalg

Som hjælp til at vurdere markedsværdien af BCs egenkapital vil der blive benyttet følgende modeller:

Kapitel 3 - Strategisk analyse:

- Omverdensmodellen
- Porters five forces
- Værdikædeanalyse (Schack, 2009)
- Boston Consulting Group-modellen
- SWOT-analyse

Kapitel 4 - Regnskabsanalyse:

- Den udvidede DuPont-model
- Common-size/Indekserings analyse

Kapitel 6 - Værdiansættelse:

- Economic Value Added model (værdiansættelsesmodel)
- CAPM-model (Capital Asset Pricing Model)

Selvom forskere og praktikere i store træk er enige om, hvordan en værdiansættelse bør struktureres, supplerer de mange forfattere på værdiansættelsesområdet hinanden med forskellige inputs, som vil blive benyttet i afhandlingenens analyse. Jf. litteraturlisten vil denne afhandling i høj grad bygge på teori som Thomas Plenborg, Christian V. Petersen og Ole Sørensen har publiceret, hvad enten det gælder artikler eller fagbøger. Hver især bidrager de med forskellige aspekter i regnskabsanalySEN og værdiansættelsen. Især regnskabsanalySEN bygger på Thomas Plenborg og Christian V. Petersens '*Regnskabsanalyse for beslutningstagere*' (2005). Reformuleringen vil følge anbefalingerne i Sørensen (2009, 2012) med input fra andre forfattere jf. litteraturlisten. Endelig har Bent Schack (2009) været en stor bidragsyder til konstruktionen af regnskabsanalySEN og den strategiske analyse.

1.5.2 Empirivalg

Med hensyn til dataindsamlingsteknikkerne vil der i afhandlingen udelukkende blive benyttet sekundære data i dataindsamlingen. Dette vil bestå af informationer fra BCs årsrapporter, deres hjemmeside, samt data fra forskellige databaser som der kan opnås adgang til gennem CBS biblioteket. De mest benyttede databaser i denne afhandling har været Infomedia samt Euromonitor. Infomedia er blevet be-

nyttet til indsamling af avisartikler mm., mens Euromonitor i højere grad er blevet brugt til at indsamle industrianalyser af møbelbranchen. Disse data vil blive bearbejdet og anvendt i både beskrivelsen af virksomhedens profil samt den strategiske analyse. Med hensyn til typen af data vil der blive benyttet både kvantitative og kvalitative data til at besvare problemformuleringen. Dette anses som værende nødvendigt for at kunne beskrive både de finansielle og ikke-finansielle værdidrivere.

2 Virksomhedsprofil

2.1 Historisk og strategisk udvikling³

BC har siden grundlæggelsen i 1952 under navnet Ærthøj-Jensen & Mølholm møbelfabrik undergået betydelige strategiske ændringer. Virksomheden har udviklet deres forretningsmodel fra at være snedker- og møbelproducent til i dag at være konceptholder med fokus på franchise. Det skete som led i en større omstruktureringssproces i perioden 2002-2004, hvor fokus blev rettet mod at gøre deres franchisækæde BoConcept til virksomhedens topprioritet.

Det vigtigste for BC efter omstruktureringssprocessen, har været at få franchisækæden til at vokse gennem ekspansion af butiksnettet. I erkendelse af at have haft fokus på for mange forretningsområder er møbelproduktionen i dag blevet nedprioriteret, og i stedet bliver en stor del af virksomhedens produktion outsourcet til Østeuropa og Kina. Produktporteføljen består i dag af sofaer, sovesofaer, lænestole, sofaborde, reoler, vægsystemer, spiseborde, senge, garderobeskabe, madrasser, og livsstilsartikler til det private hjem. BCs største udvalg er i dag samlet omkring sofaområdet, men også livsstilsartikler /accessories er blevet en vigtigere og større del af sortimentet.

Koncernen består i dag af en lang række selskaber, hvor BoConcept Holding A/S er moderselskab, hvis formål er at have 100 % ejerskab over BoConcept A/S, der er koncernens operative selskab. Selskabets formål er at sørge for udvikling af franchisekonceptet, markedsføringstiltag, support og vareforsyning til franchisebutikkerne samt at have 100 % ejerskab over sine datterselskaber⁴.

2.1.1 Aktiekapital og ejerforhold

BoConcept Holdings aktiekapital udgør nominelt 28.621.190 kr. fordelt på 240.000 stk. A-aktier á nominelt 10 kr. med hver 10 stemmer og 2.622.199 stk. B-aktier á nominelt 10 kr. med hver 1 stemme. Aktionærsmønsterne er som følger:

	Aantal A-aktier	Aantal B-aktier	Aantal aktier	Kapital %	Stemme %
BoConcept Invest APS	240.000	272.960	512.960	17,92	53,22
SmallCap Danmark A/S		343.536	343.605	12,11	6,90
Mitska B.V., Brussel, Belgien		159.350	159.350	5,57	3,17
Øvrige aktionærer		1.830.573	1.814.304	63,96	36,46
I alt inklusiv egne aktier	240.000	2.609.419	2.849.419	99,56	99,75
Egne aktier		12.700	12.700	0,44	0,25
I alt eksklusiv egne aktier	240.000	2.622.199	2.862.119	100,00	100,00

Tabel 1 - Aktionærsmønster - Årsrapport 12/13. Egen tilvirkning

³ Skrevet på baggrund af præsentationer, Made in DK anno 2050, og SIXTY - Urban Danish Design

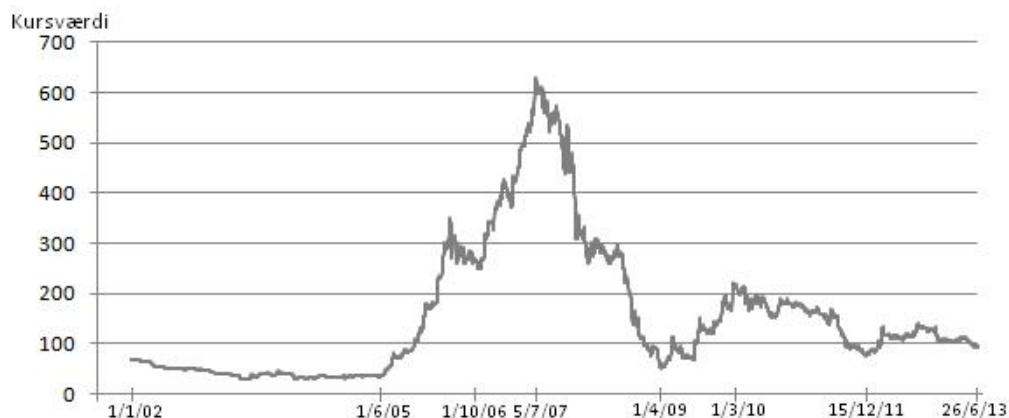
⁴ Se bilag 1 for koncerndiagram

BC blev børsnoteret på Københavns Fondsbørs tilbage i 1984. Ved børsnoteringen beholdt familien stemmemajoriteten, som den dag i dag stadig er placeret hos dem. Viggo Mølholm, der er søn af grundlægger Tage Mølholm, er tidligere koncernchef og nu bestyrelsesformand for BoConcept Holding A/S. Viggo Mølholm har en beholdning på 350.492 stk. af aktierne, hvoraf 120.000 af aktierne er ejet gennem BoConcept Invest ApS, som han ejer 50 % af⁵. Det er kun BoConcept Holdings B-aktier, der er noteret på Københavns fondsbørs, som i dag befinner sig i SmallCap-indekset. Aktien lå før 1. juli 2008 i MidCap-indekset. Aktien er til tider vurderet som værende illikvid⁶, og da mange af aktierne er samlet tæt omkring familien, var Viggo Mølholm i 2005 fremme og lufte tanken om en mulig afnotering. "Vi har vanskeligt ved at se relevansen i at være børsnoteret"⁷.

2.1.2 Kurs- og nøgletalssudvikling

Forventningerne til BCs vækstmuligheder begynder at vise sig i 05/06 efter deres succesfulde omstrukturering. Aktiekursen steg med hele 1.120 % i perioden 1/6/05 til 5/7/07, som det kan ses i figur 2. Det er tydeligt at se, at aktiekursen nyder godt af væksten i økonomien, samt den store købekraft som forbrugerne har i denne periode⁸. En større tendens hos forbrugerne til at købe dyrere møbler end før, giver ledelsen ambitioner om flere butiksåbninger på hovedmarkederne grundet betydelige stordriftsfordele. Markedet for salg af møbler blev på dette tidspunkt vurderet til at have enorme og næsten uanede vækstmuligheder⁹.

BC tror stærkt på deres forretningsmodel, og da nettotilgangen i antal butikker i disse år kun går op, bliver ledelsens egne prognosemeldinger konstant opjusteret. Udsigten til større overskud løfter i den grad stemningen hos investorerne¹⁰. I 06/07 satte BC sig som mål, at de i regnskabsåret 2010/11 ville have en omsætning i niveauet 2 mia. kr., en afsætningskanal bestående af 350 Brand Stores samt en overskudsgrad på minimum 12% (EBIT%).



Figur 2 - Kursudvikling for BoConcept 2002-2013. Egen tilvirkning - Yahoo Finance

⁵ De resterende 50 % er eget af Mogens Årthøj, søn af grundlægger Jens Årthøj. Sammen råder de over 53,22 % af stemmerne.

⁶ (RB Børsen) - 11.09.09

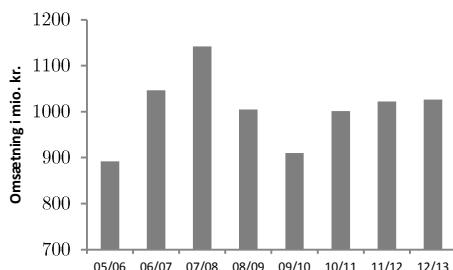
⁷ (Børsen) - 28.12.05

⁸ (Markedsføring) - 21.03.06

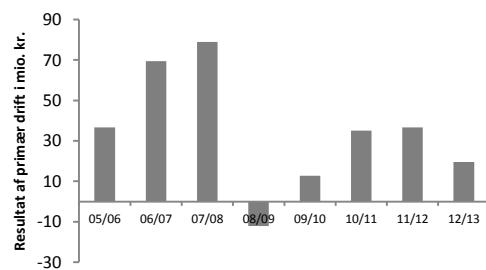
⁹ (Jyllands-Posten) - 14.04.07

¹⁰ (direkt.dk) - 30.05.2006

Som det kan ses af nedenstående figurer, har BC dog ikke fået indfriet de forventninger, som de havde sat sig for. Efter at have oplevet en markant stigning i omsætningen frem til 07/08, blandt andet via en rekordhøj tilgang af Brand Stores, oplever de i 08/09 samt 09/10 et fald i omsætningen, samt et væsentligt fald i resultat af den primære drift, grundet markant lavere trafik til butikkerne¹¹.



Figur 3 - Omsætningsudvikling



Figur 4 - Udvikling i resultat af primær drift

Alle BCs A-hovedmarkeder [se afsnit 2.2.1] bliver ramt, og omsætningen falder fra 1.150 mio. kr. i 07/08 til 902 mio. kr. i 09/10. I dag genereres en omsætning på 1 milliard kr. med en overskudsgrad liggende på 1,9 %, hvor den i 06/07 og 07/08 lå på henholdsvis 6,6 % og 6,9 %. BC har ligeledes kun formået at udbygge butiksnettet til 252 Brand Stores, grundet betydelige finansieringsvanskigheder.

Aktiekursen falder drastisk i midten af 2007, da det daværende kursniveau forudsatte en høj fremtidig vækst i forhold til deres davaerende indtjeningsniveau¹². Forudsætningen for vækst udebliver, og i 2009 er aktiekursen tilbage på niveau med, hvad den var før BCs omstrukturering. Den afhængig BCs aktiekurs har af, at økonomien klarer sig godt, viser sine tydelige tegn her, og afhænger i højere grad end gennemsnitligt af kundernes tro på, hvordan markedet udvikler sig¹³.

I 2009 stiller bestyrelsen forslag om at udvide selskabets aktiekapital, for at styrke selskabets likvide situation, og nedbringe den rentebærende gæld. Stabiliseringen af BCs økonomi fik aktiekursen til at stige med 14 % til kurs 125¹⁴. I slutningen af 2009 er der igen tegn på stabilisering i økonomien og forbrugertilliden på BCs hovedmarkeder, og BC føler sig godt rustet efter kapitaltilførslen, hvilket hurtigt afspejler sig i aktiekursen, der den 1. marts 2010 stiger til kurs 222.

Større økonomiske problemer i Europa og USA vedrørende landendes gældskrise i efteråret 2011 får dog hurtigt aktiekursen til at falde, og mulighederne for udvidelse af butikker bliver igen et stort problem. I slutningen af 2012 må BC opgive deres oprindelige forventninger om vækst grundet svære afsætningsbetingelser i Europa (specielt Frankrig). "Både forventningerne til koncernens omsætning, antallet af nye butikker og til indtjeningen i regnskabsåret 2012/13 nedjusteres. Selskabet venter nu en omsætning på niveau med 2011/12, mens det tidligere ventede en vækst på 5-7 pct¹⁵ [i starten af regnskabsåret]". Aktiekursen falder fra 132 til 104 d. 5/12/12, og ligger ved offentliggørelsen af årsrapporten for 12/13 d. 26/6/13 på 94, som en reaktion på ringe fremtidsudsigter i de europæiske lande.

¹¹ Det såkaldte same-store-sale falder i 2008 med 20 % i forhold til året før - Se afsnit 4.4.2.

¹² (Erhvervsbladet) - 09.05.07

¹³ (Aktieugebrevet) - 18.06.12

¹⁴ (Børsen) - 18.09.09

¹⁵ (Børsen) - 05.12.12

2.2 Nuværende forretningsstrategi¹⁶

BC beskriver deres målgruppe som prisbevidste, moderne og trendsættende mennesker mellem 25-50 år med smag for designmøbler. Ved at fokusere på den yngre del af segmentet håber BC, at de kan fastholde kunderne som 'early followers'.

BC ser deres brand som en vigtig kommunikationsparameter, hvor '*Customised urban design*', '*We know big city life*' og '*Urban Danish Design since 1952*' er de vigtigste slogans, der knytter sig til deres brand. BC har valgt at fokusere på den urbane livsstil, og ser metropolerne rundt om i verden som en gylden vækstmulighed, grundet storbyernes tilvækst og opmærksomheden omkring dem. I BCs vision kan det ses, at de har ambitioner om at være et internationalt brand:

"No. 1 brand indenfor det urbane segment." (BoConcept.dk)

Vækst og ekspansion af butikkerne har derfor en høj prioritet hos BCs ledelse. Ligeledes er det et mål for virksomheden at kunderne inden for det urbane segment skal have kvalitetsmøbler, men som alligevel skal kunne købes til attraktive priser. BC betegner deres positioneringsstrategi som unik og følger en '*affordable luxury*'-niche/*value for money* strategi, hvilket også kommer til udtryk i deres mission:

"Through passionate and persistent performance we make customised and co-ordinated design furniture and accessories affordable to the urban-minded customer". (BoConcept.dk)

Med denne positionering har det været BCs mål at undgå den hårde priskonkurrence fra omkostningsminimerende konkurrenter.

BCs møbelkoncept tager udgangspunkt i, at være et fleksibelt modulopbygget system hvor møblerne kan tilpasses kundernes individuelle behov. I designet tages der udgangspunkt i dansk designtradition, som gerne skulle interagere med den urbane livsstil. Selvom BC befinder sig på mange markeder, har ledelsen stor fokus på at alle butikker rundt om i verden fremstår ens, og at forretningskonceptet udvikles fra hovedkontoret i Herning. Kollektionerne afsættes gennem franchiseforretninger (brand stores), som franchisestagerne ejer selvstændigt (samt brand studios). De står selv for investering, indretning, husleje og sædvanlig driftsrisiko.

2.2.1 Markedspositionering

I BCs forsøg på at vokse på det internationale marked, har ledelsen haft fokus på såkaldte A-markeder. A-markederne består af Frankrig, Tyskland, USA, Storbritannien, Spanien, Japan, Danmark, Sverige, Norge og Kina¹⁷. A-markederne står for 72 % af omsætningen, mens B&C markederne står for de resterende 28 %. BC er i dag beliggende i 60 lande, med 252 butikker brand stores¹⁸. Opdelt på regionsbasis, står Europa for 64 % af den samlede omsætning, Nord- og Latinamerika for 16 %, Asien for 17 %, og Mellemøsten for 3 %.

¹⁶ BoConcept.dk

¹⁷ Placeret i rækkefølge efter omsætningsandel

¹⁸ Årsrapport 12/13

Koncernen har tidligere satses på at udvide butiksnettet på for mange markeder på samme tid, hvilket fik ledelsen til at holde fokus på eksisterende markeder i første omgang. Der har, og vil altid være et specielt fokus på ekspansion i Frankrig, Tyskland, USA og nu også på markeder med gode vækstmuligheder som Latinamerika og Asien. BCs ledelse har ambitioner om at Asien skal udgøre op mod 30 % af koncernens omsætning inden for en tre til fireårig periode, hvilket skal ses i tråd med at BC i 2011 besluttede sig at satse på "BRIK-landende" - Brasilien, Rusland, Indien, og Kina¹⁹, de såkaldte vækstmarkeder. *"Vi forventer i de kommende år at vokse tre-fire gange så hurtigt i vækstlandende med solid økonomisk fremgang i forhold til de traditionelle hovedmarkeder, som er præget af recession"*²⁰, udtalte Viggo Mølholm i 2011.

¹⁹ (Jyllands-Posten) - 29.09.11

²⁰ (Børsen) - 29.09.11

3 Strategisk analyse

3.1 Omverdensanalyse

3.1.1 Politiske

På flere af BCs A-markeder, har der igennem de seneste par år været foretaget flere politiske indgreb grundet betydelige underskud i de offentlige budgetter. Flere sydeuropæiske lande, samt nogle af BCs største hovedmarkeder Frankrig og Storbritannien, har gjort brug af finanspolitiske stramninger²¹, som fremadrettet kan give politikerne begrænsede muligheder for at skabe vækst i privat- og erhvervslivet²². For virksomhederne er der stadig stor usikkerhed forbundet med, hvordan gældskrisen i euro-zonen skal takles, og ifølge en opgørelse fra Economist Intelligence Unit²³ må man forvente, at 20 ud af EUs 27 medlemslande i 2013 vil opleve yderligere stramninger i deres budgetter.

Genoprettelsen af de offentlige finanser er udfordringen for både Europa og USA. Selvom recessionen ser ud til at være ved at aftage i USA, er landet stadig præget af stor politisk uenighed, om hvordan det offentlige budgetunderskud skal reduceres. Der er stadig reformer, der kan skade vækstmulighederne, såsom de automatiske offentlige besparelser på 485 milliarder kr.²³, der blev i gang sat så sent som d. 1 marts, og forhøjede skatter på lønindkomster der indtrådte i januar²⁴, hvilket skal kunne mindske budgetunderskuddet mellem perioden 2013-2017.

Modsat har vækstmarkedet Kina udsigt til at nyde godt af finans- og pengepolitiske lempelser, der blev gennemført i 2012, efter lang tid at have kæmpet med inflation og overophedning på boligmarkedet, hvilket har en stærk korrelation med efterspørgslen efter møbler. Kinas regering har holdt skarp kontrol med boligmarkedet, og har indført flere skatter på boligkøb med henblik på at kontrollere boligspekulation og bekæmpe husprisinflationen²⁵.

Japans regering satte i 2012 gang i lempende finans- og pengepolitiske initiativer, der skulle styrke væksten i økonomien. "*The government's sizeable economic stimulus package is making rapid legislative progress*"²⁶. Dog ser 2014 ud til at kunne indeholde betydelige finanspolitiske stramninger, grundet det store budgetunderskud der er opstået efter bestræbelserne på at stabilisere økonomien med den aggressive vækstpolitik.

²¹ (Børsen) - 05.12.12

²² (EIU) - 09.01.13; 05.03.13

²³ (Børsen) - 01.03.13

²⁴ (EIU) - 09.03.13

²⁵ (Danske Bank Markets) - 18.03.13

²⁶ (EIU) - 20.02.13

På andre vækstmarkeder har BC mødt handelshindringer grundet ekstra høj told på møbelvarer. F.eks. har Brasilien indført en 60 % told på møbler, og landene i Latinamerika har generelt et højt importniveau. Dette har ført til, at man ikke har følt, at kollektionerne har haft stor nok konkurrenceevne indtil nu²⁷. En opgørelse over handelsbarriererne i **bilag 2** viser, at det primært er på vækstmarkederne, hvor importtolden er størst. I Rusland ser importvoterne dog ud til at falde med ca. 40%, over den næste årrække, efter at Rusland er blevet optaget i World Trade Organization²⁸. Det må forventes at kunne øge konkurrenceniveauet fremadrettet, eftersom flere udenlandske møbelkæder vil være interesseret i at søge hertil.

3.1.2 Økonomiske

BCs omsætning, og især dennes kursudvikling, er som tidligere nævnt meget afhængig af konjunkturudviklingen. "Forudsætningen [for et højt kursniveau] er en fortsat forbedring af de globale økonomiske konjunkturer, som næsten pr. automatik skaber et bedre afsætningsklima"²⁹. Den økonomiske udvikling har haft en stor indvirkning på forbrugsmønstrene i samfundet, og særligt såkaldte *langvarige forbrugsgoder*, hvor der typisk er stor korrelation mellem den økonomisk vækst og vækstpotentialet for disse goder (Schack, 2009, s. 230). Som BC selv udtrykker det, har møbelindustrien været hårdt presset under den økonomiske nedtur: "Vi [branche] er jo det sidste led i forbrugskæden efter ferier og forbedringer i huset"³⁰.

Bruttonationalproduktet (BNP): For at få et billede af den fremtidige økonomiske udvikling i samfundet, benyttes bruttonationalproduktet som indikator for konjunkturudviklingen. BNP kan både være en indikation for udviklingen i samfundets efterspørgsel efter virksomhedernes varer, og om der herigenem er behov og mulighed for yderligere investeringer. BNP-væksttal kan derfor i høj grad med til at præge BCs aktiekurs positivt, og kan understøtte forventningerne til BCs afsætningsmuligheder. Som **Bilag 3** viser, har der indtil videre været god sammenhæng mellem udviklingen i BNP, og hvornår BC har oplevet fald i deres omsætning. Et forecast af BNP i faste priser er skitseret i figur 5.

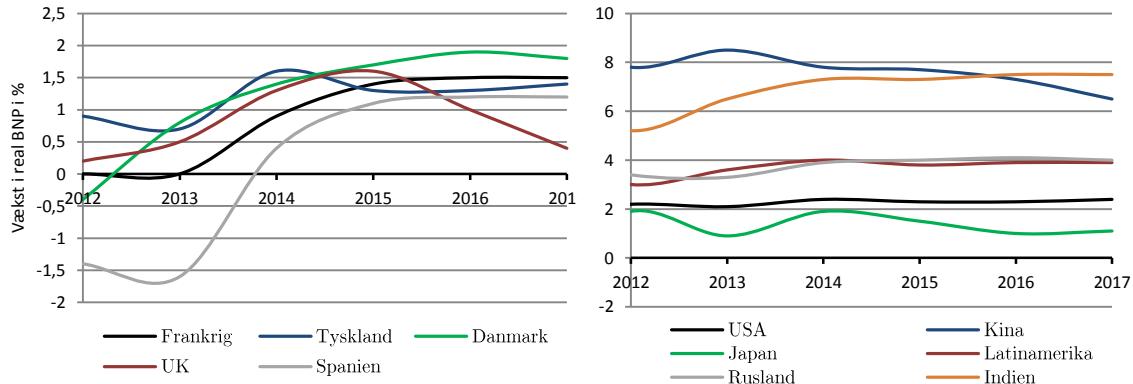
Efter en periode med lav økonomisk vækst er der heller ikke i den nærmeste fremtid tegn på større fremgang på BCs europæiske hovedmarkeder (Frankrig, Sydeuropa, Storbritannien), og situationen vedr. deres offentlige finanser stadig er præget af usikkerhed. De mere positive lande, der stikker ud på kort sigt, er Tyskland, der går Forrest i forsøget på at samle det gældsplagede Europa, og hvor flere butiksåbninger i 2012 har skabt optimisme. USA ser ud til at have fundet et form for fodfæste, selvom der kan være større usikkerhed forbundet med tallene - se kapitel 6 -, mens vækstmarkederne Rusland, Indien, Kina og Latinamerika er der, hvor de umiddelbare vækstmuligheder skal findes.

²⁷ (Wood Supply) - 21.05.12

²⁸ (Euromonitor International) - Home Furnishings in Russia

²⁹ Vurderer skribent Jørgen Rasmussen til (Penge & Privatøkonomi) - 03.07.12

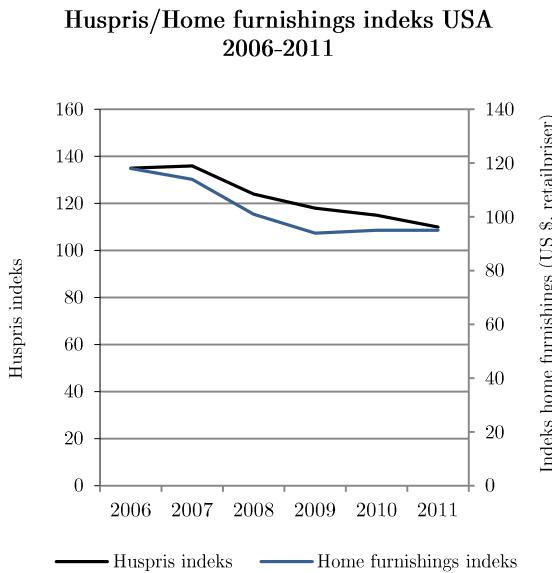
³⁰ (Børsen) - 01.02.12



Figur 5 - BNP (faste priser) - Udvikling og forecast af udvalgte lande - Egen tilvirkning - Kilde: EIU

Boligmarkedet: En anden faktor, der har haft stor indflydelse på møbelsalget, er boligmarkedet. Hans Barslund koncerndirektør i BC har udtalt: "Salget af møbler, som vores, drives bl.a. af forbrugere, der flytter i ny bolig"³¹. Da aktiviteten på boligmarkedet faldt, blev det en af de helt store udfordringer for møbelbranchen, da forbrugere som estimat bruger seks til otte gange så mange penge på møbler på et år, når de flytter³². Da forbrugertilliden i høj grad følger boligmarkedet og den økonomiske konjunktur, forbliver investeringslysten for langvarige forbrugsgoder derfor på et lavt niveau.

Som figur 6³³ viser, har husprisindekset i høj grad kunnet forklare udviklingen i møbelsalget fra 2006-2011, her vist med USA som eksempel³⁴. Husprisindekset falder med næsten 20 % i perioden 2006-2011, hvilket *home furnishings* ligeledes gør. Modsat hvis man ser på Kina (ikke vist i figuren), hvor huspriserne steg med 59 %, mens *home furnishings* steg med 69 % i samme periode. Opdaterede prognoser fra USA vidner dog om et forbedret boligmarked, som vil være en vigtig brik i fremgangen af salg af møbler. Flere europæiske lande ser dog ud til at få det svært fremadrettet. Både Spaniens og Frankrigs boligpriser ser ud til at falde yderligere, hvor både boliginvesteringer og bankernes udlån til huskøb er faldet siden 2011. Selvom Kinas regering på det seneste har indført stramninger på huskøb, blandt andet på at kræve højere udbetaling samt højere realkreditrenter, ser markedet alligevel ud til at være i bedring, efter stilstanden i 2011 og 2012³⁵. Andre vækstmarkeder især



Figur 6 - Huspris-/Home furnishings indeks
Egen tilvirkning - Euromonitor (sep. 2012)

³¹ (Jyllands-Posten) - 09.10.08

³² (Encyclopedia of global industries) - 2011

³³ Se bilag 4 for sammenligning ml. antal hushandler og møbelsalg.

³⁴ Se bilag 5 for prisindekset på boligmarkedet i udvalgte lande (2007 - 2012)

³⁵ (Danske Bank Markets) - (18.03.13)

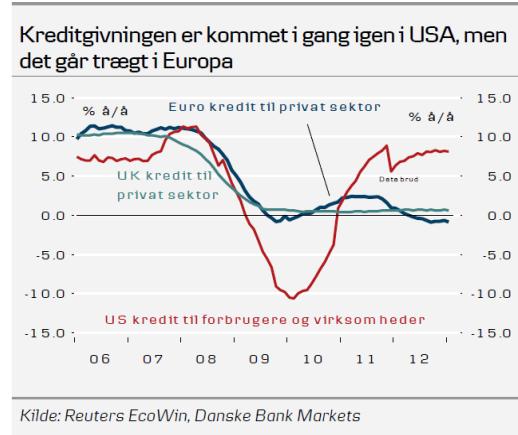
Indien, Rusland og Brasilien ser ud til at nyde godt af stigningen i både BNP og boligpriserne.

Forbrugs- og kreditmuligheder:

Lånemuligheder er en væsentlig faktor, når forbrugerne skal foretage investeringer i dyrt inventar til huset. Som det vil kunne ses af afsnit 3.2.1, faldt salgsværdien af møbelmarkedet mærkbart i 08/09 blandt andet som følge af færre tilgængelige lånemuligheder. Flere forbrugere var endda afhængige af de ekstra belåningsmuligheder, der fulgte med boligkøb for at kunne investere i møbler ved siden af³⁶. Selvom der har været ført en lempelig pengepolitik verden over med rekordlave renter til følge, har bankerne i eurolandene ifølge European Central Bank strammet lånevilkårene i de sidste fem år³⁷ - se også figur 6. Tilstanden ser ikke ud til at forbedre sig på kort sigt, og potentielle franchisetagere har derfor også haft svært ved at få lån til opstart af butikker. At få åbnet nye butikker er en afgørende faktor for at maksimere potentialet i BCs forretningsmodel, men eftersom at det koster imellem 350.000 og 600.000 euro at investere i opbygningen af en butik³⁸, har det har det været svært at finde potentielle franchisetagere. Dog ser det ud til, at kreditgivningen er i bedring i USA efter en betydelig forbedring af banksektoren, og en inden for den seneste årrække er en stor del af vækstmarkedernes kreditfaciliteterne ligeledes begyndt at udvikle sig. Både i Brasilien og Rusland er der blevet indført flere realkredit- og forbrugslån til forbrugerne³⁹.

3.1.3 Sociokulturelle

Alt afhængig af hvilket niveau forbrugernes disponible indkomst ligger på, samt hvilken stilart man ønsker at tillægge sit hjem, kan der være stor forskel på, hvor meget man ønsker at ofre på boligindretning. F.eks. vil mange kinesere, og til dels også sydeuropæere, hellere investere i smart tøj og dyre ure, end en ny dyr sofa som kun få kommer til at bemærke⁴⁰. Kinesernes behov for indretningsinvesteringer er generelt også lavere sammenlignet med andre europæiske lande, og det har gået langsommere med at implementere møbelbehovet hos kineserne end for andre produktgrupper. Modsat bruger man i Danmark, Tyskland og omegn flere penge på at indrette sit hjem. Generelt er *pr. capita* for en lang række europæiske lande væsentlig højere end for de asiatiske og latinamerikanske lande, som dog til gengæld



Figur 7 - Udvikling i kreditgivningen

³⁶ (Euromonitor International) - Sep. 2012

³⁷ (Danske Bank Markets) - 18.03.13

³⁸ BC Generalforsamling 2007.

³⁹ (Euromonitor International) - 2012 (a)

⁴⁰ (Børsen) - 26.03.12

oplever betydelig højere vækstrater i deres⁴¹. Der er således et stort uudnyttet potentiale i forhold til mange af de europæiske lande. Den større globalisering, der har fundet sted i møbelindustrien siden slutningen af 1990'erne, har ligeledes gjort det nemmere for møbefirmaer over hele verden at trænge ind i nyere kulturer, og dermed undgå konkurrence på deres hjemmemarkede⁴². Forbrugerne har fået et langt større udbud at vælge imellem, især på vækstmarkederne hvor de i den senere tid har fået større interesse for det vestlige design. Især er der sket en stigning i europæisk importerede møbler hos velhavende kinesere, som er begyndt at se investeringer i møbler som et udtryk for deres personlighed i stedet for en ren nyttefunktion⁴³.

Ændringer i mode og livsstil, er derfor noget der i høj grad optager møbelindustrien. Viggo Mølholm har udtalt at grundlaget for BCs succes, i hvert fald op til finanskrisen, var et boomende møbelmarked, hvor forbrugerne i højere grad lod deres kulturelle og sociale identitet afspejle sig i valget af møbler: "*Møbelbranchen minder i højere grad om modetøjsbranchen, der domineres af nøgleord som udvikling, design og branding*"⁴⁴. Forbrugertilliden må dog siges at have ændret forbrugernes købs- og forbrugsvaner siden hen. Selvom der stadig bliver lagt vægt på innovation i designet, har flere forbrugere i stedet fokuseret på at købe billigere alternativer såsom accessories, hvor man har kunnet foretage småjusteringer til hjemmet, i stedet for at modernisere hjemmet ved at udskifte møblementet. F.eks. har Zara Home og Laura Ashley i Storbritannien oplevet fremgang i deres omsætning, grundet deres fokus på stilede accessories til hjemmet⁴⁵.

Problemet for BC har været, at en del af de middelklassesforbrugere, der rent faktisk følte, at de havde råd til at handle hos BC under højkonjunkturen, må siges at have skiftet over til billigere kæder som f.eks. IKEA og Bolia. Forbrugerne har kunne holde omkostningerne nede på et lavere niveau, og selvom BC ikke er i direkte konkurrence med IKEA positioneringsmæssigt, må det antages at have fået forbrugerne til at overveje pris og kvalitet.

BCs møbler er ikke blandt de dyreste, men bestemt heller ikke blandt de billigste. Tager man et kig på BCs priser med eksempel i sofaer⁴⁶ ligger prisniveauet for de billige varer mellem 7.000 og 12.000 og de dyrere møbler mellem 25.000 og helt op til 40.000 kr.⁴⁷ Udviklingen i forbrugernes disponible indkomst fremadrettet er derfor en afgørende faktor for BCs vækstmuligheder, men ligeså vigtig er indkomstfordelingen. En franchisetager fra Kina, Adam Hu, beretter om hvilke kunder, der benytter sig af BCs tilbud: "*Det er ikke alle 1,3 milliarder kinesere, der har råd til de strømlinede danske møbler. Først når indkomsten kommer over 150.000 kroner om året begynder de at komme i butikken, og så er det kun for at købe tilbehør. Med en årsindkomst over 220.000 kroner har de også råd til møblerne*"⁴⁸⁴⁹.

⁴¹ Se bilag 6 for pr. capita oversigt.

⁴² (Encyclopedia of global industries), (2011)

⁴³ (Euromonitor) - Home Furnishings in China

⁴⁴ (Aktienyt) - 18.01.08

⁴⁵ (Euromonitor) - Home furnishings in UK

⁴⁶ Tre til fire-personers sofaer, 'fra'-priser.

⁴⁷ Til sammenligning ligger prislejet hos IKEA på mellem 2.500 til 5.000 og 5.000 til 11.000.

⁴⁸ (Jydske Vestkysten) - 08.12.07

⁴⁹ Af bilag 7 kan ses indkomstfordeling samt udvikling for udvalgte hovedmarkeder frem til 2020.

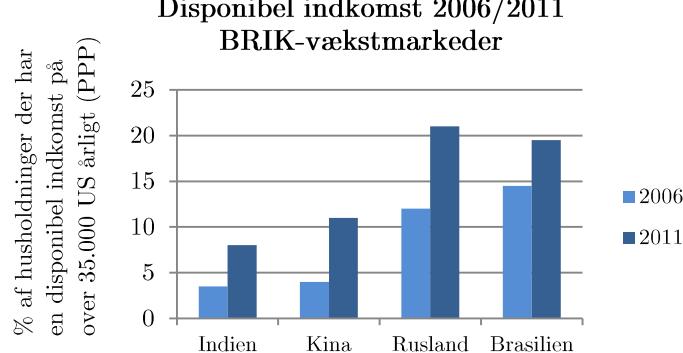
Den disponible indkomst har haft en nedadgående tendens på mange af BCs hovedmarkeder, og fremadrettet kan der gå mange år, før end at der kan være tale om vækst, jf. **bilag 7**. Den manglende lyst til at forbruge kan også ses ved at betragte andelen af den disponible indkomst, som nu i stedet vælges at blive sparet op grundet den generelt lave forbrugertilid, jf. **bilag 7**. BC har derfor i stedet fokus på BRIK-landende, hvor middelklassebefolkningens disponible indkomst for alvor er i vækst. Det kan ses af figur 8, at der i størstedelen af vækstmarkederne er sket en fordobling af antal husholdninger, med en disponibel indkomst på over 35.000 US \$ årligt⁵⁰.

Brasilien og øvrige latin-amerikanske lande har set stor stigning i den øverste økonometiske sociogruppe, hvor flere har været tilbøjelige til at investere i kvalitetsmøbler, når først de fik råd.

3.1.4 Teknologiske

I dag er internettet et af de første steder som kunderne stifter bekendtskab med butikkerne, og flere møbelkæder ser i dag muligheder i at kunne differentiere sig fra konkurrenterne via deres hjemmeside. F.eks. har Bolia investeret massivt i udvikling af teknologi og at salget udelukkende skal foregå via internettet. Kunderne kan benytte Bolias 3D decorator til at indrette hjemmet, og efterfølgende komme ned i butikken, der fungerer som 'showrooms', og afprøve møblerne.

Niveauet for hvor interaktive hjemmesiderne er steget kraftigt ved hjælp af bedre grafik, og udviklingen indenfor fremvisningen af møblerne på hjemmesiden er blevet mere realistisk⁵¹, eftersom at mange forbrugere forbandt møbelindkøb med *sanselighed og visuelle indtryk*⁵². Alle større kæder ligger stor vægt på at udvikle deres e-commerce, og dette kan være en konkurrencefordel over for de mindre kæder, som ikke har lige så store budgetter til at udvikle sofistikerede interaktive platforme i f.eks. Kina og på andre vækstmarkeder.



Figur 8 - Udvikling i disponibel indkomst over 35.000 US \$ årligt - Egen tilvirkning

⁵⁰ PPP - Purchasing power parity - se **bilag 7**. 35.000 USD svarer omrent til 200.000 DKK

⁵¹ (Euromonitor International) - 21.02.12

⁵² (Børsen IT Innovation) - 06.03.07

3.2 Porters Five Forces

3.2.1 Møbelindustrien - Intern rivalisering

Møbelindustrien vil i denne afhandling analyseres ud fra definitionen *home furnishings*, som udover møbler og accessories også omfatter køkkenudstyr, gardiner mv.⁵³.

Kendetegnet for møbelindustrien er dens stærkt fragmenteret opbygning. Det er estimeret, at der i 2011 befandt sig 65.000 møbelfabrikanter i Europa, hvor størstedelen var små privatejede virksomheder⁵⁴. Det er især i lande som USA, Japan, Kina, Brasilien, Frankrig, Storbritannien og Tyskland, hvor der er størst kamp om markedsandelene. Her står de 4 største kæder, målt på omsætning (retail), 'kun' for mellem 3,2 % og 13,6 % af den samlede markedsandel⁵⁵. BCs omsætning tegner sig for under 0,1 % af den samlede markedsomsætning på de fleste af dens A-markeder, og ca. 0,5 % på deres største hovedmarked Frankrig. Grundet møbelindustriens stærkt fragmenteret opbygning, findes der mange måder, hvorpå møbelkæderne har valgt at differentiere sig på. De hyppigst forekommende udgør pris (*value for money*), designkvalitet, produktsortiment, kundeservice, butiksindretning, beliggenhed, brandloyalitet, kreditfaciliteter og mange andre.

Konkurrencen i møbelbranchen er i høj grad koncentreret omkring de kæder, der fokuserer på omkostningsminimering. Store møbelkæder med betydelige stor-driftsfordele såsom svenske IKEA og danske JYSK, har kunnet lukrere på markedsforholdene og overtake markedsandele fra mindre og mere nicheorienterede møbelforretninger. Specielt IKEA har haft noget nærliggerende vækstrater gennem krisetiden⁵⁵. Mindre kæder har typisk haft fokus på at specialisere sig inden for et specifikt produktområde, men deres generelt højere priser, minimale stor-driftsfordele og ringere distributionskanaler har svækket deres evne til at kunne konkurrere på prisen med større kæder og hypermarkets som over en årrække er steget i popularitet. Det er ikke ualmindeligt at se møbelvirksomheder som f.eks. La-Z-Boy og Furniture Brands International i USA, bygge deres produktporteføljer op omkring et utal af brands i forskellige pris- og kvalitetsklasser, hvilket har kunnet servicere et bredt udsnit af befolkningen. Det har betydet en øget konsolidering i antallet af butikker, som følge af at flere mindre kæder enten har måttet indgive konkursbegæring eller at lade sig opkøbe af andre større kæder (*mergers and acquisitions*), hvilket også fremadrettet ser ud til at være tendensen⁵⁶. Til trods for at branchen stadig kan karakteriseres ved at have en stærkt fragmenteret opbygning, er det alligevel disse større kæder, der besidder de fleste markedsandele, typisk med IKEA besiddende som enten nr. 1 eller nr. 2 i det pågældende land.

De større kæders held med at vinde markedsandele, i en branche der på nuværende tidspunkt må siges at være præget af overkapacitet, har ført til øget priskonkurrence i størstedelen af Europa og USA. Priskonkurrencen er blevet yderligere skærpet efter at flere europæiske møbelkæder har øget deres import af asiatiske og

⁵³ "Furniture and other moveable articles in a home that are necessary or useful for comfort and convenience" - (Euromonitor International definition)

⁵⁴ (Encyclopedia of global industries) - 2011

⁵⁵ Vurderet ud fra publikationerne "Home Furnishings in" - Euromonitor International

⁵⁶ (Euromonitor International) - 09.01.13

østeuropæisk producerede møbler, som har kunnet skaffes til en betydeligt lavere pris hvilket har givet forbrugerne flere billigere alternativer⁵⁷. Selvom der fortsat findes mange møbelkæder, der er positioneret i de øvre prisklasser såsom BC og Natuzzi, har det ikke helt været muligt for dem at opretholde deres tidligere højere priser. Flere af kæderne har måtte sænke prisniveauet i deres kollektionsopdateringer, men det har været begrænset, hvor meget de har turde gøre dette for samtidig kunne bevare deres image som kvalitetsforhandlere. Flere møbelkæder og producenter har i stedet valgt at fokusere på at reducere deres operationelle omkostninger i håb om at kunne opretholde en profit, og har i stedet måtte udskyde udviklingen af nye produktlanceringer. Dette har for mange ført til en konsolideret produktion og lukning af fabrikker, inkl. BC der har måtte lukke en fabrik i Herning og haft stor fokus på omkostningseffektivisering.

Nedenstående tabel viser udviklingen i markedsværdien i kategorien *home furnishings* på vigtige markeder for BC. Det ses at størstedelen af det europæiske og amerikanske marked har oplevet nedgang i salgsværdien af solgte møbler, hvilket har ført til hård konkurrence om markedsandelene.

	<i>Mill. DKK</i>	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Gns. vækst
Brasilien	62.488	66.870	71.737	76.425	87.764	93.331	8,4%	
Kina	183.210	213.249	251.751	278.814	322.896	374.139	15,3%	
Frankrig	89.571	93.055	92.868	91.307	92.626	90.111	0,1%	
Tyskland	249.455	252.878	243.719	234.022	237.154	239.785	-0,8%	
Indien	8.076	9.090	10.293	11.784	13.816	16.465	15,3%	
Italien	124.914	125.721	112.701	102.705	102.961	99.782	-4,4%	
Japan	202.668	199.836	188.994	176.106	172.404	170.250	-3,4%	
Mexico	33.095	34.889	34.335	33.561	31.816	31.265	-1,1%	
Rusland	47.051	58.089	66.472	55.896	62.599	69.153	8,0%	
Spanien	64.637	66.484	65.766	64.091	61.834	60.526	-1,3%	
Sverige	22.257	23.490	23.904	24.041	24.496	23.979	1,5%	
UK	109.352	110.894	110.203	108.442	106.544	104.831	-0,8%	
USA	692.622	687.279	644.476	591.756	604.947	620.035	-2,2%	

**Tabel 2 - Udvikling i salgsværdien (retail, løbende priser) "Home Furnishings". Egen tilvirkning
Kilde: Euromonitor International country reports ("Home Furnishings in")**

Udviklingen i salgsværdien bærer præg af, at de kæder, der har positioneret sig prismæssigt i den lavere ende, har vundet markedsandele fra de dyrere positioneret kæder. Flere forbrugeres skifte over til billigere alternativer, og udskydelse af større køb, har medført at salgsværdien pr. solgt møbel er faldet.

Af tabellen kan også ses, at de lande, der har klaret sig godt under krisen, er BRIK-landende. Fremadrettet må det forventes at være disse lande, der skal trække væksten i møbelbranchen op. Alene Kina ser ud til at stå for to tredjedele af den globale vækst frem til 2017, grundet stor fremgang i købedygtig befolkning⁵⁸. Væksten af salgsværdien på vækstmarkederne kan også tilskrives at flere internationale brands har flyttet deres fokus mod disse markeder, samt den større vilje hos befolkningen der har været for at handle i møbelforretninger tilhørende *premium* segmentet⁵⁹.

⁵⁷ (Encyclopedia of global industries) - 2011

⁵⁸ Euromonitor International - 2012 (b)

⁵⁹ Se yderligere analyse afsnit 3.2.5 - Truslen fra nye udbydere

3.2.2 Præsentation af konkurrenter

Selvom en stor del koncentrationen i møbelbranchen befinder sig i middel- og lavprisklassen, er der valgt at tage udgangspunkt i fem konkurrenter, der ligger tæt op ad BCs egen positioneringsstrategi. BC ser sig positioneret mellem brands og kæder som IDEmøbler, ILVA og Habitat i mellemmarkedet og brands i den højere ende som Natuzzi, Cassina og Ligne Roset (Årsrapport 11/12).

- **IDEmøbler, ILVA:** IDEmøbler A/S er sammen med ILVA A/S og IDdesign Business A/S eget af IDdesign A/S, og ligger hovedsageligt placeret i Danmark. Strategien for begge selskaber er at blive de førende detailhandlere indenfor møbler og boligindretning i Norden. Selskaberne henvender sig til en stor del af befolkningen, der er villige til at betale lidt ekstra for kvaliteten i designet i forhold til IKEA. Prislejet for en 3-4 personers sofa ligger centreret omkring 8.000 til 20.000. Selskaberne har i de seneste fire år, akkumuleret et samlet underskud på 668 millioner kroner⁶⁰. Virksomhederne peger selv på, at de har været hårdt presset af at have ligget i et felt med stor konkurrence fra andre virksomheder i det øvre midterfelt, og ikke at have haft en konkret fortælling om deres stil til målgruppen. Det sløje møbelmarked i Danmark, har ligeledes gjort at IKEA har overtaget en stor del af deres kundegrundlag⁶¹. Kunderne har i stedet primært køber indretningsmæssige ting såsom lamper, puder mv., mens sofaelementet salgsmæssigt har udviklet sig negativt. Som følge af det stigende underskud gennem krisen har selskaberne haft fokus på omkostningsbesparelser og effektivisering og fyret over 1/10 af deres medarbejdere.

Efter Lars Larsens opkøb af 80 % af aktiekapitalen i 2013⁶², har det nu styrket deres indkomstgrundlag, og for at vinde markedsandelene tilbage skal der sættes et ekstra tryk på markedsføringsindsatsen, mens sortimentet skal være bredere med mere moderne design, der bærer præg af et moderne urbankoncept til konkurrencedygtige priser. Virksomhederne bruger dog ikke i lige så høj grad tid på eget design, men finder designet hos møbelfabrikanter rundt omkring i verden.

- **Bolia** er en dansk møbelkæde ejet af JYSK Holding, der i sine designmøbler lægger vægt på skandinavisk design til menneskelige priser. Designmøblerne går under 'New Scandinavian Design', og ser den typiske Bolia-kunde som mellem 20 og 50, livsstilsinteresseret, fra storbyen og i mellem- til højindkomstgruppen⁶³. Virksomheden har formået at skabe vækst i indtjeningen med en stigning på 80 % over perioden 2010 - 2013, samtidig med at de har øget antallet af butikker⁶⁴. Dette er til trods for, at de har ligget og kæmpet i mellem- og massemarkedet i lande som Danmark, Norge, Sverige og Tyskland, hvor vækstmulighederne i den senere tid har været beskedne.

Efter at have oplevet dårlige resultater med store underskud som følge af finanskrisens opstart, fik det ledelsen til at tænke i andre kreative baner. "Når der

⁶⁰ (Wood-supply) - 30.11.12

⁶¹ (Fyens Stiftstidende) - 30.11.11

⁶² (Børsen) - 18.03.13

⁶³ (Berlingske) - 27.05.12

⁶⁴ (Wood-supply) - 08.08.12

kommer en finanskrisse, ændrer forbrugernes adfærd sig markant. Derfor blev vi nødt til at gøre noget andet"⁶⁵ har Lars Lyse Hansen udtalt, og forklarer, at Bolia valgte at fokusere på design, og hyrede 50 designere efter i lang tid at have fokuseret på indkøb hos møbelproducenter. Bolia mener, at vejen frem har været at tilføre mere kreativitet og design i udviklingen af deres brand, for herigenem at kunne skille sig ud. Fremadrettet vil fokus være på at udvikle endnu flere produkter, samt at forbedre butiksudviklingen og markedsføringen, efter at marketingbudgettet er blevet øget væsentligt de senere år.

- **Natuzzi** er et italiensk møbelfirma, der designer og fremstiller moderne og traditionelle læder- og stofpolstrede møbler. Firmaet har fokus på italiensk kvalitetsdesign, og anser sig selv for at befinde sig på et nichemarked, hvor forbrugerne har mange valgmuligheder, når det kommer til køb af polstrede møbler. Virksomheden har en stærk international profil med butikker beliggende i 123 lande, og genererer 50% af sin omsætning i Europa og 36% i Nord- og Sydamerika.

Virksomheden har haft det økonomisk vanskeligt de seneste 5 år. Omsætningen er faldet med 25 % siden 2007, hvilket i høj grad har været forårsaget af krisen i Sydeuropa samt den øgede konkurrence fra omkostningsminimerende producenter. I de seneste 2 år har der derfor været fokus på at udvikle kollektioner beliggende i den billigere prisende for at kunne tiltrække en bredere kundebase. "We promptly reacted, from a price point of view, introducing the Natuzzi Brand new 'entry price' products that could stimulate consumer demand coherently with the brand positioning"⁶⁶ Prislejet ligger normalt fra 10.000 til 55.000 DKK for en tre til fire personers sofa, men med flere møbler i den dyre ende i forhold til BC. Produktpor- teføljen består af fire forskellige brands, som skal kunne konkurrerer i alle prisklassen: Natuzzi, Ital sofa, Natuzzi Editions/Leather Editions og Softaly. Som en del af Natuzzi's fremadrettet strategi, skal f.eks. Ital sofa, sammen med det traditionelle brand Natuzzi, konkurrere på vækstmarkederne, med det store antal af omkostningsminimerende konkurrenter⁶⁷. De nyere brands i porteføljen som Editions og Softaly skal dække midter- til lavsegmentet i håbet om, at den bredere portefølje kan genvinde markedsandele fra de større konsoliderede kæder.

- **Poltrona Frau S.p.A** er et italiensk møbelfirma, der er positioneret i den højere ende af markedet, med mærker som *Cassina*⁶⁸, *Poltrona Frau* og *Cappellini*. Selvom mærkerne ligger et stykke over BC kvalitetsmæssigt, anser BC alligevel Cassina som en international konkurrent. Der er valgt at analysere hele virksomhedens brandportefølje, da Poltrona Frau og Cappellini ligger tæt op ad Cassinas positio- nering. Udeover at leve produktløsninger til private forbrugere, leverer Poltrona også møblering til erhvervskunder (biografer, hoteller, restauranter mv.).

Poltrona Frau har, ligesom Natuzzi, en stærk international profil, dog med Europa som det overvejende marked. Asien og USA står tilsammen for ca. 20% af omsætningen. Poltrona Frau er beliggende i 65 lande med 80 brand stores og 1000

⁶⁵ (Børsen) - 01.02.12

⁶⁶ (The week) - 04.06.10

⁶⁷ Natuzzi årsrapport 2012

⁶⁸ Cassina blev erhvervet i 2005 som del af Poltrona Fraus opkøbsstrategi.

multibrand forretninger og med fokus på storbyerne. Igennem de seneste fem år har virksomheden haft fokus på at ekspandere yderligere på det internationale marked især Asien og Rusland blandt andet ved at implementere effektive logistikløsninger i Kina for at udnytte landets høje vækstrater.

Poltrona har en stærk produktporlefølje, og har som målsætning, at deres sortiment skal være bredt repræsenteret indenfor både klassiske, moderne designmøbler. Poltrona tilstræber sig på at lancere et stort udbud af nye kollektioner hvert år, som de anser for at være særlig vigtig for bevare opmærksomhed omkring deres brand, og har tilmed arbejdet på at reducere deres time-to-market. Designet og prestigen i mærkerne historie er en af de bærende kræfter i oparbejdelsen af nye kollektioner, og da Poltrona varetager 60% af produktionen selv, har der også her været stor fokus på at reducere omkostningsniveauet gennem reorganiseringer.

3.2.3 Substituerende produkter

Basalt set vil behovet for møbler, hvad enten det gælder sofaer, borde etc., ikke umiddelbart kunne substitueres med andre produkter. Men når det handler om indretning og modernisering af sit hjem, har forbrugerne et stort udvalg at vælge imellem. Ikke bare inden for møbler og tekstiler, men også inden for genren boligindretning. Tæpper, nyt tapet, maling, kunst, elektronik mv., vil alt sammen opfylde behovet, om at sætte et personligt præg på sit hjem, og være produkter der prioriteres i stedet for at udskifte sofaen. F.eks. har den større interesse for innovativ elektronik fået forbrugerne i USA til at foretage hyppige opdateringer inden for smartphones, større fladskærme, tablets mv.⁶⁹, som kan betyde udskydelse af møbelinvesteringer. Skulle møbelsalget for alvor indfinde i USA igen, kan der være større tilbøjelighed fra den amerikanske befolkning mod, at ville fremme salget af amerikansk producerede møbler, vurderer undersøgelser foretaget af *Furniture Today*⁷⁰.

Internettet muligheder har gjort markedet mere gennemsigtigt, og det er blevet relativ nemt for forbrugeren, at finde produkter der kan matche både BCs priser, kvalitet og design. Det kan til tider være til stor forvirring for forbrugeren, hvor mange muligheder der egentlig findes og derfor også sværere for møbelforhandlerne at skabe en loyalitet hos kunderne. Specielt under mærkbare konjunkturskift hvor forbrugerne har større tilbøjelighed til at ændre deres købsvaner, da der stort set ikke er nogen substitutionsomkostninger forbundet med et skifte. Det har alt andet lige gavnet større kæder, med et produktsortiment der har favnet bredt indenfor boligindretning og dermed overflødigjort en stor del af behovet for specialforretninger.

3.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Set på møbelindustrien som helhed er der stor forskel på, hvor meget virksomheder benytter sig af egne fabrikker kontra outsourcing. Markedet er karakteriseret ved at have et stort udbud af leverandører, og tendensen for de virksomheder, der benytter sig af outsourcing, er at de spreder deres bestillinger ud på adskillige leve-

⁶⁹ (Encyclopedia of global industries) - 2011 + (Furniture-Today) - 14.01.13

⁷⁰ (Furniture-Today a) - 25 Feb. 2013 , (Furniture-Today b) - 25 Feb. 2013

randører for at mindske risikoen for afhængighed og samarbejdsproblemer⁷¹. BC har derimod valgt at samarbejde med få leverandører i Kina og Østeuropa, grundet et ønske om bedre leveringssikkerhed og mulighed for bedre at kunne kontrollere kvaliteten i produktionsfasen.

BC outsourcer ca. 45 % af deres produktion til Kina⁷², et land som i høj grad eksporterer til store dele af verdenen særlig europæiske lande jf. afsnit 3.2.1. Stigende lønomkostninger og incitamenter fra den kinesiske regering om at satse på *high-end* produktionsfabrikanter, betyder dog at flere europæiske forhandlere kan være parate til at flytte til andre asiatiske lande⁷³. Ifølge Euromonitor svinger lønomkostningerne fra mere end 11 US\$ pr. time i Japan og Kina til kun 0.10 US\$ pr. time i Vietnam. Flere internationale møbelkæder er allerede begyndt at importere masseproducerede møbler fra Taiwan, hvilket har intensiveret priskonkurrencen yderligere⁷⁴.

Eftersom at BC forventes at øge andelen af outsourcing, efterhånden som omsætningen stiger, vurderes det, at de vil udgøre en vigtig del af leverandørernes kundegrundlag grundet deres store indkøbsmængde. At BC i øjeblikket har et fornuftigt samarbejde med deres leverandører, kan også ses på hvor høj en andel leverandørgælden udgør af den samlede arbejdskapital. Den er steget særdeles gunstigt de seneste fem år, og har været en stor hjælp i forbedringen af BCs likviditet - se afsnit 4.4.3. Selvom BC må siges at have en relativ stor afhængighed til deres nuværende leverandører, vil BC i sidste ende have mulig for at finde andre leverandører, hvis lønomkostningerne stiger, selvom det givet vis vil skabe nogle indkøringsvanskeligheder i en periode med hensyn til design- og produktionsudviklingen.

3.2.5 Kundernes forhandlingsstyrke

Kunderne, set fra BCs perspektiv, er franchisetagerne. Eftersom BC fungerer som eneleverandør til butikkerne, er franchisetagerne forpligtet til at aftage de varer, som BC sælger. Eftersom at butiksnettet er spredt ud over mange forskellige franchisetagere, har den enkelte franchisetagere ingen særlige forhandlingsstyrker overfor BC. Ingen af franchisetagerne står for mere end 5% af BCs omsætning, og det må antages at hovedparten bidrager med en væsentlig mindre andel af omsætningen. Dette mindsker risikoen for alvorlige tab i BCs omsætning, hvis et samarbejde må brydes grundet samarbejdsproblemer, eller hvis butikken må lukkes grundet manglende indtjening.

Selvom BC står i en sælger position, har de selvfølgelig interesse i, at butikkerne er rentable. Franchisetagerne har på baggrund af dette, kunne forhandle sig frem til øgede kredittider i løbet af de seneste år, da BC finder, at den hurtigste måde at ekspandere nettoantallet af butikker på er via allerede indgåede franchise-aftaler. Eftersom at BC har haft problemer med at finde nye egnede franchisetagere i de seneste par år, kan det tænkes, at de fremadrettet vil være villig til tilbyde yderligere favorable vilkår til de nuværende franchisetagere. Specielt eftersom BC

⁷¹ (Encyclopedia of global industries) - 2011

⁷² (Børsen) - 26.03.12

⁷³ (Euromonitor International) - Se f.eks.: Home Furnishings UK

⁷⁴ F.eks. har Nitori Co Ltd. i Japan rykket sine produktionsfaciliteter til Vietnam, og undgået at blive ramt at de forhøjede kinesiske lønomkostninger.

har måtte lukke eller overtage flere af franchisetagernes butikker, hvilket har øget kapacitetsomkostningerne.

3.2.6 Truslen fra nye udbydere/adgangsbarrierer

I løbet af de seneste fem år har der været stor forskel på, hvor eventuelt nye udbydere har fundet det attraktivt at placere sine butikker. I store dele af Europa har der ikke været observeret nyttilkomne butikskæder, som har ville trænge ind på markedet⁷⁵. Det gælder både lande som Tyskland, der står som det land i Europa, der har klaret sig bedre end de fleste under krisen⁷⁶, samt kriselande som Spanien, der har været karakteriseret ved adskillige virksomhedskonkurser⁷⁷. Det kraftige fald i møbelsalget har givet vis skræmt mange nye potentielle udbydere væk, og kendtegnene for en stor del af landende, i særdeleshed Danmark⁷⁸, har været virksomhedernes store fokus på proces- og omkostningseffektivisering. Det har skabt betydelige erfaringsfordele for de allerede etablerede virksomheder, som vil gøre det svært for nye udbydere at kunne konkurrere med om de i forvejen konkurrenceprægede markedsandele. Størstedelen af nye butiksåbninger har de større møbelkæder stået for.

Den udeblivende vækst i de europæiske lande har i stedet fået flere internationale møbelvirksomheder, som led i deres vækststrategi, til at satse på vækstmarkederne. Både Indien og Kina har som nævnt oplevet høj vækst i møbelsalget, hvilket er blevet forstærket af at mærker som Natuzzi og Ethan Allen⁷⁹, og en hel del andre udenlandske firmaer, har indtaget disse vækstmarkeder. Det har været med til at øge interessen for '*premium brands*' hos forbrugerne, da de lokale virksomheder ikke har kunne tilbyde de samme innovative produkttiltag. En stor del af de nyttilkomne internationale virksomheder har derfor positioneret sig i den øvre del af markedet, og stod i 2011 for 20 % af den samlede brand-markedsandel i Kina⁸⁰. Det samme scenarie må forventes at udspille sig på øvrige BRIK-markeder, der i ligeså høj grad udgøres af mange små private virksomheder, og hvor det i større grad vil være muligt for internationale møbelkæder at overtage markedsandelene via deres veletablerede franchisingkoncepter.

3.3 BoConcepts forretningsområde

BC har valgt at markedsføre sig med at have et komplet produktprogram af møbler og livsstilsprodukter til private hjem. Alligevel har de overvejede valgt at fokусere på sofa-, reol- og spisemiljøområdet, med klar hovedvægt på sofaområdet. Accessories-udvalget har dog på det seneste også vokset sig til at udgøre en større del af både sortimentet og omsætningsandelen. BCs sofasortiment består i dag af 12 hovedserier og reolsortimentet af 3 hovedserier.

⁷⁵ Vurderet ud fra europæiske landeanalyser - Euromonitor International

⁷⁶ (Euromonitor International) - Germany

⁷⁷ (Euromonitor International) - Spain

⁷⁸ (Euromonitor International) - Denmark

⁷⁹ Ethan Allen er en amerikansk møbelkæde, der er placeret i den middelhøje ende.

⁸⁰ (Euromonitor International) - China

Kigger man på konkurrenterne i og omkring samme positioneringsområde som BC, finder man samme trend i udvalget. Hos Natuzzi er der rigtig stor fokus på sofa sortimentet (38 hovedserier), mens resten af deres sortiment nogenlunde følger BCs linjer. Det samme gør sig gældende for Poltrona Frau, som har en stærk portefølje indenfor sofa- og stoleområdet. Sofa-sortimentet er et vigtigt aktiv for alle konkurrenterne, hvilket også er omdrejningspunktet i opbygningen af deres kollektioner.

En af ulemperne for BC i forhold til nogle af konkurrenterne, er udvalget i deres sortiment. Internationale kæder som Natuzzi og Poltrona Frau har typisk et større udvalg med mere dybde i deres sortiment. Det må ligeledes forventes at adskillige konkurrenter vil have en produktstrategi, der vil kunne matche BCs sortiment som f.eks. Bolia, der efter deres omstruktureringssproces vurderes til at kunne være en seriøs konkurrent på det nordeuropæiske marked, både design-, produkt- og positioneringsmæssigt, men også på det resterende europæiske marked taget deres ekspansionsplaner i betragtning⁸¹.

Selvom BC er en møbelkæde, der kan tillade sig at tage en merpris i forhold til massemarkedet, har de alligevel været nødsaget til at justere på deres prisniveau i løbet af krisen. Allerede i 07/08 begyndte BC at justere sin produktsammensætning med prisnedsaettelser, efter en 25%'s nedgang i trafikken til butikkerne. Som det dog kan ses af tabel 3, er BC i løbet af de seneste tre år, alligevel begyndt at satse på kollektionsopdateringer i den højere ende af prisspektret, selvom trafikken til butikkerne stadig er lav. Et ønske fra BC om at vende tilbage til deres normale prispositionering:

	Lav	Middel	Høj
Nyheder 2009/2010	45%	35%	20%
Nyheder 2010/2011	45%	45%	10%
Nyheder 2011/2012	25%	45%	30%
Nyheder 2012/2013	25%	40%	35%
Nyheder 2013/2014	20%	40%	40%

Tabel 3 - Prisudvikling i kollektionsopdateringerne
Egen tilvirkning

Selvom en større del af efterspørgslen igennem de seneste fem år har ligget i den laveste og mellemste ende af prisspektret, har BC alligevel oplevet en stigende efterspørgsel efter produkter i den øverste del af prisspektret imellem perioden 2010-2012⁸². BC forklarer dette til dels med succesfuld fokus på uddannelse og implementering af et Interior Decoration Team i butikkerne, som i enkelte lande har bidraget med mere end 25% af omsætningen og sikret et bedre salgsmiks⁸³. 2009 var også året hvor BC for alvor begyndte at satse på accessories, som i 2010 stod for 8 % af omsætningen. I 2012/13 er dette steget til over 12 %, og BC forventer at dette vil stige til 15 % inden for den nærmeste årrække. Stigningen i accessories har dog ført til et fald i indtjeningsmarginen i regnskabsåret 12/13.

BC har på nuværende tidspunkt udvidet sit butiksnet til 60 forskellige lande. En af fordelene ved den omfangsrige strategi er afsætningsmulighederne i Asien og

⁸¹ (Bolia vil vokse i hele Europa, Berlingske) - 27.05.12

⁸² BC redegør ikke for en nøjagtig udvikling af indenfor de forskellige prisgrupper.

⁸³ Årsrapport 11/12

Latinamerika, der kan opveje den stagnerende omsætning i de europæiske lande. 35 % af omsætningen bliver i øjeblikket genereret uden for Europa, men med en samlet omsætning på 'kun' 2,5 milliarder DKK årligt (retail)⁸⁴, vurderes det at markedspenetreringen og kendskabsgraden, uden for Europa, stadig ligger på et lavt niveau. Med udgangspunkt i BCG-modellens klassificering kan de internationale markeder inddeltes efter potentiale:

Questionmark: Mulighederne har åbnet sig op for dansk design i Kina, hvor flere danske detailkæder i øjeblikket etablerer sig⁸⁵. Blandet andet prøver det danske møbelfirma Fritz Hansen, der sælger designmøbler i luksusklassen, at komme ind på det kinesiske marked, hvor væksten i økonomien og den stigende efterspørgsel efter kvalitet bør give gode afsætningsmuligheder i hvert fald på længere sigt⁸⁶. Som afsnit 3.1.3. argumenterede for, ligger kinesernes generelle investeringslyst stadig på et lavt niveau i forhold til de europæiske lande, og på kort sigt gælder det om at skabe opmærksomhed om møbelsalg generelt. Adm. direktør i Fritz Hansen, Jacob Holm, medgiver at det kinesiske marked kan svært at trænge ind på, da salg af langvarige forbrugsgoder tager lang tid at bygge op⁹⁰. BC er mere optimistisk i deres udmelding og vurderer at markedspotalet i Kina er enormt. Selvom omsætningen på nuværende tidspunkt kun udgør 1-2% af den samlede omsætning, har BC ambitioner om at udbygge deres nuværende 14 butikker til 100 inden for en periode på syv-otte år⁸⁷. Usikkerheden består dog i at mange andre premium-brands i øjeblikket følger samme strategi, og om BC formår at finde egnede franchisetagere. Det samme gælder andre questionmark-lande som Indien, Brasilien og Latinamerika som BC først for alvor skal til at positionere sig på. I hvor høj grad BC formår at vokse på disse markeder, vil afhænge af konkurrencefeltet og smag for det danske design.

Star: Ruslands forbrugere er begyndt at vise stor interesse i luksusmøbler, og specielt møbler der kan designes efter forbrugerens egen smag⁸⁸. Givet at BC har en god portion af deres omsætning i Rusland (ca. 6%), har de formået at opbygge en god markedsstørrelse, da Ruslands marked indenfor *premium-end* først for alvor er ved at opbygges. Markedet har i lang tid været domineret af lokale møbelfabrikanter, og efterhånden som forbrugerne får øjnene op for disse produkter, kan det fremadrettet være med til at generere likviditet i modsætning til andre BRIK-lande, der kun udgør 2% af omsætningen, og hvor der i større grad skal søges aktivt efter egnede franchisetagere.

Et land som USA er svær at placere, men hvis de formår at få gang i vækst og boligsalg, kan der også være potentielle muligheder her, selvom BC fortsat er en lille spiller på det samlede marked. Selvom der er enkelte usikkerhedsmomenter i vækstudsigterne - se kapitel 6, worstcase -, må USA betegnes som et område med flere vækstmuligheder end det europæiske.

⁸⁴ Aarhus Handelshøjskole - 19.01.11

⁸⁵ (Børsen) - 26.11.09

⁸⁶ (Børsen) - 26.03.12

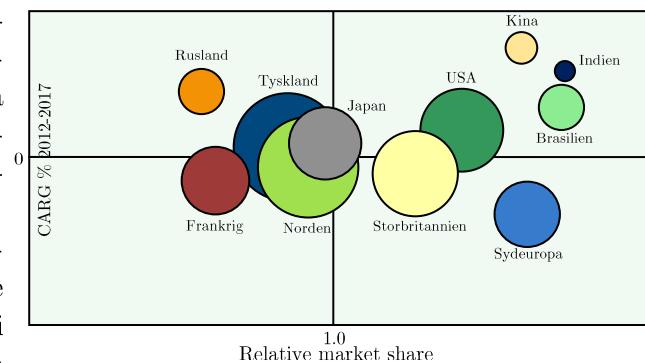
⁸⁷ (Wood-supply) - 13.05.13

⁸⁸ (Euromonitor) - Home furnishings in Russia

Cash-cow: Det japanske marked kan i øjeblikket betegnes som værende et stabilt marked, som med en markedsandel på ca. 5-6%, vil være godt for BCs likviditet. En stor del af BCs europæiske markeder vil dog være præget af høj grad af usikkerhed fremadrettet, og umiddelbart er det kun det tyske marked, som ligger på et stabilt niveau. De resterende lande oplever ingen eller negativ vækst, og der kan argumenteres for at flere af landede burde ligge i dog-kategorien, hvis ikke indtjeningsmarginerne forbedres. Fremadrettet vurderes det at BC bliver nødt til at holde hånden under en stor del af deres franchisetagere i Europa, via kredittider og andre lånemuligheder. Det kan frygtes, at deres produktporfolio ikke vil være bred nok, henset deres sats på high-end produkter i deres kollektionsopdateringer.

Dog: BCs butikker på de sydeuropæiske markeder oplever alle faldende omsætning, og det kan være lang tid før end at usikkerhedsmomenterne fra gældskrisen er drejet over. Hele Sydeuropa står for ca. 7% af BCs samlede omsætning. Mange *low-end* produkter såsom accessories vil udgøre den største del af omsætningen, hvilket ikke ligger i tråd med BCs fremadrettede strategi i kollektionsopdateringerne. Kombineret med den lave markedsandel set i forhold til konkurrenterne samt de mange butikslukninger vurderes markedet som et dødt forretningsområde.

I figur 9 er BCs hovedmarkeder forsøgt indtegnet i BCG-modellen, efter inspiration fra Hollesen (2007, s. 130). Landenes position i figuren er vurderet ud fra, hvor stor knowhow, markedskendskab og markedsstyrke BC må formodes at have i forhold til konkurrenterne i afsnit 3.2.2, samt de vurderede vækstmuligheder i landet. Informationer om alle konkurrenternes forhold på de givne hovedmarkeder har ikke været mulig at fremskaffe, og flere af vurderingerne er foretaget ud fra skøn. I stedet for BCs egen omsætning i landet repræsenterer cirkernes størrelse *pr. capita* hos forbrugerne i landende, jf. bilag 6. Vurderet ud fra modellen er mange af BCs nuværende markeder placeret tæt omkring krydset i modellen. Flere er placeret under eller tæt ved 0-væksten på y-aksen. De vækstmarkeder, som BC vil satse på fremadrettet, har pt. en *pr. capita* i den lave ende set i forhold til de europæiske lande, men dog et væsentlig større befolningsgrundlag, der kan være med til at skabe et stort nok kundegrundlag for BC.



Figur 9 - Boston Consulting Group model. Egen tilvirkning

3.4 Analyse af interne værdidrivere

En måde at undersøge BCs ressourcer og kompetencer på er ved at gennemgå virksomhedens enkelte funktioner ud fra følgende værdikæde (Schack, 2009):

Design → Udvikling → Produktion → Markedsføring → Distribution → (Eftersalgs)service

Design og udvikling:

Konkurrencen i den stærkt fragmenteret møbelbranche, fremhæver vigtigheden af at BC besidder fleksibilitet i design- og udviklingsfasen af deres kollektioner. I forhold til perioden 2008-2009 har BC hævet antallet af produktlanceringer betydeligt. Lene Rønfeldt, Visual Manager BoConcept, udtalte at de i perioden i stedet fokuserede på et større farveudvalg til deres eksisterende kollektioner: "Vi føler ikke, at tiden er til de helt store udskiftninger"⁸⁹. I dag forsøger BC at opdatere deres produktsortiment med 20-25% hvert år, og introducerede i 2010 tillige halvårige kollektionsopdateringer. BCs forbedringer inden for produktlanceringer afspejles i, at deres 2012-kollektion i dag udgør 30% af deres omsætning⁹⁰.

BCs øgede fokus på at allokerere flere ressourcer til produktlanceringer end hidtil specielt inden for polstermøbler, der er BCs største og vigtigste produktområde, skulle gerne kunne udvide deres produktsortiment med henblik på at erobre markedsandele på det internationale marked. BC har indtil videre arbejdet med danske designere, men et samarbejde med en international topdesigner (Karim Rashid) i deres halvårskollektion 11/12 og vigtigheden af at få udbygget deres produktporfolio, har fået BC til at etablere et polsterteam, som skal ledes af Natuzzi's tidligere produktchef Stefano Sette. Det har skabt større fokus på deres tekniske udviklingsafdeling, der sammen med polsterteamet skal "*optimere processen fra ide til salg af det færdige produkt i samarbejde med designere og leverandører*"⁹¹, samt forbedre deres nuværende time-to-market.

Det ses også som en nødvendig, eftersom at flere af konkurrenterne har haft fokus på at optimere deres i den senere tid, jf. konkurrentafsnittet 3.2.2. F.eks. har Poltrona Frau bestræbt sig på at lancere 30 nye produkter i hver af sine kollektionsopdateringer, og deres fokus på et effektivt designteam har sikret konstant produktinnovation. Natuzzi har valgt at øge deres fokus mod Research & Development med henblik på at kunne differentiere sig på vækstmarkederne og herigenem øge deres markedsandele.

Produktion:

BC tilstræber at føre en såkaldt *asset-light* strategi, hvor anlægsinvesteringerne skal holdes på et minimum. Derfor har BC siden deres restrukturering i 2004 gjort stor brug af outsourcing, som i dag udgør 79 % af produktionen. BC har kun egenproduktion indenfor plademøbler, der kun bliver opretholdt, så længe den kan konkurrere med andre leverandørers priser og kvalitet. Derfor bliver der investeret i den nyeste teknologi, som kan bringe lønomkostningerne nede⁹¹.

⁸⁹ (Berlingske Bolig) - 14 sep. 2009

⁹⁰ Årsrapport 11/12

⁹¹ (Jyllandsposten) - 02.01.06

Som led i at minimere anlægsinvesteringerne skal omkostningerne i BCs produktion og supply chain fremadrettet gøres mere variable i forhold til efterspørgslen. Det betyder at en større del af produktionen vil blive outsourcet, efterhånden som aktivitetsniveauet øges, hvilket skal sikre, at BC undgår at blive fanget af over- eller underproduktion, når konjunkturen vender. Ser man på konkurrenterne Natuzzi og Poltrona Frau, har de i højere grad valgt at fokusere på egenproduktion, som en del af deres differentieringsstrategi, og benytter derfor ikke i lige så høj grad outsourcing. BC har dog i højere grad valgt at lægge sine kompetencefordeler i selve planlægnings- og distributionsfasen end egne fabrikker.

Markedsføring:

Selvom BC anser deres position i den allerøverste del af mellemmarkedet som værende unik⁹², vurderes det, at mange konkurrenter må ligge tæt op ad denne positioneringsstrategi. Ligesom BC har mange møbelkæder haft fokus på *value for money*-begrebet⁹³: "*The upholstery reaches across a broad price spectrum so it's not so much about price, but rather focused on style at affordable prices*"⁹⁴. Kundernes fokus på *value for money* har været en vigtig parameter, ligegyldig hvor man som møbelkæde har valgt at positionere sig⁹⁵, hvilket har gjort det sværere at udnytte det som en differentieringsstrategi. Samtidig har vigtigheden af at være synlig overfor kunderne været kritisk, hvilket har krævet en høj markedsføringsindsats for at beholde sine markedsandele⁹⁶. Ser man f.eks. på ILVA og IDEmøbler, blev deres manglende identitet fatal for dem i krisetiden og førte til, at de ikke havde nogen profil udadtil.

BC mangler stadig at slå igennem internationalt, og med deres relativt beskedne markedsandele vurderes de ikke til at have samme internationale brand awareness som f.eks. Natuzzi. Viggo Mølholm har udtalt, at BC tidligere har fokuseret på for mange markeder på én gang, men at der fremadrettet skal fokuseres på mere koncentreret vækst⁹⁷. Fokus i markedsføringen skal især være på at differentiere positioneringen af deres brand på vækstmarkederne, som et dansk design med en tilhørende historie '*Urban Danish Design since 1952!*'. BC er på nuværende tidspunkt Danmarks mest globale møbelkæde⁹⁸, og ud fra analysen i afsnit 3.3 vurderes dansk design at kunne give BC en strategisk fordel. Det er dog karakteristisk at virksomhederne i BCs segment gør en del ud af historien bag møblerne i deres markedsføring. F.eks. har Natuzzi ændret deres *Natuzzi*-brand til *Natuzzi Italia*, for at styrke det faktum at deres produkter er *Made in Italy*, og senest er Bolia kommet på banen med '*Scandinavian design*'. Poltrona Frau lægger ligeledes stor vægt på fortællingen bag designprocessen af deres italienske produktsortiment. Eftersom stort set alle konkurrenterne har allokeret flere ressourcer til deres marketingbudget fremadrettet, specielt til Asien og USA, fremhæver det vigtigheden af at BC formår at booste deres markedsføringsindsats. BC vil derfor i de kommende

⁹² Se positioneringsplacering i bilag 8

⁹³ Eks. "*Value more than its price*". Nitori, Japansk møbelkæde, (Euromonitor International) - Japan.

⁹⁴ (Furniture Today) - 16.10.10

⁹⁵ (Euromonitor) - Home furnishings Germany

⁹⁶ (Euromonitor) - Home furnishings Denmark

⁹⁷ (Aarhus Handelshøjskole) - 19.01.11

⁹⁸ BoConcept.dk - Om BoConcept

år vurdere muligheden for at medfinansiere markedsføringsbudgetterne på nationalt plan hos de enkelte butikker, som franchisetagerne ellers normalt står egenhændigt for.

Distribution:

BCs har i de seneste år investeret intensivt i opgraderingen af deres ERP-system⁹⁹, som skal være med til at optimere vare- og informationsflowet fra produktion til distribution. Målet er at BC skal kunne levere 95% af alle ordrer komplet til den aftalte tid¹⁰⁰. Leveringsservicen er et væsentligt aktiv for møbelbranchen, da en stor del af møblerne hos BC og konkurrenterne er ordreproducerede møbler, som tilpasses specielt efter kundernes ønsker. Der kan typisk gå længere tid før end at kunderne får deres bestillinger, og hurtige leveringstider kan dermed være med til at vinde kundeloyalitet. Førhen gik meget af tiden for BC med at få indfaset nye kollektioner i lagerbeholdningen, hvilket førte til at udbuddet ikke svarede til efter-spørgslen. Butikkerne oplevede et større frafald af kunder, da de ikke kunne levere til tiden i 2006/2008¹⁰¹, men BC ser i dag deres leverings- og distributionssetup som en væsentlig kernek Kompetence efter forbedringen af deres logistiksystemer og deres tre distributionscentre, beliggende i Ølgod (DK), Shanghai (Kina) og New Jersey (USA).

Det er BCs opgave, at distribuere varerne til franchisetagerne når de bliver bestilt. I håbet om yderligere leveringssikkerhed har BC som en del af deres supply-chain strategi, indgået et tæt samarbejde med få strategisk udvalgte leverandører, og har formået at outsource en større del af deres lageraktivitet hos flere af leverandørerne i Kina. Hermed kunne BC i 2011/12 lancere en *Express Collection*, hvor kollektionens mest omsatte produkter lagerføres i et større antal og kan leveres få dage efter ordreafgivelse. BC udtrykker at dette er blandt de absolut hurtigste i branchen, set i forhold til en individualiserbar kollektion. Investeringen i deres nyåbnede distributionscenter i Shanghai, har samtidig givet BC en større effektivitet, leveringssikkerhed og kortere leveringstid med henblik på at udnytte vækstmulighederne i Asien. Deres know-how vurderes dog kun at kunne give konkurrencemæsige fordele på kort sigt, da blandt andet Poltrona Frau og andre internationale kæder planlægger at udbygge sin logistikbase betydeligt i disse områder.

(Eftersalgs)service:

BCs fokus på at være konceptudvikler betyder, at det er franchisetagerne, der koncentrerer sig om at yde service til kunderne. Møbelkæder, der henvender sig til premium-segmentet, differentierer sig typisk på omfattende kundeservice og customisation, men fokus på gode servicebetingelser til kunderne har ikke været en lige-så stærk differentieringsstrategi som tidligere. Selvom BC har haft succes med deres Interior Decoration team, der har kunnet sammensætte et bedre salgsmiks og øge basket size siden 09/10, har en stor del af kundebasen alligevel været villige til at substituere det høje serviceniveau ud med attraktive tilbud¹⁰². Fremadrettet vil BC dog stadig have fokus på uddannelse af personalet via det nyoprettede BC

⁹⁹ Enterprise resource planning system

¹⁰⁰ BoConcept.dk - forretningsgrundlag

¹⁰¹ (RB Børsen) - 30.11.06

¹⁰² (Euromonitor International) - Danmark

University, da de er nødt til at fokusere på at tilbyde en unik shoppingoplevelse til kunderne, eftersom at BC rapporterer om signifikant lavere trafik til butikkerne i 2012 end for fire år siden (årsrapport 12/13).

3.5 Vækststrategi

BC udtrykker i deres årsrapport 12/13, at de forfølger en ekspansiv vækststrategi, hvor væksten skal genereres gennem øget ekspansion af franchisekæden samt øget same-store-sale.

Set ud fra at flere markeder i Europa har ramt mætningspunktet, ser BCs strategi i at udbygge deres butiksnet gennem franchising på vækstmarkederne ud til at kunne mindske driftsrisikoen. BC har med deres franchisestrategi valgt, at det er franchisetagerne, der skal investere i opbygningen af butikkerne og har derfor som udgangspunkt et begrænset investeringsbehov, når de vil ekspandere til nye markeder. Franchisetageren får typisk rettigheden til et geografisk område med potentiale til to-fem butikker, som kan udnyttes til at øge antallet af butikker.

Dette er et vigtigt aspekt i BCs forretningsmodel, da de har brug for risikospredning fra de europæiske markeder, hvilket samtidig vil være et vigtigt skridt hen imod at kunne udnytte stordriftsfordelene, som et øget butiksnet kan give dem. Hvis BCs egne forventninger, om at vækstmarkederne skal udgøre op mod 30% af den samlede omsætning, holder stik, vil det på længere sigt kunne skabe værdi for aktionærerne. Der, hvor de største risici i øjeblikket er forbundet, er om BC formår at finde egnede franchisetagere. Alternativet er at de må starte butikker op på egen hånd, så længe deres midler rækker til det. Henset til at franchise ligeledes er et yndet strategivalg for mange af konkurrenterne, må det antages, at konkurrenceintensiteten i langt hurtigere grad vil kunne intensiveres på vækstmarkederne. Dog er det generelle marked i øjeblikket forbundet med for mange usikkerhedsmomenter, jf. vækstmulighederne i BCG-modellen i afsnit 3.3. til at BCs vision om at blive det førende brand inden for det urbane segment, kan siges at ville lykkes inden for den nærmeste fremtid.

3.6 SWOT-analyse

Stærke sider	Svage sider
<ul style="list-style-type: none"> · Fokus på <i>time-to-market</i>/investering i logistik-optimering (ERP) · Fleksibel produktion (outsourcing). Omstilingsparate i efterspørgsel og prisniveau. · Effektivt distributionssystem · Danske designtraditioner (potentiel stærk brandprofil) · Geografisk veldiversificeret/udbygges via deres velkonstrueret franchisekoncept · Fokus på supply-chain (kernekompetence) · Klar fremadrettet strategi i værdikæde 	<ul style="list-style-type: none"> · Nuværende produktporbefølje i forhold til sammenlignelige konkurrenter · Stagnering i omsætningen · Lavt kendskab til BC uden for Europa · Leverandørafhængighed · Prispres fra omkostningsminimerende konkurrenter · Særdeles sårbar overfor forhold, som selskabet ingen kontrol har over (konjunkturen, boligmarkedet, disponibel indkomst)

Muligheder	Trusler
<ul style="list-style-type: none">• Stort markedspotentiale på vækstmarkederne• Større konsolidering vil mindske konkurrencen på det europæiske marked• Bedre brand recognition på vækstmarkederne• Udvikling af nye produkter der udvider sortimentet.• Udnyttelse af distributionssystem i Asien• Salg af high-end-produkter, på vækstmarkederne.	<ul style="list-style-type: none">• Usikker økonomisk situation i Europa og USA. Franchisetagernes konkurssituation.• Stigende konkurrenceintensitet i vækstlandende på længere sigt.• Konkurrenters succes med nye lanceringer der passer bedre til målgruppen.• Mangel på finansieringsmuligheder. Franchisetagernes konkurssituation.• Handelsbarrierer (BRIK)• Slowdown på high-end-produkter, som der bliver satset på i kollektionsopdateringerne• Manglende differentiering/kopiering af BCs forretningsmodel

4 Regnskabsanalyse

4.1 Vurdering af regnskabskvalitet

BCs regnskaber har i de seneste seks år ikke givet anledning til større anmærknings. Regnskaberne har hverken fået forbehold eller supplerende oplysninger efter revisionsgennemgangen, som i alle år er foretaget af PwC. Ligeledes styrkes sammenlignigheden af, at den seneste ændring i regnskabspraksis var tilbage i 07/08, hvor designroyalties blev flyttet fra distributions- til produktionsomkostninger. Til analysebrug vurderes reklassifikationen dog at være resultatneutral.

Kvaliteten af BCs regnskaber mindskes dog af, at detaljeringsgraden i noterne ofte er sparsomme også set i forhold til peer-gruppen, hvilket gør at enkelte af posterne i regnskabet giver anledning til tvivlsspørgsmål, se afsnit 4.2.1. Flere af posterne i regnskabet er samtidig påvirket af skønsmæssige vurderinger som f.eks. *tilgodehavender fra salg*. BC beretter i deres seneste årsrapporter om, at der er sket en stigning i tilgodehavender fra salg, der har oversteget betalingsfristen med over 60 dage og særlig med overskridelse på over 180 dage. Ledelsens vurdering vedr. deres betalingsevne, og evt. hensættelser og nedskrivninger, kan derfor være behæftet med usikkerhed, grundet de kraftige konjunkturudsving som BC har været ramt af den senere tid. Det kan også ses på at kredittiden til franchisetagerne er øget væsentligt gennem de senere par år - jf. afsnit 4.3.1.2. Sammenlignet med konkurrenterne i bilag 9, er BCs hensættelser til tab hos franchisetagerne steget væsentlig mere igennem de seneste to til tre år, og værdien af *tilgodehavender fra salg* skal ud fra den betragtning tolkes med varsomhed.

BC har i alle årene aflagt efter IFRS, hvilket stemmer overens med Poltrona Fraus regnskabsaflæggelse. Natuzzi aflægger efter Italian GAAP, som dog ikke giver anledning til større uoverensstemmelser. I bilag 9 er der opstillet en oversigt over kritiske regnskabsposter, som vurderes at kunne give anledning til uoverensstemmelser. Af oversigten kan det ses, at regnskabspraksis mellem BC og peergruppen stemmer godt overens. Det skal dog nævnes, at Poltrona Frau har måtte tilpasse sine regnskabstal for 2011 efter salg af deres *Lighting Division* i 2012 (ophørende aktivitet). Dermed er det kun regnskabstallene for 2011 og 2012, der er blevet tilpasset, og de historiske regnskabstal vil dermed ikke være fuldkommen sammenlignelige. Det vurderes dog ikke at have væsentlig indvirkning på analysen, da divisionen udgjorde under 3% af Poltrona Fraus samlede omsætning. Udover denne reklassificering har konkurrenternes regnskaber ligeledes fået rene påtegninger, og har fastholdt samme regnskabspraksis igennem analyseperioden. Eventuelle uoverensstemmelser i klassifikationen af regnskabsposterne mellem de tre virksomheder vil blive foretaget i reformuleringen.

4.2 Reformulering af regnskaber

Reformuleringen af regnskaberne skal sikre, at der sker en klar opdeling mellem BC og peer-gruppens drifts- og finansieringsaktiviteter. Dette gælder ligeledes årets skatteomkostning, hvor der skal tages hensyn til den skattefordel, der opstår ved benyttelse af finansieringsengagementer. Posterne i den reformulerede balance vil blive inddelt i driftsaktiver, driftsforpligtelser, finansielle aktiver, samt finansielle forpligtelser, hvorfra det vil være muligt at udlede netto driftsaktiver samt den ordinære egenkapital (Sørensen, 2012).

I denne afhandling vil det samlede resultat i den reformulerede resultatopgørelse udgøres af årets totalindkomst, hvilket inddrager anden totalindkomst fra egenkapitalopgørelsen (clean-surplus accounting). I BCs tilfælde drejer det sig om *valutakursreguleringer af udenlandske datterselskaber* og *regulering af sikringsinstrumenter*. Udledningen af den samlede totalindkomst vil kunne ses i den reformulerede egenkapitalopgørelse i bilag 14. Noteoplysningerne er i større udstrækning tilstrækkeligt detaljeret til at overskuddene i resultatopgørelsen kan inddeltes i primære og usædvanlige resultater, således at analysen af rentabiliteten ikke bliver sløret af tilfældigheder. Klassificeringen vil afhænge af om posten stammer fra salg med kunder, og må antages at være tilbagevendende. Afskrivningerne indeholdt i omkostningsposterne vil blive trukket ud og placeret som en selvstændig post. Reformuleringen af opgørelserne med uddybende noteforklaringer kan findes i bilag 10-25.

4.2.1 Korrektioner i balance og resultatopgørelse

Mange af korrektionerne i opgørelserne vil uden større problemer kunne klassificeres under enten drifts- eller finansieringsaktiviteten, og efterfølgende som værende enten primære og usædvanlige. Nedenfor følger en diskussion, af de korrektioner som kan være enten problematiske eller baseret på skøn.

Andre driftsindtægter og omkostninger

Flere af underposterne indeholdt i disse poster, vil stort set relatere sig til *usædvanlige driftsposter*, som hverken kan forventes gentaget i fremtiden, eller anvendes som *value driver* under budgetteringen. Gevinster og tab på im- og materielle aktiver samt omstruktureringsomkostninger er blandt disse. Omstruktureringsomkostninger vurderes ikke at være tilbagevendende, da de knytter sig til flytning af kontorer, lagerhaller og omstrukturering af distributionscentre i Asien og USA.

Overskydende likviditet

En typisk antagelse vedr. en virksomheds likvide beholdning er at opdele denne i driftslikviditet samt overskydende likviditet vurderet i forhold til niveauet af nettoomsætningen (Sørensen 2012). BCs likvide beholdning er i forvejen lav i forhold til nettoomsætningen, og det skønnes, at størstedelen af BCs likvide beholdninger kan klassificeres som værende et finansielt aktiv. Den resterende del ($\frac{1}{2}\%$ af nettoomsætningen) anses for at være driftslikviditet, og klassificeres som et driftsaktiv.

Aktivering af forsknings- og udviklingsomkostninger

BC har ingen forskningsudgifter, men har omkostninger forbundet med udvikling af nye kollektioner og produktfornyelser. Disse bliver omkostningsført i det år de bliver afholdt, da omkostningerne ikke kan opgøres pålideligt. Der er valgt at korrigere for dette, således at udviklingsomkostningerne indregnes som et immaterielt aktiv i balancen, og i stedet amortiseres ud over en levetid, som antages at være gennemsnitlig fem år (Sørensen, 2012). Udviklingsomkostningerne kan betragtes som værende en investering i driften, der er med til at skabe fremtidig omsætning, og bør derfor indgå i analysen af driftens værdiskabelse.

Leasing

BC benytter sig både af finansielt og operationelt leasede aktiver. De operationelle leasingaftaler benyttes ved leasing af butikslokaler og personbiler, og er anført under *eventualforpligtigelser* i noterne. Ideelt set burde nutidsværdien af disse aftaler aktiveres i balancen, og en tilsvarende forpligtelse burde tilskrives passiverne, da operationel leasing bør betragtes på lige fod med finansiel leasing i analysesammenhæng. Regnskabsnoterne oplyser dog ikke om årets betalte leasingydelse, og ligeledes bliver ydelserne for år 2-5 i ét samlet beløb, således at det ikke er muligt at udlede nutidsværdien af disse ydelser. Selvom leasingkontrakterne har udgjort en relativ stor andel af den investerede kapital, er der valgt ikke at aktivere dem i balancen, da det ikke vil give en retvisende korrektion ud fra tilgængelige oplysninger i regnskabet.

(DKK t.kr.)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Værdi af operationel leasing:	97.516	141.741	137.366	122.748	106.435	120.252
(nominel værdi)						

I bilag 26 er vist et bud på, hvad værdien af leasingkontrakterne kan svinge imellem under forskellige scenarier.

Valutakursreguleringer

Indregning af regnskabsposter fra BoConcept Holding A/S' datterselskaber i koncernregnskabet giver hvert år anledning til valutaomregningsgevinster eller tab i totalindkomsten. Ligesom almindelige valutakursdifferencer bliver betragtet som en finansiel regulering (Plenborg, 2005), vil alle andre valutakursreguleringer i både resultatopgørelsen og anden totalindkomst anses som værende en finansiel regulering og blive klassificeret under *netto finansielle forpligtelser* (Sørensen, 2012).

BC benytter sig af afledte finansielle instrumenter i form af valutaterminskontrakter til at afdække nettopositionen mellem tilgodehavender og gæld i fremmed valuta. Disse poster bør indgå som en del af den netto finansielle position, da disse i praksis betragtes som værende en finansieringsbeslutning (Plenborg 2005). I BCs regnskabsprakssis bliver positive og negative dagsværdier af afledte finansielle instrumenter indregnet under *andre tilgodehavender* og *anden gæld*. I resultatopgørelsen vil gevinster og tab allerede blive indregnet som en del af finansieringsaktiviteten under *finansielle indtægter og omkostninger*. Dagsværdireguleringen af posterne i balancen vil derfor blive korrigert fra driften og over i de finansielle poster i den reformulerede balance ud fra oplysningerne om dagsværdien af kontrakterne.

Klassifikation af finansielle aktiver

Der foreligger ikke informationer om, hvad posten 'Andre finansielle aktiver' indeholder, udover at den i 12/13 indeholder et lån på 7.863 tkr. ydet til franchiseterne. Disse vil blive placeret som et driftsaktiv under 'Andre langfristede aktiver' (Sørensen, 2009). I posten 'Andre driftsomkostninger' kan det dog ses, at der har været en nedskrivning på *kapitalinteresse i associeret selskab* i 11/12. Da det er BCs mål at eje sine datterselskaber 100 %, ser det umiddelbart ikke ud som om, at investeringen i det associerede selskab relaterer sig til den primære drift, og "Andre finansielle aktiver" bliver derfor holdt uden for den investerede kapital. Posten kan ligeledes indeholde helt andre langsigtede værdipapirer, såsom obligationer og andre kapitalandele, som det dog ikke har været muligt at efterprøve. Posterne *andre tilgodehavender* og *anden gæld* bliver ligeledes ikke udspecifiseret, udover at de indeholder afledte finansielle instrumenter. Det er derfor ikke muligt at se fordelingen mellem drifts- og finansieringsrelaterede elementer.

Aktiebaseret vederlæggelse

Sørensen (2009) anbefaler, at der korrigeres for aktieoptioner, der er blevet indregnet som en del af egenkapitalen, og i stedet klassificerer dem som en gældsforpligtelse. Tilpasningen skal sikre, at egenkapitalen i analysesammenhæng ikke bliver kunstigt forhøjet. I den reformulerede egenkapitalopgørelsen i bilag 15 er der korrigert for aktiebaseret vederlæggelse, og saldoen vil i stedet være klassificeret under *anden gæld* i den reformulerede balance.

4.3 Rentabilitetsanalyse

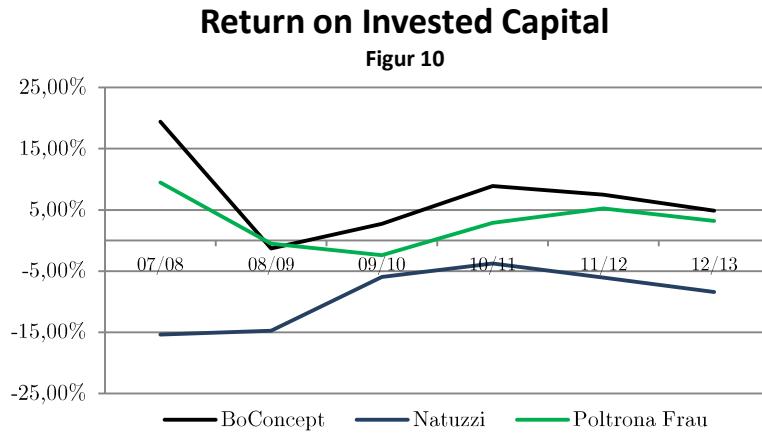
I rentabilitetsanalysen er der valgt at analysere på regnskabstallene fra de seneste seks års offentligjorte årsrapporter. BC udfaser i 07/08 de sidste af deres produktkunder, og hermed vil både omsætning og omkostninger udelukkende relatere sig til franchisekonceptet. Samtidig er 07/08 medtaget for at vise stordriftsfordelene i BCs forretningsmodel ved et højere omsætningsniveau.

4.3.1 Driftens rentabilitet - Vurdering af ROIC¹⁰³

I figur 10 nedenfor er udviklingen i BCs ROIC vist sammen med Natuzzi og Poltrona Frau som sammenligningsgrundlag¹⁰⁴. Virksomhederne betragtes som godt sammenlignelige, da begge dækker de samme globale markeder som BC. Dog har krisen i Sydeuropa ramt peer-gruppen hårdere grundet deres hjemmemarked i Italien. Ligeledes vil deres større fokus på selvproduktion og Poltrona Fraus salg til businessmarkedet føre til små uoverensstemmelser i virksomhedernes forretningsmodeller. Peer-gruppens højere omsætningsniveau vurderes ikke at volde problemer i sammenligningen. I 2012 omsatte Natuzzi og Poltrona Frau for henholdsvis 3,6 milliarder DKK og 2 milliarder DKK.

¹⁰³ Der benyttes gennemsnitstal ved udregning af nøgetallene i analysen.

¹⁰⁴ BC har forskudt regnskabsår (status d. 30 april), mens peer-gruppen har regnskabsår, der følger kalenderåret. Derfor vil 07/08 svare til regnskabsåret 2007 for disse virksomheder.



(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Primær ROIC (NOPAT)	19,4%	1,7%	5,2%	9,3%	8,5%	6,9%
Usædvanlig ROIC	0,0%	-2,9%	-2,5%	-0,4%	-1,0%	-2,0%
Gns. Investeret kapital	335.876	346.389	320.539	291.751	297.896	289.998
Samlet ROIC	19,4%	-1,3%	2,7%	8,9%	7,5%	4,9%
EVA-niveau (11,51%)	26.558	-44.311	-28.075	-7.612	-11.923	-19.211
Natuzzi Primær ROIC	-15,9%	-11,7%	-5,4%	-2,8%	-9,7%	-7,9%
Natuzzi Samlet ROIC	-15,4%	-14,7%	-6,0%	-3,7%	-6,1%	-8,4%
Poltrona Primær ROIC	7,6%	0,9%	-0,8%	3,8%	3,4%	3,4%
Poltrona Samlet ROIC	9,5%	-0,5%	-2,4%	2,9%	5,2%	3,2%

Tabel 4 - Return on Invested Capital. Egen tilvirkning

Udviklingen i BCs rentabilitet har været meget svingende set hen over analyseperioden med et fald til sidst i perioden. ROIC forværres betydeligt i perioden 07/08 til 08/09, hvilket blandt andet kan tilskrives det markante fald i omsætningen på 12 % og de heraf manglende muligheder for kapital- og omkostningstilpassninger. ROIC går fra at ligge på 19,4 % til at falde til -1,3 %. Omsætningen falder igen med cirka 10 % fra 08/09 til 09/10, men det er tydeligt, at BC formår at tilpasses sin forretningsmodel hertil, hvilket medfører at ROIC igen bliver positiv. Et større aktivitetsniveau i 10/11 får omsætningen til at stige, og som led i en omstruktureringsoptimering stiger ROIC til sit højeste niveau siden krisen (8,9%). Et stort bidrag til udviklingen i ROIC har været, at behovet for investeret kapital er blevet væsentlig mindre. Investeret kapital er faldet med ca. 16 % i perioden 08/09 til 12/13. Samlet set er der dog sket et fald i ROIC set over hele analyseperioden. Fra at tjene 19,4 øre pr. investeret krone i 07/08 tjener BC i 12/13 4,9 øre pr. investeret krone.

Det er tydeligt at se den samfundsøkonomiske crises indvirkning på rentabiliteten i analyseperioden. Som det kan ses af tabellen, har BC ikke formået at skabe overnormal profit (positiv EVA)¹⁰⁵ i de seneste fem år. Set ud fra dette synspunkt har BC ikke levet op til forventningerne. Til gengæld var BC i stand til at generere et rigtig højt afkast i 07/08, da konjunkturen var gearet til vækst. Med de nuværende markedsforhold taget i betragtning kan det dog være svært at se umiddelbare tegn på forbedring på kort sigt, eftersom at omsætningen ikke er steget nævneværdigt siden 10/11 og ROIC er faldet fra 8,9% i 10/11 til 4,9% i 12/13. Antages det yderligere, at de operationelle leasingkontrakter var blevet aktiveret med en

¹⁰⁵ Udregningen af WACC vil blive gennemgået i afsnit 6.2.

værdi på 100.000 t.kr., ville samlet ROIC i 12/13 i stedet have været 3,6%. Det skal dog nævnes, at den samlede ROIC i mange af årene har været præget af usædvanlige omkostninger (usædvanlig ROIC). Det har primært været som følge af omstruktureringomkostninger og nedskrivningsbehov.

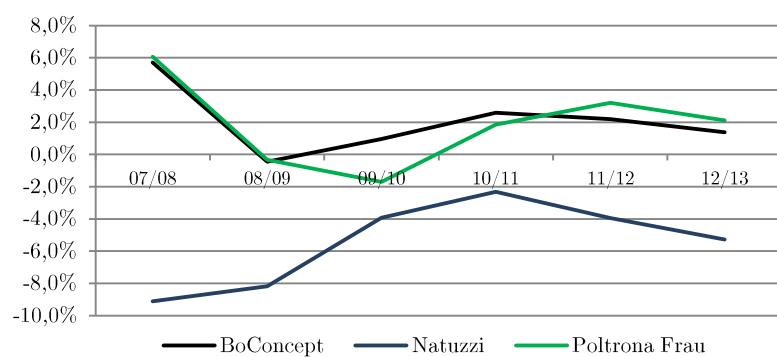
Selvom peer-gruppen ligeledes har været præget af usædvanlige driftsomkostninger, har BC taget dette i betragtning alligevel klaret sig bedre set hen over analyseperioden. I alle årene, undtagen 08/09, ligger BCs ROIC højere end hos peer-gruppen. Ligesom hos BC begynder væksten i ROIC hos peer-gruppen at aftage efter 10/11, som følge af forværring i afsætningsmulighederne. ROIC hos Natuzzi er i alle år negativ, og krisen i Sydeuropa har været hård for både Natuzzi og Poltrona Frau. Selvom Natuzzi omsætter for mere, og har nogenlunde samme geografiske placering som Poltrona, har Natuzzi i en lang årrække haft vedvarende problemer med effektivisering og tilpasning af deres omkostningerne. I 2012 fortsætter den negative udvikling i peer-gruppens ROIC, hvilket tyder på en forværret markedssituation koncentreret omkring Sydeuropa. Omsætningen har i hvert år efter 2008 været faldende hos dem begge, bortset fra regnskabsåret 2010. Det ses tydeligt, at udviklingen i konjunkturen er altafgørende for disse virksomheders rentabilitet.

4.3.1.1 Overskudsgrad

Som det kan ses af figur 11, bliver BCs samlede overskudsgrad ligeledes tydeligt påvirket i regnskabsåret 08/09. Dog formår BC, ligesom ved ROIC, at vende denne udvikling i 09/10 for at opleve et mindre fald til sidst i analyseperioden. Fra at ligge på -0,4% i 08/09 stiger overskudsgraden til 1,4% i 12/13.

Overskudsgrad

Figur 11



Det gælder for alle tre virksomheder, at de har haft svært ved at generere høje overskudsgrader. Derfor har der igennem analyseperioden været en fokuseret indsats på at forbedre indtægt/omkostningsforholdet gennem effektivisering. Viggo Mølholm vurderer i 2011 BCs produktivitet: *"I dag føler vi selv, at vi har fået skåret så meget ind til benet, at det bliver vanskeligt at finde flere omkostninger. Så nu er målsætningen, at vi skal fastholde det nye omkostningsniveau" ... "og så skal*

vi ellers til at booste omsætningen med en 10-15 % hvert år, så får vi en forøget produktivitet”¹⁰⁶.

I tabel 5 nedenfor er BCs overskudsgrad dekomponeret yderligere. Natuzzi er vist som benchmark¹⁰⁷, mens dekomponeringen af Poltrona Fraus opgørelser er vist i bilag 27. For hver post vil der være to indeks til at forklare sammensætningen og udviklingen. Den øverste linje for hver post vil forklare postens egen udvikling med 07/08 som basisår = 100 (indeksering), mens den anden vil forklare udviklingen i regnskabsposten i forhold til omsætningen (common-size).

BoConcept							Natuzzi					
07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13		2007	2008	2009	2010	2011	2012
100	88	80	88	90	90		100	105	81	82	77	74
100%	100%	100%	100%	100%	100%		100%	100%	100%	100%	100%	100%
100	89	78	84	83	85	Omsætning	100	104	71	70	71	68
-58%	-58%	-57%	-55%	-54%	-55%	Produktionsomk.	-68%	-68%	-60%	-58%	-64%	-63%
100	106	92	100	108	112	Distributionsomk.	100	99	86	89	84	78
-27%	-32%	-31%	-30%	-32%	-33%	Administrationsomk.	-26%	-25%	-27%	-28%	-29%	-27%
100	95	89	101	101	94	EBITDA	100	102	95	86	88	82
-5%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	Afskrivninger	-7%	-7%	-8%	-7%	-8%	-8%
100	34	50	69	72	57	EBIT	100	-55	-277	-355	11	-88
10%	4%	6%	8%	8%	6%	Skat på EBIT	-1%	1%	5%	6%	0%	1%
100	110	112	130	130	115	NOPAT	100	74	22	3	61	39
-3%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	Usædvanlige	-7%	-5%	-2%	0%	-6%	-4%
100	4	25	45	46	34	driftsposter	100	65	60	56	19	39
7%	0%	2%	4%	4%	3%	Samlet	-2%	-1%	-2%	-1%	-1%	-1%
100	-17	23	60	91	46	driftsoverskud	100	72	31	15	51	39
-1%	0%	-0%	-1%	-1%	-1%		-9%	-6%	-4%	-2%	-6%	-5%
100	9	26	41	35	31		100	-592	-92	-158	595	-83
6%	1%	2%	3%	2%	2%		0,3%	-2%	-0,3%	-1%	2%	-1%
100	17555	13790	1932	5088	10218		100	94	35	21	33	43
0,0%	-1%	-1%	-0,1%	-0,1%	-0,6%		-9%	-8%	-4%	-2%	-4%	-5%
100	-7	14	40	34	22							
6%	0%	1%	3%	2%	1%							

Tabel 5 - Indeksering/Common-size analyse af resultatopgørelsen. Egen tilvirkning

I en konjunkturfølsom branche, hvor BCs omsætning er faldet med 10% siden 07/08, har de formået at sænke deres produktionsomkostninger med cirka 15 %. Specielt i regnskabsåret 09/10 skinner effektiviseringerne igennem, som i al væsentlighed stammer fra nedlukningen af egenproduktionen i Herning, sammenholdt med bedre udnyttelse af vareforbruget eftersom at outsourcing er steget fra 70% til 79%¹⁰⁸. Til trods for forbedrede produktionsomkostninger har BC ikke formået at tilpasse distributions- og administrationsomkostningerne i samme omfang. En del af forklaringen skal findes i øgede hensættelser på tilgodehavender, et øget antal egne butikker som BC har måtte overtage fra nødlidende franchisetagere, samt øgede IT-omkostninger som følge af investering i logistikoptimering. Produktions- og administrationsomkostninger ligger i 12/13 på henholdsvis indeks 112 og 94, hvilket trækker overskudsgraden, og dermed ROIC, ned til sidst i perioden. Faldet i omsætningen har i høj grad mindsket de stordriftsfordele, som BC havde i 07/08, hvor overskudsgraden lå på knap 6%.

¹⁰⁶ Aarhus Handelshøjskole - 19.01.11

¹⁰⁷ Grundet at Poltrona Frau inddeler sine omkostningsposter efter lidt andre klassificeringer

¹⁰⁸ Se yderligere analyse i afsnit 4.4.1 - Driftsmæssig risiko

Sammenligner man med peer-gruppen, er der ligeledes stor sammenhæng mellem udviklingen i overskudsgraden og ROIC. Natuzzi oplever væsentlige forbedringer i udviklingen af deres produktionsomkostninger i perioden 2008 til 2010, grundet succesimplementeringen af deres *cost-controlling plan*¹⁰⁹. Det kan ses, at produktionsforbedringerne har været særdeles effektive, da omkostningerne falder med 32%, i forhold til omsætningsfaldet på 26%. Før 2008 var Natuzzi plaget af lav produktivitet på deres brasilianske produktionsfabrik¹¹⁰, og nedgangen i overskudsgraden i 2011 og 2012 har været som følge af omstruktureringsproblemer med deres fabrik i Kina¹¹¹. Efter indfasningen af fabrikken må det formodes at kunne bidrage til konkurrenceevnen fremadrettet. Det ses, at Natuzzi har være rimelig effektive til at tilpasse deres kapacitetsomkostninger til omsætningsniveauet, og at det i stedet er BC, der har store problemer med tilpasningen af deres distributionsomkostninger.

Poltrona Frau har ligeledes oplevet høj vækst i overskudsgraden siden 2009, som endda stiger til et højere niveau end BCs i 2011 og 2012, hvor Poltrona har formået at indsnævre deres produktionsfabrikker fra 9 i 2007 til 4 i 2012¹¹². Alligevel bliver produktionsomkostningerne ramt af et ufavorabelt ændret salgsmiks i 2012, der sammen med usædvanlige driftsomkostninger trækker den samlede overskudsgrad ned. Det drejer sig om restruktureringsomkostninger samt af tab ved frasalg af aktiviteter. I modsætning til BC og Natuzzi har de formået at sænke deres 'kapacitetsomkostninger' mere end omsætningsniveauet, primært som følge at færre faste omkostninger efter reorganiseringen af deres produktion, administration og centralisering af deres supportfunktioner der medførte afskedigelse af 200 ansatte.

Samlet set har BC omkostningsstruktur ændret sig fra at indeholde færre produktionsomkostninger til flere kapacitetsomkostninger, jf. common-size analysen. Tilfældet er det samme hos Natuzzi. Selvom omsætningen hos BC 'kun' er faldet med 10%, er det samlede driftsoverskud efter skat faldet med 78%, hvilket kan tilskrives kapacitetsomkostningernes indvirkning på resultatet. Især er udviklingen i distributionsomkostningerne alarmerende, da det tyder på forhold, som BC er ude af stand til at forbedre¹¹³. Grundet produktionsomkostningernes større andel af omsætningen, og dermed større effekt på overskudsgraden, har BC alligevel formået at få vækst i både EBITDA og EBIT siden 08/09.

¹⁰⁹ Cost control measures helps Natuzzi narrow losses - The week suppliers

¹¹⁰ Natuzzi closes one Brazil factory - 30.06.08

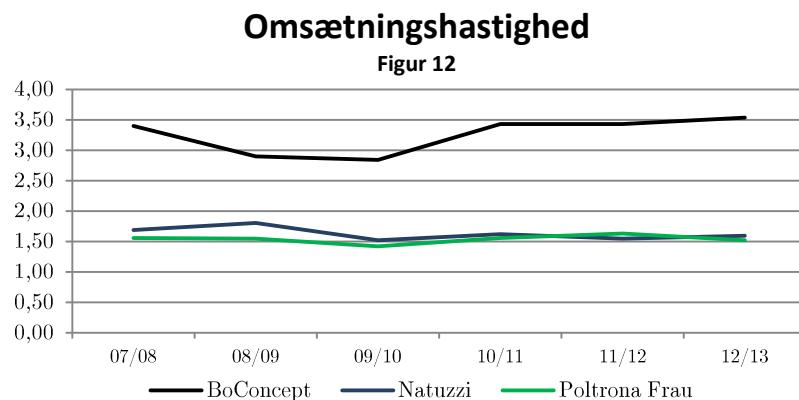
¹¹¹ Factory relocation hurts Natuzzi in H1 - The week suppliers

¹¹² Poltrona Frau årsrapport 2007-2012

¹¹³ Afsnit 4.4.1 argumenterer yderligere for dette i den driftsmæssige risiko.

4.3.1.2 Omsætningshastighed

Som det var tilfældet ved de føromtalte nøgletal, har den internationale krise ligeledes medført en større omstillingsproces for BC, hvad angår udnyttelsen af deres kapital.



(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Oms. hastighed	3,40	2,90	2,84	3,43	3,43	3,54
Omsætning	1.141.888	1.004.786	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
Gns. Investeret kapital	335.876	346.389	320.539	291.751	297.896	289.998

Tabel 6 - Omsætningshastighed. Egen tilvirkning

Som det kan ses af figur 12, faldt omsætningshastigheden fra 3,35 i 07/08 til 2,84 i 09/10, da både niveauet i efterspørgslen og produktmikset afveg fra det forventede. Den markant lavere omsætning i 08/09 og 09/10 gjorde det sværere for BC at tilpasse deres investerede kapital hertil. De formår dog relativt hurtigt at tilpasse sig til efterspørgslen i markedet, og er i stand til at reducere deres gennemsnitlige investerede kapital med i alt 16% mellem 08/09 og 12/13. I 12/13 er omsætningshastigheden oppe på et niveau, der er højere end før krisens start, hvilket bevidner ledelsens evne til at tilpasse produktionen til markedsforholdene.

Sammenlignet med konkurrenterne er BC væsentlig bedre til at udnytte sine ressourcer. Over hele analyseperioden ligger Natuzzi og Poltrona Frau stort set med samme omsætningshastighed på omkring 1,5. Taget det kraftige fald i omsætningsniveauet hos peer-gruppen i betragtning, må deres evne til at holde omsætningshastigheden på niveau over analyseperioden alligevel anses for at være beundringsværdigt.

Selvom omsætningshastigheden for BC har været nogenlunde stabil imellem 07/08 og 12/13, er der alligevel sket forskydninger i kapitalbindingen. Specielt arbejdskapitalen har udvist stor %-vis variation hen over analyseperioden. I tabel 7 nedenfor er vist udviklingen og niveauet for de vigtigste poster, der knytter sig til den investerede kapital for BC og Natuzzi. I tabel 8 vil udviklingen i BCs inverse omsætningshastigheder være vist.

BoConcept						Natuzzi					
07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	2007	2008	2009	2010	2011	2012
100	88	80	88	90	90	100	105	81	82	77	74
100	155	175	237	260	266	100	98	92	77	67	66
7%	11%	15%	19%	21%	23%	10%	10%	11%	9%	8%	8%
100	99	89	75	67	63	100	90	82	83	75	68
53%	49%	56%	45%	41%	40%	63%	58%	61%	60%	58%	57%
100	113	106	99	95	94	100	91	83	82	70	68
63%	67%	79%	69%	67%	70%	72%	68%	70%	68%	62%	64%
100	99	71	76	88	75	100	86	76	81	87	77
42%	39%	35%	36%	42%	37%	29%	25%	26%	27%	31%	29%
100	79	76	88	103	109	100	104	82	81	79	79
39%	29%	35%	39%	46%	51%	31%	34%	31%	29%	31%	33%
100	85	113	112	120	128	100	77	75	72	71	71
21%	17%	28%	27%	29%	32%	24%	19%	21%	20%	21%	22%
100	95	48	73	77	68	100	110	88	99	108	96
37%	33%	21%	31%	33%	30%	28%	32%	30%	32%	38%	36%
100	106	85	89	88	84	100	97	84	87	81	76
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabel 7 - Indeksering af balancen. Egen tilvirkning

BC har haft fokus på at trimme produktionsprocessen ved udelukkende at fokusere på produktion af plademøbler. Lukningen af deres fabrik i Herning, samtidig med at en større del af produktionen er blevet outsourceret til Kina, har reduceret behovet for materielle anlægsaktiver med 37% over analyseperioden. I dag udgør posten kun 40% af den investerede kapital. Kapitalbindingen i de materielle aktiver er derfor faldet betydeligt, da omsætningen tilsvarende 'kun' er faldet med 10%. Natuzzi har dog formået at tilpasse hele anlægskapitalen, mens BCs immaterielle anlægsaktiver er øget med 166% grundet investeringer i masterrettigheder¹¹⁴ og software. Softwareinvesteringerne, der er foretaget som led i opgraderingen af ERP-systemet, bør fremadrettet kunne vise sig i et forbedret forhold mellem omsætningen og distributionsomkostningerne grundet logistikoptimeringer. Den større binding i masterrettigheder skyldes at BC ønsker at varetage masterrollen på de store hovedmarkeder fremadrettet (bl.a. Kina). BC mener at ekspansionen kan foregå mere effektivt, hvis de selv står for det daglige ansvar af butiksstyringen¹¹⁵.

Arbejdskapitalen er blevet udnyttet særdeles effektivt gennem analyseperioden, som i alle regnskabsår, siden 08/09, har ligget væsentlig under omsætningsindekset. Det bemærkes især hvor gode kreditvilkår BC har formået at forhandle sig frem til igennem perioden. Leverandørgælden stiger med 28%, selvom indekset for varebeholdningerne falder, og udgør i dag en langt større andel af arbejdskapitalen. Kreditorerne har derfor været med til at dække stigningen i tilgodehavender sidst i perioden. Stigningen i tilgodehavender skyldes øgede kreditfaciliteter til franchise-tagere, der især i Europa har haft svære vilkår, og som i dag udgør hele 51 % af den investerede kapital. Til sammenligning udgør Natuzzis kun 33%. Varebeholdningen er faldet med 25%, som følge af en mere fleksibel lagerstruktur, hvor BC har formået at forhandle sig frem til øget lagerkapacitet hos deres leverandører.

Anderledes ser situationen dog ud for Natuzzi, som ikke i samme grad har kunne tilpasse deres arbejdskapital til omsætningsniveauet, primært som følge af mangel på favorable kreditbetingelser fra leverandørerne. Til gengæld formår Poltrona Frau, at mindske sin arbejdskapital med 59%, grundet et markant fald i til-

¹¹⁴ Masterrettigheder er erhvervede rettigheder til at drive butikker på et bestemt marked.

¹¹⁵ Årsrapport 12/13

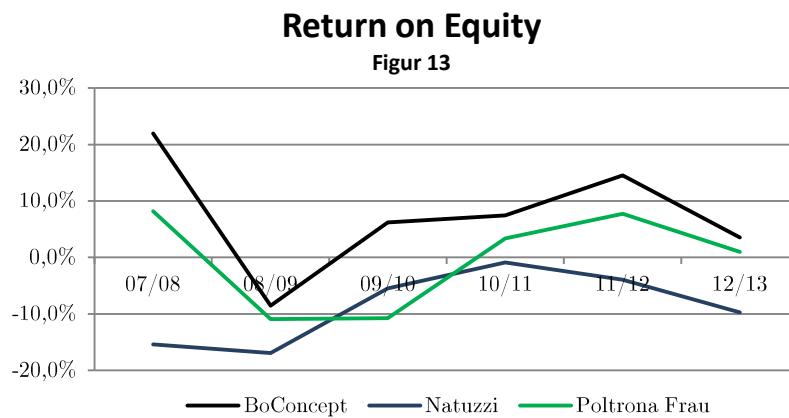
godehavender fra salg. Specielt har de været i stand til at reducere deres 'cash collecting time', som i 2012 har nået det laveste niveau i deres historie¹¹⁶.

Omsætningshastigheden (inverse værdi)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
- Arbejdsskapital						
Varebeholdning	0,124	0,140	0,132	0,104	0,113	0,112
Tilgodehavender fra salg	0,115	0,117	0,112	0,108	0,123	0,136
Andre kortfristede driftsaktiver	0,021	0,021	0,022	0,025	0,027	0,026
Leverandørgæld	-0,062	-0,065	-0,077	-0,080	-0,080	-0,085
Forudbetalinger	-0,008	-0,016	-0,020	-0,019	-0,019	-0,021
Andre kortfristede driftsforpligtelser	-0,074	-0,076	-0,073	-0,063	-0,071	-0,080
Arbejdskapital / nettoomsætning	0,114	0,122	0,098	0,075	0,092	0,089
- Anlægsskapital						
Immaterielle	0,031	0,042	0,058	0,063	0,072	0,075
Materielle	0,157	0,177	0,184	0,147	0,125	0,114
Netto andre langfristede driftsaktiver	-0,003	0,004	0,012	0,007	0,003	0,005
Anlægskapital / nettoomsætning	0,185	0,223	0,254	0,216	0,199	0,194
Samlet omsætningshastighed	0,298	0,345	0,352	0,291	0,291	0,283

Tabel 8 - Inverse omsætningshastigheder, BC

4.3.2 Egenkapitalens forretning

Hvorvidt BC formår at skabe værdi for sine aktionærer kan analyseres ved at betragte udviklingen i *return on equity*¹¹⁷ og residualoverskuddet¹¹⁸.



(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Nettooverskud	43.701	-14.783	10.425	14.550	31.248	8.166
Gns. Egenkapital	198.733	173.011	167.493	195.037	215.215	229.689
ROE	22,0%	-8,5%	6,2%	7,5%	14,5%	3,6%
RI (12,96%)	17.945	-37.205	-11.283	-10.727	3.356	-21.601
Udbytte til ejere	20.360	0	0	5.661	5.670	0
Payout-rate	47%	0%	0%	39%	18%	0%
Selvfinansieret vækst	11,7%	-8,5%	6,2%	4,6%	11,9%	3,6%

Tabel 9 - Return on Equity. Egen tilvirkning

Det kan ses, at BCs ROE er langt mere volatil i forhold til ROIC. De større udsving kan tilskrives BCs finansielle gearing, hvilket udgør en finansiel risiko for aktionærerne¹¹⁹.

¹¹⁶ Poltrona Frau årsrapport 2012

¹¹⁷ ROE er efter at minoritetsinteressernes har fået deres andel af nettoresultatet.

¹¹⁸ Udregningen af egenkapitalomkostningen r_e vil blive gennemgået i afsnit 6.2.1.

¹¹⁹ Se afsnit 4.4.2 for analyse af den finansielle risiko.

Siden dykket på ca. 30 %-point i 08/09, har BC efterfølgende formået at få ROE til at stige hvert år til indtil 11/12. Her formår BC tillige at skabe overnormal profit til sine aktionærer, jf. det positive residualoverskud på 3.356 t. kr. Tager man konkurrencen og den generelle markedssituuation i betragtning, må dette betegnes som en betydelig bedrift. Det er dog udelukkende usædvanlige finansielle poster såsom valutakursgevinster og valutakursreguleringer af udenlandske datterselskaber, som er usædvanligt høje i 11/12, der er med til at skabe det positive residualoverskud. Særligt valutakursreguleringerne har varieret væsentligt i størrelse, og har haft stor indvirkning på ROE-niveauet. Med det faldende driftsresultat og de negative valutakursændringer i 12/13, falder ROE til 3,6%, det laveste niveau i fire år. Det samme gælder residualoverskuddet, som på nuværende tidspunkt ikke giver aktionærerne fornyet tro på værdiskabelse med et negativt residualoverskud på 21.601 t. kr. Den øgede konsolidering af egenkapitalen som BC har foretaget gennem de sidste tre år, er dog også med til at holde forrentningen af egenkapital nede på et lavere niveau i forhold til starten af analyseperioden.

Konkurrenternes ROE ligger i alle årene under BCs niveau, og begge oplever i 2012 en betydelig nedgang i ROE-niveauet. I ingen af årene formår Natuzzi at skabe afkast til sine aktionærer, mens Poltrona Frau kun formår at skabe afkast af væsentlig betydning i to af årene. Begge selskaber er ligeledes påvirket af finansielle poster, og det bemærkes at Natuzzi faktisk når tæt på 0 % i 10/11 i forhold til ROIC, grundet høje kursgevinster på indregning af udenlandske datterselskaber. Poltrona Frau er ikke i ligeså høj grad som BC og Natuzzi utsat for *usædvanlige* finansielle poster, og primære finansielle omkostninger forholder sig relativt stabilt hen over analyseperioden.

Efter en periode hvor BC fokuserede på at konsolidere deres egenkapital, genoptager de udbyttebetalingen i 10/11. I 2011 foreslog bestyrelsen et udbytte på 5,7 millioner kr.: "Det er ikke et stort udbytte, men et signal til markedet om, at vi kan klare væksten uden at bruge ret meget kapital"¹²⁰. Set over analyseperioden ser deres udbytteudlodning fornuftig ud, eftersom at de har formået at tilpasse den til udviklingen i konjunkturen og indtjeningsenvnen. I 12/13 tilbageholder de udbyttebetalingen, og konsoliderer egenkapitalen for fremadrettet at kunne yde finansieringhjælp til franchisetagerne. Det fremgår, at den selvfinansierede vækst falder fra 11,5% i 11/12 til 3,2% i 12/13, men eftersom at væksten umiddelbart ikke kræver et stort kapitalbehov synes faren for, at BC ikke formår at vokse ligeså meget som branchehjemmesnittet i vækstlandende ikke at være faretruende. Da den selvfinansierede vækst analyseres med udgangspunkt i, at nøgletalene fra rentabilitetsanalyser ikke ændrer sig, tager nøgletallet ikke de mulige stordriftsfordele i BCs forretningsmodel med i betragtningen, hvilket kan give en øget tiltro til, at vækst i Asien er mulig med deres nuværende gearingsniveau¹²¹. Usikkerheden består i, om BC formår at finde egnede franchisetagere i Asien.

¹²⁰ Butiksåbninger udløser solid vækst - 29.06.11

¹²¹ En del af den selvfinansierede vækst stammer fra ekstraordinære poster. Uden usædvanlige finansielle poster ville væksten ligge på 7,53% i 11/12.

4.4 Aktivitetsanalyse

4.4.1 Driftsmæssig risiko

Ifølge Schack (2009) er en virksomheds driftsmæssige aktivitet påvirket af risici, der relaterer sig til dens ind- og udetalinger. Virksomhedens evne til at generere et positivt bundresultat afhænger derfor i høj grad af den årlige variation i omsætningsniveauet og virksomhedens evne til at tilpasse omkostningerne til en evt. omsætningsnedgang.

For at få et bedre indblik i omsætningsfølsomheden dekomponeres BCs omsætningsvækst i henholdsvis vækst i omsætning pr. butik og vækst i antal butikker¹²² for vigtige hovedmarkeder¹²³. Væksten i omsætning pr. butik kaldes vækst i *same-store sales* (Koller, 2005)¹²⁴. Analysen vil udelukkende fokusere på *brand stores*, som står for 94% af den samlede omsætning.

	12/13	11/12	10/11	09/10		12/13	11/12	10/11	09/10	08/09
Europa + mellemøsten										
Omsætning	-1,8%	0,0%	0,7%	-0,1%	Omsætning	3,8%	-4,2%	10,6%	-18,6%	-
Same store sale	0,0%	1,8%	-6,1%	1,8%	Same store sale	12,8%	-4,2%	6,1%	-15,2%	-
Brand stores	-1,9%	-1,8%	7,2%	-1,9%	Brand stores	-8,0%	0,0%	4,2%	-4,0%	-
<i>Frankrig</i>										
Omsætning	-7,6%	1,1%	12,2%	4,1%	Omsætning	8,5%	22,6%	59,2%	-2,3%	-
Same store sale	-7,6%	1,1%	8,6%	7,6%	Same store sale	2,8%	-	-	-	-
Brand stores	0,0%	0,0%	3,3%	-3,2%	Brand stores	5,6%	-	-	-	-
<i>Tyskland</i>										
Omsætning	4,6%	4,1%	14,3%	-5,1%	Omsætning	4,6%	11,4%	2,7%	-4,8%	-
Same store sale	-8,5%	-3,3%	23,1%	1,7%	Same store sale	4,6%	9,1%	-5,9%	-4,8%	-
Brand stores	14,3%	7,7%	-7,1%	-6,7%	Brand stores	0,0%	2,1%	9,1%	0,0%	-
<i>Nord- og Latinamerika</i>										
<i>Asien</i>										
Omsætning	5,8%	5,0%	20,0%	-14,7%	Omsætning	0,9%	1,3%	-1,1%	-7,8%	-
Same store sale	5,8%	2,7%	12,0%	-8,6%	Same store sale	0,9%	6,7%	-6,0%	1,9%	-
Brand stores	0,0%	2,2%	7,1%	-6,7%	Brand stores	0,0%	-5,0%	5,3%	-9,5%	-
<i>Japan</i>										
<i>Koncern i alt</i>										
Omsætning					Omsætning	0,4%	2,1%	10,0%	-9,4%	-12,0%
Same store sale					Same store sale	1,6%	2,5%	6,1%	-9,4%	-20,2%
Brand stores					Brand stores	-1,2%	-0,4%	3,6%	0,0%	10,3%
Valutaeffekt					Valutaeffekt	444%	7,1%	34,8%	-2,3%	

Tabel 10 - Dekomponering af omsætning. Egen tilvirkning

Set på koncernen som helhed falder omsætningen i perioden 08/09 samt 09/10, mens den er steget de efterfølgende år. Den svingende omsætning skyldes at trafikken til butikkerne er faldet mærkbart, til trods for at *basket size*¹²⁵ per kunde er steget. Alligevel har BC formået at holde omsætningen på et stabilt niveau de seneste tre år, hvor mange af konkurrenterne i samme segment har set deres omsætning falde. BC har haft en vækst i omsætningen på 2,1% og 0,4% de seneste par år, og ser man på sammensætningen af væksten, kommer størstedelen fra øget same-store-sale, mens butiks Lukninger og vanskeligheder med at skaffe opstartskapital til nyåbninger har trukket omsætningsvæksten ned til sidst i perioden. Valutaeffekten

¹²² BCs køb og salg af egne butikker kan dog forstyrre omsætningsniveauet et smule, da omsætningen i gennemsnit vil være 2,5 gange større, når BC selv ejer butikkerne.

¹²³ De fire hovedmarkeder i analysen står tilsammen for ca. 50 % af omsætningen.

¹²⁴ Same-store sales growth reflects store-by-store operating performance (organisk vækst).

¹²⁵ Størrelsen i DKK af den enkelte kundeordre.

har ligeledes haft en stor indvirkning, i hvert fald når man ser på det nuværende indtjeningsniveau. 94 % af koncernens omsætning genereres uden for Danmark, og i flere af årene står valutakursændringerne for en stor del af den samlede omsætningsvækst¹²⁶.

Vækstraten i same-store-sale ser umiddelbart rigtig fornuftig ud i enkelte regioner. Nord- og Latinamerika tegner sig for en god del af væksten, og vækstmarkerne ser ligeledes ud til at vokse med højt tempo. Store dele af det europæiske marked har dog haft negativ vækst i same-store-sale, især Frankrig og Sydeuropa, hvor der ligeledes har været besværligheder med at få åbnet nye butikker. På det tyske marked, som altid har været et af BCs største og vigtigste, var udviklingen i regnskabsåret 2010/11 rigtig stærk. Dog har det efterfølgende udelukkende været væksten i antal butikker, der har skabt væksten i omsætningen. Bemærkelsesværdigt er det også, hvor lav væksten i brand stores har været i Asien især taget deres ambitiøse vækstplan i betragtning. Det samme gør sig gældende i USA, hvor det har været same-store-sale, der har måtte trække omsætningsniveauet op.

Omkostningsstruktur

Effekten som udviklingen i omsætningen har haft på BCs indtjening, kan ses ved at opdele deres omkostningsstruktur i henholdsvis variable og faste omkostninger i tabel 11 nedenunder. Opdelingen vil dog aldrig komme til at passe 100%, da BC opstiller deres resultatopgørelse efter funktionsprincippet. Produktionsomkostningerne vil da indeholde enkelte faste omkostninger¹²⁷. Afskrivninger og amortiseringer er fratrukket produktionsomkostningerne og lagt til kapacitetsomkostningerne, da de anses for at være faste 'omkostninger'. I tabellen vil også være vist forholdet mellem omsætningen og vareforbruget, der kan være med til at forklare ændringen i bruttomarginen.

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Omsætning	1.141.888	1.004.786	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
Produktionsomkostninger (variable)	-660.959	-585.196	-517.716	-555.489	-549.660	-563.241
Vareforbrug (indeholdt i prod.omk.)	558.764	524.515	464.069	499.766	490.379	501.647
Ratio (vareforbrug/omsætning)	48,9%	52,2%	51,0%	49,9%	48,0%	48,9%
Bruttomargin (dækningsbidrag)	480.929	419.590	392.460	445.653	472.513	462.892
Kapacitetsomkostninger (faste)	-399.376	-416.617	-371.909	-408.851	-432.362	-435.348
Resultat før finansielle omkostninger	81.553	2.973	20.551	36.802	40.151	27.544
Bruttomargin (dækningsgrad)	42,1%	41,8%	43,1%	44,5%	46,2%	45,1%
Kapacitetsgrad	1,20	1,01	1,06	1,09	1,09	1,06

Tabel 11 - Omkostningsstruktur. Egen tilvirkning

BCs fokus på effektivisering af deres produktion siden 08/09 kan ses ved at bruttomarginen (dækningsgraden) er stigende over analyseperioden. I 12/13 udgør den 45,1% mod 41,8% i 08/09. Der kan principielt opstilles tre årsager til denne ændring (Schack, 2009): 1) ændret salgssammensætning, 2) højere salgspris pr. enhed og 3) lavere variable omkostninger pr. enhed.

¹²⁶ 444% af den samlede omsætningsudvikling i 2012/13 kan forklares ud fra valutakurseffekten. Omsætningsvækst har reelt set været negativ.

¹²⁷ Eftersom at BC har nedbragt deres materielle aktiver væsentligt jf. afsnit 4.3.1.2, må det antages at flere af de faste omkostninger, der er gået til at vedligeholde produktionen, er faldet bort.

En del af forklaringen skal findes i at forholdet mellem vareforbruget og omsætningsniveauet har forbedret sig siden 08/09. Ratioen steg i 08/09 til 52,2%, som følge af at en større andel af salget blev genereret i den lave prisende. Siden 2010/11 er der dog sket en ændring i salgssammensætningen, som det blev beskrevet i afsnit 3.3, med salg af flere dyrere varer. Sammenholdt med at BC har formået at hæve prisniveauet i deres seneste kollektionsopdateringer, har dette forbedret rationen. I 12/13 stiger den dog en smule, da en større del af omsætningen var sammensat af accessories med lavere indtjeningsmargin.

Ligeledes har nedlukning af produktionsfabrikken i Herning og de færre personaleomkostninger heraf medvirket til forbedringen i bruttomarginen. Det ses tydeligt i 08/09, hvor bruttomarginen kun falder til 41,8% selvom forholdet mellem vareforbruget og omsætningen forværres betydeligt. Den større fokus på outsourcing har også betydet lavere variable omkostninger pr. enhed, hvilket har mindsket betydningen, som stigende indkøbspriser til brug i egenproduktionen har haft på produktionsomkostningerne¹²⁸. Ved et stigende omsætningsniveau har ledelsen planer om at outsource en større del af produktionen, og selvom muligheden for øgede produktionsomkostninger i Kina kan forekomme fremadrettet, jf. afsnit 3.2.4, vurderes det ikke at være en alvorlig trussel på nuværende tidspunkt.

I årene før den samfundsøkonomiske krisens start, var der en stærk tiltro til at antallet af butiksåbninger kunne fremskynde stordriftsfordelene i forretningsmodellen, hvilket i høj grad blev afspejlet af aktiekursen. De seneste fem år har dog ikke givet mulig for udvidelse af butiksnettet, og kapacitetsgraden ligger derfor også kun på 1,06 i 12/13, mod 1,20 i 07/08. Det vidner om en relativ høj driftsmæssig gearing, som har en betydelig gearingseffekt, når man kigger på det nuværende indtjenings- og omkostningsforhold:

(DKK t.kr.)	09/10	10/11	11/12	12/13
Omsætning	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
%-vis ændring		10,0%	2,1%	0,4%
Driftsoverskud	8.811	25.961	22.357	14.161
%-vis ændring		194,6%	-13,9%	-37,7%

En ændring på 10,0% og 2,1%, giver en %-vis ændring i driftsoverskuddet på henholdsvis 194,6% og -13,9%. Selvom de har formået at holde kapacitetsgraden på et stabilt niveau siden 09/10, udgør andelen af faste omkostninger stadig en stor del af de samlede omkostninger¹²⁹. En lignende analyse tager udgangspunkt i BCs nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin.

(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Nulpunktsomsætning	948.254	997.666	862.515	918.467	935.315	965.073
Omsætning	1.141.888	1.004.786	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
Sikkerhedsmargin	17,0%	0,7%	5,2%	8,3%	8,5%	6,0%

Tabel 12 - Nulpunktsomsætning/Sikkerhedsmargin. Egen tilvirkning

¹²⁸ Generalforsamling - 29. august, slide 17

¹²⁹ Faste omkostninger er i realiteten højere end analysen foreskriver, da en del af de faste omkostninger vil være indeholdt i produktionsomkostningerne.

Det kan ses at BC i alle årene holder sit omsætningsniveau over nulpunktsomsætningen, men at de med et fald på mellem 0,7% og 8,5 % af omsætningen, ville have mistet deres overskud¹³⁰ i perioden efter 07/08. Eftersom at BCs satser på salg af flere high-end produkter, samt at 63% af omsætningen genereres i Europa, er der en betydelig risiko for at sikkerhedsmarginen forværres, hvis efterspørgslen efter disse produkter falder yderligere. Det ser ud til at BC allerede har oplevet dette i 12/13, hvor en større del af salget bestod af accessories. Effektiviseringen i produktionsomkostningerne (de variable omkostninger), er igen den eneste grund til at sikkerhedsmarginen er steget siden 08/09.

Grundet det skuffende omsætningsniveau i 12/13, har BC besluttet at skære yderligere i deres kapacitetsomkostninger, som følge af den høje nulpunktsomsætning¹³¹. Nedskæringerne rammer direktionsgangen, med afskedigelse af én af de tre direktører, samt yderligere besparelser i lagerfunktionen. Med Viggo Mølholms udtalelse fra 2011 i mente, om at omkostningsbesparelserne har nået et minimum - se afsnit 4.3.2 - kan det frygtes i sidste ende at gå ud over forretningsmodellens konstruktion. Formår ledelsen dog at implementere disse yderligere nedskæringer, vurderes det, at der kun vil være et minimum af omkostningsbesparelser at hente fremadrettet. BCs fokus på Kina kan dog vise sig at gavne den driftsmæssige risiko og kapacitetsgraden fremadrettet, via muligheden for udbygning af butiksnettet og dermed bedre udnyttelse af de 'faste' omkostninger. Det nyåbnede distributionscenter i Shanghai bør ligeledes kunne bidrage til effektiviseringen i regionen.

Samlet risikovurdering

Overordnet set er den største trussel, at BCs forretningsmodel i høj grad er præget af eksterne risici: Konjunkturen, bolighandler, forbrugertilliden og kreditmulighederne. Som nulpunktsanalysen viste, kan et konjunkturomslag nemt føre til, at BC mister sit overskud grundet den nuværende driftsmæssige gearing. Med BCs større fokus på high-margin produkter er der dermed ikke levnet plads til stor ordredengang, hvilket i sidste ende også vil have en negativ indvirkning på varelagerets omsætningshastighed. Et forværret europæisk marked vil ligeledes have indflydelse på franchisetagernes betalingsevne, en post som BC ser ud til at have større problemer med sammenlignet med konkurrenterne. En vigtig erkendelse for BC må være, at ikke alle butikker kan reddes via forlængede kredittider.

Eftersom at overskudsgraden vil være dybt afhængig af udviklingen i omsætningen fremadrettet, grundet få muligheder for omkostningsreduktioner og effektiviseringer, må den samlede driftsmæssige risiko betegnes som værende relativ høj. Både BCs og markedets indtjeningsmuligheder er under pres som følge af den øgede priskonkurrence, der vil gøre det sværere for BC at opretholde salg af high-end produkter. Indtil videre har ledelsen dog vist evnen til at kunne tilpasse omkostningerne og kapitalbindingerne til konjunkturen¹³², og formået at holde omsætningsniveauet i modsætning til peer-gruppen. I 12/13 overtog Torben Paulin CEO-posten fra Viggo Mølholm, der sammen med sammenlægningen af ansvarsområder-

¹³⁰ Usædvanlige driftsposter indgår ikke i opgørelsen af nulpunktsomsætningen.

¹³¹ Årsrapport 12/13 side 8

¹³² Det gælder især faste omkostninger såsom materielle aktiver, som fremadrettet vil hjælpe på forholdet mellem faste og variable omkostninger.

ne i direktionen, naturligvis kan give enkelte justeringer i den daglige kurs af virksomheden.

4.4.2 Finansiel risiko

Ligesom kapacitetsgraden påvirker den driftsmæssige risiko, har andelen af fremmedfinansiering en effekt på, hvor stor en del af det samlede resultat der tilfalder aktionærerne. Analysen af ROE - afsnit 4.3.2. - viste at ROE har været mere volatil end ROIC. Ifølge Plenborg (2005) vil virksomhedens finansielle gearing og dens lånekarakteristika udgøre virksomhedens finansielle risiko, og dermed påvirke udviklingen i ROE (efter minoritetsinteresser):

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
ROIC	19,4%	-1,3%	2,7%	8,9%	7,5%	4,9%
ROE	22,0%	-8,5%	6,2%	7,5%	14,5%	3,6%
Finansiell gearing	0,69	1,00	0,91	0,50	0,38	0,26
(ROIC - r) - Rentemarginal	3,7%	-7,4%	0,0%	-2,9%	18,3%	-5,1%
NFF/EBITDA	1,21	5,50	1,71	1,23	0,84	0,81

Tabel 13 - Finansiell risiko. Egen tilvirkning

Eftersom at den driftsmæssige risiko i øjeblikket er under større pres, har ledelsen vist stor opmærksom ved at mindske den finansielle risiko. Det ses at den finansielle gearing er faldet betydeligt fra 08/09 til 12/13. BC har i denne periode haft som målsætning at reducere deres afhængighed af fremmedkapital, lige siden at deres provenu ved aktieemissionen i 2009/10 blev benyttet til at afdrage på deres forpligtelser til real- og kreditinstitutter. Det kan også ses ved, at forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og EBITDA er blevet væsentlig forbedret over perioden efter det høje risikoniveau tilbage i 08/09. Dette har reduceret den finansielle risiko væsentligt, og tager man de betydelige udsving i rentemarginalen i betragtning, har reduktionen mindsket usikkerheden med hensyn til ROE betydeligt. Over hele perioden har rentemarginalen og nettolånerenten haft en meget svingende udvikling, hvilket har gjort at ROE er blevet ramt voldsommere end ROIC. I 11/12 får BC netto positive renteindtægter på 11,1 %, hvilket gør at ROE stiger til 14,5%, grundet den høje rentemarginal på 18,3%. Den usædvanlig høje rentemarginal falder hurtigt igen til -5,1%, grundet de usædvanlig høje positive valutakursreguleringer i 11/12. I 12/13 bliver BC ramt af både lavere ROIC, og negativ udvikling i valutakurserne.

Størstedelen af BCs rentebærende gæld er i 12/13 variabelt forrentet, og har en samlet rentefølsomhed på ca. 0,3 mio. kr. på resultat før skat ved en rentændring på ét procentpoint. I 11/12 var rentefølsomheden 0,9 mio. kr., og i 08/09 var den 2,2 mio. kr. BC beskriver ikke præcis hvor stor en del af deres lån som de optager i fremmed valuta, men kun at de foretager dem i mindre grad for at styre valutarisici. Eftersom at BC har formået at mindske deres rentebærende gæld fra 214,7 mio. kr. til 74,7 mio. kr. i perioden 2008-2013, har dette reduceret den finansielle risiko, der er forbundet med den variable rente betydeligt. Den finansielle gearing på 0,26 må derfor betegnes som et relativt lavt niveau givet BCs nuværende finansieringsvilkår. Det vil derfor primært være valutakursændringerne, der vil have størst indflydelse på udviklingen i ROE.

4.5 Likviditetsanalyse

BCs likviditetsmæssige situation vurderes ud fra reformulerede pengestrømsopgørelsen (Sørensen, 2009), der i sin helhed kan ses i bilag 16-17.

(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Pengestrømmen før ændring i driftskapital	94.107	-458	47.234	65.467	73.676	39.204
Ændring i driftskapital	8.448	4.132	61.641	-29.277	-21.805	16.552
Pengestrømmen fra driftsaktivitet	102.555	3.674	108.875	36.190	51.871	55.756
Pengestrømmen fra investeringsaktivitet	-43.084	-30.178	-24.963	-28.402	-23.724	-27.185
Frit cash flow	59.471	-26.504	83.912	7.788	28.147	28.571
Pengestrømmen fra finansieringsaktivitet	-62.916	60.471	-97.453	-26.911	-18.626	-17.371
Kapitalregulering og udbetalt udbytte	991	-36.375	36.861	-8	-5.661	-4.806
Nettoforskydning i likvide midler	-2.454	-2.408	23.320	-19.131	3.860	6.394
Kursreguleringer	-1	1.055	185	-165	1.196	-1.420
Ændring i likvide beholdninger	-2.455	-1.353	23.505	-19.296	5.056	4.974
Likvide midler primo	9.928	7.473	6.120	29.625	10.329	15.385
Likvide midler ultimo	7.473	6.120	29.625	10.329	15.385	20.359

Tabel 14 - Reformuleret pengestrømsopgørelse. Egen tilvirkning

I hele analyseperioden har der været et positivt cash flow både før og efter ændringen i driftskapitalen. I alle regnskabsårene, undtagen 08/09, har pengestrømmene fra driftsaktiviteten været så stor, at de har kunnet dække investeringsaktiviteten, som efter 07/08 har ligget på et nogenlunde stabilt niveau omkring 23.000 - 30.000 t.kr. Faktisk ligger dette niveau lavere end afskrivningerne i de fire seneste regnskabsår, hvilket vidner om det lave behov BC har haft for at investere i langfristede aktiver. Størstedelen er blevet investeret i immaterielle aktiver (software). I 08/09 falder pengestrømmene fra driften markant, men er dog er steget de efterfølgende år, grundet tilpasning af omkostningsniveauet til omsætningen som beskrevet i tidligere afsnit. I 12/13 oplever BC dog et relativt stort fald i pengestrømmen i forhold til året før, som opvejes af den positive ændring i driftskapitalen. BC forklarer til dels dette ved, at valutaeffekten har været ugunstig ved indkøb hos leverandørerne (USD/CNY), samt engangsomkostninger relateret til nedlukning af butikker i Spanien og Sverige.

Det ses, at pengestrømmene fra driftsaktiviteten har været præget af betydelige ændringer i driftskapitalen. Til at vurdere driftskapitalen indvirkning på likviditeten tages der udgangspunkt i BCs likviditetscyklus (*operating cycle*), der er den gennemsnitlige tid det tager, fra BC betaler for deres varer på lageret, til de modtager betalingen for at sælge varerne (Plenborg, 2005)¹³³:

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Gns. antal dage en vare ligger på lager	92,5	97,9	94,5	76,1	86,3	83,7
Gns. antal dage før en kunde betaler	42,1	42,7	40,8	39,3	44,8	49,7
Gns. antal dage for periodeafgrænsningsposter (netto)	3,9	2,5	5,6	1,8	5,2	4,3
Gns. antal dage før leverandørgæld indfries	46,7	45,6	60,2	57,4	59,2	63,1
Likviditetscyklussen længde (antal dage)	83,9	92,5	69,6	56,1	66,6	66,1

Tabel 15 - Operating cycle. Egen tilvirkning

¹³³ Nettoperiodeafgrænsningsposter består af periodeafgrænsningsposter og forudbetalinger fra kunder.

BC har forbedret sin likviditetscyklus med 17,8 dage set over analyseperioden, og 26,4 dage hvis man ser det fra 08/09. De formår for alvor at få optimeret deres likviditet i 09/10 ved hjælp af bedre kreditbetingelser hos leverandørerne, og i 12/13 kan BC nu gå 66 dage, før end at de behøver at indfri deres leverandørgæld i forhold til 46 dage i 08/09. Baggrunden til stigningen må være som følge af det tætte samarbejde, der er mellem BC og deres leverandører. Om det fortsat vil være muligt, at kunne forhandle sig til frem disse favorable vilkår, er ifølge BC selv usikkert: "*O mend ledelsen ikke forventer, at udviklingen i kreditbetingelser hos leverandørerne er udtryk for en varig trend, vil BoConcept fortsat være orienteret mod at indgå få og gensidigt attraktive relationer med sine leverandører*"¹³⁴. Selvom varebeholdningen har udvist store udsving, tyder det dog på, at denne post vil være mere stabil end de øvrige poster fremadrettet, grundet muligheden for øget outsourcing af lagerkapaciteten. Dette vil især gavne logistikflowet af deres express kollektion fra 11/12. Større problemer er der dog med franchisetagerne, der har oplevet betalingsvanskkeligheder i de seneste to år.

Grundet nedgangen i *pengestrømme før ændring i driftskapital* i 12/13, sætter det hermed store krav til at BC formår at forbedre likviditetscyklussen. Det vil i høj grad afhænge af, hvordan situationen vedr. franchisetagernes betalingsevne udvikler sig. Antager man at ændringen i driftskapitalen i 12/13 havde været den samme som i 11/12, ville BC have været nødsaget til at trække på kassekreditten (den kortfristet gæld til kreditinstitutter), eftersom at den likvide beholdning ikke havde været tilstrækkelig.

Samme situation gjorde sig gældende i 08/09. Grundet likviditetspresset så BC sig nødsaget til at trække markant på deres kassekredit for at klare det negative frie cash flow, udlodde udbytte på 20.360 t. kr. samt købe egne aktier for 17.796 t. kr. I 09/10 foretager BC deres aktieemission, som styrker deres likvide beholdning betydeligt, og bruges på at nedbringe deres gæld (primært den kortfristede del), efter et ønske om at nedbringe afhængigheden af fremmedkapital og øge soliditeten. BC har siden 10/11 udelukkende fokuseret på at afdrage på deres gældsforpligtelser, uden nyoptag, hvilket det frie cash flow dog ikke helt kunne dække i 10/11. Derfor trækkes der på den likvide beholdning, som på dette tidspunkt er væsentlig forbedret.

Ser man bort fra den specielle situation i 09/10, hvor BC foretog deres aktieemission, er 11/12 og 12/13 de første år, hvor de genererer en positiv ændring i deres likvide beholdning. Sammenholdes dette med at BC i 12/13 har uudnyttede trækningsfaciliteter på 92,8 mio. kr., giver dette trods alt et godt likviditetsmæssigt råderum, uanset hvordan den driftsmæssige risiko kunne tænkes at udvikle sig. Dette sikrer i en vis udstrækning også likvide midler til opstart af egne butikker mv., eller yderligere finansieringshjælp til franchisetagerne i form af etableringslån. BC mener at hvis butiksnettet udbygges nu, vil det på længere sigt betyde en bedre markedsposition, når konjunkturen vender¹³⁵.

Selvom BC ikke umiddelbart ser ud til at have et behov for yderligere likviditet udefra, f.eks. i form af endnu en aktieemission, virker situationen vedr. tilgodehavender og leverandørgælden ikke optimal på længere sigt. En omsætningsned-

¹³⁴ Årsrapport 10/11

¹³⁵ Selskabsledelse - 01.01.13

gang kan tvinge BC til at trække unødigt på deres kassekredit, hvis ikke kredittiden til franchisetagerne nedbringes. Den kortsigtede likviditet kan blyses yderligere ved at se på udviklingen i likviditetsgraden, som kan deles op i to præsentationsformer I¹³⁶ & II¹³⁷.

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Likviditetsgrad I	0,62	0,40	0,62	0,64	0,70	0,77
Likviditetsgrad II	1,33	0,97	1,19	1,30	1,38	1,37

Tabel 16 - Likviditetsgrader. Egen tilvirkning

Umiddelbart bør likviditetsgraden ligge over 1, og en likviditetsgrad II på over 2, indikerer en lav likviditetsrisiko (Plenborg, 2005). Det kan ses at likviditetsgrad II opfylder kravet om at ligge over 1, mens at likviditetsgrad I ligger under 1 hele vejen. Siden 08/09 er begge nøgletal steget, og ser man på likviditetsgrad II vil der uden større problemer være likvider nok til de løbende udbetalinger. Dog udgør varebeholdninger 42% af BCs samlede omsætningsaktiver, hvilket skaber uligheden mellem de to likviditetsgrader. Selvom likviditetsgrad I ligger under 1, bør BCs uudnyttede kreditfaciliteter dog stadig kunne sikre, at de ikke vil få vanskeligheder ved at betale deres forpligtelser på kort sigt.

4.6 Soliditetsanalyse

4.6.1 Vurdering af den langsigtede likviditetsrisiko

For at få et billede af BCs langsigtede likviditetssituation undersøges soliditeten ved hjælp af to nøgletal: Den finansielle gearing samt soliditetsgraden. Ved udregning af den finansielle gearing i dette afsnit, vil der være medtaget både drifts- og rentebærende gæld, i modsætning til den finansielle gearing der blev benyttet i rentabilitetsanalysen afsnit 4.3¹³⁸.

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Finansiel gearing	1,75	2,57	1,74	1,54	1,41	1,33
Indeks egenkapital	100	75	94	102	115	116
Indeks gæld	100	86	94	80	77	80
Indeks passiver	100	110	93	90	92	89
Solidaritetsgraden	0,36	0,28	0,36	0,39	0,42	0,43

Tabel 17 - Likviditetsrisiko. Egen tilvirkning

Som det kan ses har både den finansielle gearing samt soliditetsgraden udviklet sig positivt. Den finansielle gearing er nedbragt grundet BCs fokus på at nedbringe afhængigheden af fremmedkapital samt gennem øget konsolidering af egenkapitalen, hvor udbetaling af udbytte har været sat på standby i 09/10, 10/11 og 12/13. I 12/13 ligger den på 1,33, der er det laveste niveau set over analyseperioden. Alligevel ligger nøgletallet stadig over 1, og gælden overstiger derfor egenkapitalen.

¹³⁶ Likviditetsgrad I = Likvider + tilgodehavender / Kortfristet fremmedkapital

¹³⁷ Likviditetsgrad II = Omsætningsaktiver / Kortfristet fremmedkapital

¹³⁸ Dette er grundet, at der i denne analyse tages udgangspunkt i likviditetsrisikoen (Plenborg, 2005)

Det bunder i, at stor en del af gælden stammer fra kortfristede gældsforpligtelser, navnlig leverandørgæld, som ikke er rentebærende.

Soliditetsgraden består i 11/12 af 43% af de samlede passiver, hvilket ligger inde for ledelsens langsigtet soliditetsniveau på mellem 40-50%. 43% er det højeste niveau set over analyseperioden. Det skal dog mindes om at operationel leasing som en off-sheet post, ikke er medtaget i denne beregning. Antages det, at de finansielle forpligtelser var blevet indregnet med en værdi på 100.000 t.kr., ville soliditetsgraden i 12/13 i stedet ligge på 36%.

Faldet i den finansielle gearing og stigningen i soliditetsgraden indikerer umiddelbart en lavere langsigtet likviditetsrisiko, som ledelsen har haft ekstra fokus på at forbedre de seneste par år. I 10/11 havde BC et soliditetsmål på mellem 30-40%, i modsætning til det nuværende på mellem 40-50%. At likviditetsrisikoen er forbedret kan også ses ved at betragte rentedækningsgraden, som viser hvor mange gange driftsindtjeningen dækker nettofinansieringsomkostningerne¹³⁹.

(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
NOPAT	65.267	5.732	16.809	27.081	25.308	20.087
Pengestrømme fra driften	102.555	3.674	108.875	36.190	51.871	55.756
Nettofinansieringsomkostninger	7.584	8.279	4.875	1.776	-15	-744
Rentedækningsgraden	8,6	0,7	3,4	15,2	(1.687)	(27)
Rentedækningsgraden (Cash)	13,5	0,4	22,3	20,4	(3.458)	(75)

Tabel 18 - Rentedækningsgrad. Egen tilvirkning

Nøgletallet er væsentlig forbedret, og det er kun i år 08/09, hvor rentedækningsgraden er under 1, at driftsindtjeningen ikke har kunnet dække nettofinansieringsomkostningerne. I 11/12 og 12/13 er den nøgletallet negativ grundet at renteindtægterne overstiger renteudgifterne. Rentedækningsgraden vil ligeledes tage hensyn til om gælden er højt eller lavt forrentet (Schack, 2009, s. 124). Det kan også ses på, at BCs vejede effektive rentesats har den bevæget sig fra 6,1% i 07/08, til 2,9% i 12/13. Kigger man på pengestrømmene (cash) viser nøgletallet en bedre evne til at klare renteomkostningerne end det regnskabsbaseret overskud. BC vil derfor næppe få problemer med at optage ny gæld, grundet konsolidering af egenkapitalen, nedbringelsen af den finansielle gearing, uudnyttede trækningsmuligheder og deres høje rentedækningsgrader. De vil givet vis også kunne låne til en billigere rente, da risikotillægget for långiver ikke vil være ligeså stor, med den nedbragte finansielle gearing.

¹³⁹ Her benyttes *core netto finansielle omkostninger*, i modsætning til de samlede netto finansielle omkostninger, der indeholder valutakursreguleringer som ikke er rentebærende.

5 Budgettering

5.1 Tilgang til budgetteringen

Budgetteringen af BCs fremtidige driftsoverskud og nettodriftsaktiver vil blive foretaget ud fra i alt fem sammendragne værdidrivere:

- Omsætningsvæksten.
- Nettodriftsaktiver - (*opdelt i nettoarbejdskapital og nettoanlægskapital*)
- Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT).
- Den effektive skatteprocent.
- Andet driftsoverskud og usædvanlige poster efter skat.

Frem for at budgettere alle posterne i BCs balance og resultatopgørelse (linje-linje budget) er der valgt at sammendrage dem i de fem værdidrivere for at skabe et bedre overblik over estimat af den fremtidige indtjening. Aggregeringsniveauet vurderes passende ud fra den information, der er tilgængelig i årsrapporterne.

Budgetteringen opdeles i en budget- og terminalperiode. Ifølge Plenborg (2003) vælges der i praksis en budgetperiode på mellem fem og ti år (fem til otte år, FSR (2002)), men perioden vil variere fra branche til branche. Copeland argumenterer dog for en budgetperiode på 10-15 år for de fleste virksomheder (Plenborg, 2006), og Sørensen (2012) pointerer, at en branche i opstartsfasen kan behøve en budgetperiode på helt op til 20 år. I en moden branche, hvor virksomheden ikke har særlige virksomhedsspecifikke konkurrencefordele, vil perioden dog typisk være relativ kort. Til at værdiansætte BC er der valgt en budgetperiode på 10 år, løbende fra 2013/14 til 2022/23. Markedsvæksten forventes ikke at ændre sig voldsomt på det europæiske marked i budgetperioden, men der er der valgt at tage hensyn til, at det vil tage længere tid, før end at branchen når sit *steady state* på vækstmarkederne. Efter en budgetperiode på 10 år antages det, at de konkurrencemæssige fordele, som nyligt flyttede mæbelvirksomheder har kunnet opdrive på vækstmarkederne, vil have stabiliseret sig, og at væksten vil følge en tilnærmet vækst i inflationen og realvæksten i BNP. Selvom vækstudsigterne på det asiatiske og latinamerikanske marked er noget højere end i Europa, anses branchen dog ikke for at være i opstartsfasen, og da det vurderes, at BC ikke har særlige konkurrencemæssige fordele på lang sigt, sættes budgetperioden derfor til 10 år. Grundet den store usikkerhed, der i øjeblikket er forbundet med den internationale økonomi, synes det heller ikke at give mening at budgettere ud over 10 år, da mængden af tilgængelig information på dette tidspunkt vil være minimal og i høj grad præget af skøn.

5.2 Budgettering af value drive - Basisscenarie

Nedenstående budgettering anses for at være det mest sandsynlige udfald, og vil udgøre basisscenariet. I kapitel 6 vil budgettet blive vurderet ud fra et best og worst case scenarie.

5.2.1 Omsætningsvækst

I den strategiske analyse blev det beskrevet, hvor stor indvirkning væksten i BNP, antal hushandler og forbrugernes disponible indkomst har haft på udviklingen af det samlede møbelsalg på verdensplan. Jf. tabel 2 side 21 har disse faktorer været essentielle for, i hvilke regioner vækstmulighederne har befundet sig, som også synes at være tilfældet for BC jf. omsætningsanalysen i kapitel 4. Derfor vil disse konjunkturbewægelser, alt andet lige, tillægges væsentlig større vægt i budgetteringen end BCs virksomhedsspecifikke kompetencer.

BC opererer overordnede set i fire regioner: Europa, Asien, Nord- og Sydamerika (Latinamerika). Det er valgt at dele budgetteringen af omsætningen op på ovenstående regioner, da vækstraten må formodes at udvikle sig væsentlig forskelligt i henholdsvis Asien og Europa. Det vurderes samtidig, at budgettering på regionsbasis vil være tilstrækkelig til at kunne give et realistisk estimat på omsætningsvæksten. I perioden 2012-2017 har Euromonitor vurderet, hvordan udviklingen i det samlede møbelsalg i disse regioner fremadrettet vil udarte sig jf. bilag 28:

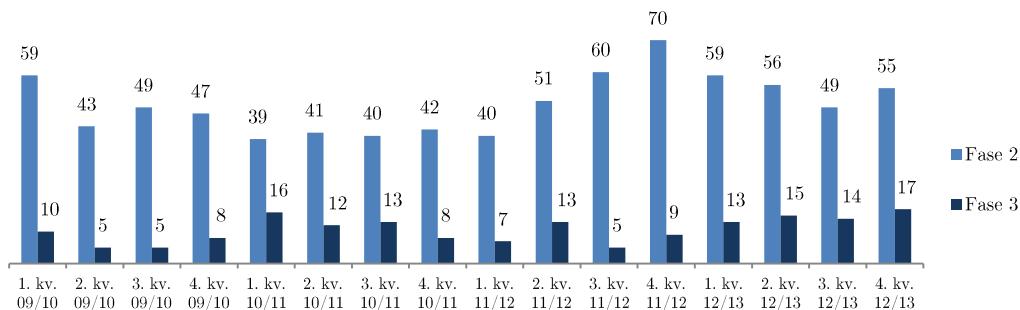
Growth 12-17 CAGR	Growth 12-17 CAGR	Growth 12-17 CAGR			
Brasilien	2,4%	Mexico	2,7%	Western Europe	-0,10%
Kina	7,6%	Rusland	3,3%	North America	1,10%
Frankrig	-0,6%	Spanien	-2,7%	Latin America	2,50%
Tyskland	0,3%	Sverige	0,5%	Eastern Europe	2,40%
Indien	4,3%	UK	0,1%	Asia Pacific	4,60%
Italien	-3,5%	USA	1,1%		
Japan	0,0%				

Tabel 19 - Forecast af udviklingen i salgsværdien af møbelsalg 2012-2017
Egen tilvirkning - Euromonitor International 2013 - Home Furnishings Dashboard

Der skal dog gøres opmærksom på, at forecastet er et estimat over væksten i møbelbranchen som helhed, hvilket kan give noget støj, hvis man benytter det som et estimat på den underliggende markedsvækst for en kæde som BC.

Som det blev beskrevet i vækstanalysen og omsætningsanalysen i henholdsvis kapitel 3 og 4, vil omsætningsudviklingen for BC i hvor høj grad afhænge af om BC formår at udvide deres franchisekæde (antal brand stores), samt hvor meget hver enkelt butiks omsætning fremadrettet vil udvikle sig (same-store-sale). Budgetteringen af omsætningsvæksten vil derfor fokusere på, hvorledes disse parametre kan tænkes at udvikle sig på de ovenover nævnte regioner.

For at få et samlet overblik over i hvor høj grad BC har været i stand til at tiltrække potentielle franchisetagere vises i figur 14 nedenunder BCs pipeline¹⁴⁰ igennem de seneste fire år. Fase 2 betegner den proces, hvor den potentielle franchisetager og BC udveksler indbyrdes krav til det fremtidige samarbejde, og hvor franchisetagernes forretningsmæssige potentiale vurderes. Fase 3 udgør den sidste fase, inden franchisetageren får sin godkendelse til at opstart af egne butikker. Hvis franchisetagerens forretningsplan vurderes rentabel, får vedkommende rettigheden til at drive franchisebutikken.



Figur 14 - Udvikling i antal potentielle franchisetagere 2009-2013. Egen tilvirkning - Årsrapporter 09/10-12/13

Fase 2 pipelinen har i gennemsnit ligget på et lavt niveau på 48 i de seneste fire år, men steg til 70 sidst i 11/12, efter fremgang på hovedmarkederne Frankrig og Tyskland. Niveauet i pipelinen er dog faldet siden, og efterlader i starten af regnskabsåret 13/14 ikke øget tro på væsentlig fremgang i nye potentielle franchisetagere. Niveauet i fase 3 ser ud til at have fundet et stabilt niveau dog uden at være væsentlig forbedret.

Det er altså forståeligt, at BC kontinuerligt formår at skaffe franchisetagere til at åbne flere butikker, hvis deres vækststrategi skal lykkes. BC har et langsigtet mål om at øge antallet af butikker til mellem 350-400 butikker, hvilket dog under de nuværende markedsforhold virker optimistisk, set i lyset af at antal brands stores er øget fra 247 til 252 i de seneste fem år. BC vil derfor fremadrettet forsøge at hjælpe enkelte franchisetagere med etableringslån, primært på vestlige markeder, og selv åbne flere egne butikker som franchisetagerne senere kan overtage. Selvom deres finansielle styrke er forbedret siden aktieemissionen i 2009, vil dette alene dog ikke kunne opfylde de vækstmålsætninger, som BC har sat sig. Det vurderes derfor, at den overordnede pipeline i figur 13 skal forbedres væsentligt, hvis vækstmulighederne skal udnyttes fuldt ud.

¹⁴⁰ Forhandlinger med potentielle franchisetagere om at indgå franchiseaftale.

Det europæiske marked

Vækstmulighederne på det europæiske marked i øjeblikket små, især i Sydeuropa og Frankrig, hvor BC i øjeblikket har ca. 23% af sin samlede omsætning¹⁴¹. Udsigt til yderligere finanspolitiske tiltag, lav økonomisk-vækst, lav fremgang i disponibel indkomst samt et boligmarked, der er gået i stå, er alle medvirkende til dette. I Vesteuropa, hvor størstedelen af BCs brand stores befinner sig i Europa, lyder vurderingen fra Euromonitor at den årlige gennemsnitlige vækstrate mellem 12-17 vil være på -0,1%. Kigger man på branchen som helhed, vil det være de større konсолiderede kæder, med fokus på priselementet, som vil opleve den største vækst, der sammen med den lave forbrugertillid vil holde væksten i salgsværdien nede på et lavt niveau. Bl.a. rapporterer BCs franchisetagere i Storbritannien om at markedsforholdene i 2012/13 har øget prispresset i branchen yderligere.

Det underliggende marked er simpelthen ikke til stede i øjeblikket som administrerende direktør, Torben Paulin, forklarer: "Vi får ikke noget forærende, og vi skal kæmpe for det på alle markeder. Specielt Frankrig, der er vores største marked, tror vi ikke, bliver bedre næste år. Det er mere et spørgsmål om, at det blive værre"¹⁴². Trafikken til butikkerne er faldet yderligere i 12/13, og det vil umiddelbart være lande som Tyskland og Rusland, der i de næste par år skal holde omsætningsniveauet stabilt. Tyskland, der står for ca. 11% af omsætningen, har haft relativ stor fremgang i brand stores i de seneste to år (henholdsvis 14,3% og 7,7%). BC forventer ligeledes at kunne overtage en større del af markedet for moderne internationalt møbeldesign i Rusland grundet den høje vækst (CARG 3,3%), samt at pipelinen på markedet er øget. Et godt know-how til markedet sammenholdt med flere produktlanceringer kan øge interessen hos premium-segmentet i Rusland.

Som omsætningsanalysen viste i kapitel 4, har der været et fald i antal brand stores på 2% de seneste to år, og en "vækst" i same-store-sale på 0%. Ser man på den forventede pipeline, er der ikke tegn på en væsentlig nettoudvidelse i resten af Europa, og det vurderes også at BC må lukke flere butikker i Sydeuropa og Frankrig de næste par år¹⁴³, ligesom man ser det hos konkurrenterne. De europæiske forhold har også smittet af på Poltrona Fraus planer for ekspansion i Europa, som de i 2012 satte på midlertidig pause. Bedre går det på det det kinesiske marked, som de i 2013 regner med skal stå for halvdelen af antal nyåbninger. BCs forventede antal brand stores forventes samlet at falde en smule de næste par år grundet forværet rentabilitet, samtidig med at det ikke forventes, at kreditmarkederne vil forbedres indenfor de næste par år. Efterfølgende vil niveauet stabilisere sig og vokse en smule, grundet en generel forbedring af markedsvilkårene.

Same-store-sale forventes ligeledes at falde en smule de næste par år, grundet et stadigt fokus hos forbrugerne på køb af billigere alternativer og low-margin køb hos BC. Kundegrundlaget vurderes ikke at vokse sig større de næste par år grundet et i forvejen mættet marked¹⁴⁴, hvor der fortsat skal kæmpes om markedsandelene, ikke mindst grundet markedsføringsindsatsen rettet mod *value-for-money* seg-

¹⁴¹ Forecasts af Frankrigs BNP vurderet af EIU i kapitel 3, kan endda være for optimistiske sat grundet den seneste politiske situation. Danske bank har lavet et forecast pr. 8 marts 2013, der angiver væksten i real BNP som 0,2 % i 2013, og 0,9 i 2014.

¹⁴² (Ritzau) - 26.06.13

¹⁴³ I bilag 29 kan ses, hvor stor pipelinen er pr. 30 april 2013 på udvalgte delmarkeder.

¹⁴⁴ Forbrugerne bruger i forvejen en stor del af deres disponibele indkomst på møbler (pr. capita)

mentet. Det kan frygtes, at en kæde som Bolia vinder større indpas grundet deres generelt lavere prisniveau, men alligevel høje imagniveau, der efter deres restrukturering ligger tættere op ad BCs positionering. Det vurderes dog, at BCs fleksible produktionssetup hurtigt vil kunne tilpasse sig til efterspørgslen på markedet, hvis strategien med salg af flere high-margin produkter slår fejl. Væksten antages at stige en smule omkring 2016, da udviklingen i den disponibele indkomst på flere af de europæiske lande ud til at stige (se f.eks. DK), samtidig med real-væksten i BNP ser ud til at stige til omkring 1- 1,5%, hvilket kan skabe et mindre vækstgrundlag.

Det asiatiske marked

BC har i en længere årrække haft store planer for ekspansionen i Asien, og efter deres nyligt erhvervede masterrettigheder på det kinesiske marked, samt overtagelse af 6 egne butikker, håber de fremadrettet på, at det asiatiske marked kommer til at udgøre en stigende andel af koncernens omsætning. Som det kunne ses af afsnit 4.4.2. har BCs organiske vækst vist fornuftige vækstrater (4,6% og 9,1%), og til forskel fra Europa oplever dele af det asiatiske marked stor vækst i BNP samt i middelklassens disponibele indkomst. Stilstanden på boligmarkedet i Kina i de seneste to år ventes også at forbedres betydeligt, hvilket kan øge vækstgrundlaget. Det kan også ses af forecastet i tabel 19, hvor Kina forventes at have den højeste vækst på *home furnishing*-markedet. Dette er blandt andet som følge af den større urbanisering og det øgede fokus fra møbelkæder om at placere sig i byområderne¹⁴⁵.

BC rapporterer dog, at pipelinen i Asien de seneste sidste år er svundet ind. Dels er den kinesiske pipeline blevet revurderet, efter at flere projekter er blevet annulleret, og dels er flere projekter i Sydkorea og Thailand ikke blevet realiseret. Kigger man på den seneste tids omsætningsudvikling, ses det også at BC har haft problemer med at udvide antallet af butikker. I de seneste to har brand stores vokset med henholdsvis 0,0% og 2,1%, hvilket kan virke bemærkelsesværdigt, eftersom at det store markedspotentiale burde have kastet flere franchisetagere af sig. BC lægger til grund, at de er i gang med at lægge det rette fundament for væksten. Målet om at kunne udbygge deres butikskaede med 100 butikker i Kina om 7-8 år, virker derfor ret optimistisk på nuværende tidspunkt, med deres nuværende 14 butikker. BCs muligheder i Asien er dog stadig meget store, og BC vil i de kommende år intensivere søgeringen efter franchisetagere i regionen samtidig med på kort sigt at åbne flere egne butikker i både Kina og Japan, for at accelerere eksplansionen. Brand stores forventes at vokse en smule på kort sigt efter overtagelse og åbning af egne butikker, men det vurderes at de nuværende problemer med at skaffe potentielle franchisetagere, vil strække sig yderligere et par år, indtil kendskabsgraden til BC vokser.

BCs fokus på produktudvikling og investeringer i distributionsanlæg vurderes at kunne forbedre deres konkurrencemæssige fordele, da det asiatiske marked stadig er karakteriseret ved mange små private virksomheder. Ledelsen har erkendt at produktporteføljen skal øges, da der ifølge BCs egne meldinger er en høj efterspørgsel efter vestlige luksusbrands og high-end produkter i Kina. Det forventes dog, at der vil gå lidt tid først at de kinesiske forbrugere "vænner" sig til det danske

¹⁴⁵ (*Euromonitor International*) - 13.04.12

design, grundet den generelle tilbageholdenhed der er mod at investere i møbler mv., som også Fritz Hansen rapporterer om. Det samme gælder et land som Indien, som BC først er begyndt at investere i.

Efter et par år vurderes det at BC vil kunne opnå høj vækst på disse markeder med deres produkter og brandimage, og styrke same-store-sale med salg af flere high-end produkter. I forhold til konkurrencesituationen i Asien, vurderes det at konkurrencen intensiveres i løbet af cirka 10 år, specielt koncentrationen indenfor premium-segmentet, hvor både internationale og nationale kæder i øjeblikket har succes med at udvikle et premium brand image i deres markedsføring¹⁴⁶.

Det amerikanske marked, Latinamerika

BC haft en turbulent udvikling i deres same-store-sales på det amerikanske marked de sidste fire år, men har vist god fremgang i det seneste års tid (12,8%). Vækstmuligheder ser fremadrettet positive ud, hvor både kreditmarkedet, forecast af BNP (dog forbundet med usikkerhed - se følsomhedsanalyse) og husmarkedet ser ud til at forbedre sig hurtigere end på det europæiske marked¹⁴⁷. BC tror på, at det amerikanske marked har et stærkt momentum fremadrettet: *"På det amerikanske marked er det stærke momentum bevaret som følge af større forbrugstilbøjelighed og bedre performance i brand stores."*¹⁴⁸

Sammen med en forventet stigning i den disponibele indkomst, jf. bilag 7, vurderes det at kundegrundlaget øges en smule. Omend væksten ikke vil være betydelig større end i Europa, er der større grad af optimisme, hvilket kan ses af det forventede forecast i møbelsalget på 1,1% i USA i perioden 12-17. Et stærkt forbedret kreditmarked øger mulighederne for åbning af enkelte butikker, og sammenholdt med øget etableringsfinansiering rettet mod USA forventes antallet af brand stores at vokse en smule.

Konsolideringstendensen i branchen har på den ene side efterladt færre specialiserede kæder til at konkurrere om markedsandele, men på den anden side kan konkurrencen med større nationale kæder på kort sigt stadig være en mindre væksthindring. Sammenholdt med at en kæde som Natuzzi ser USA som et af deres ekspertiseområder, jf. USAs placering i BCG-modellen, forventes det ikke, at same-store-sale vil kunne opretholdes på det høje niveau, der blev genereret i 12/13 (12,8%). Det forventes dog, at same store sales vil kunne følge en tilnærmet vækst i det underliggende marked på ca. 2% på kort sigt for efterfølgende at stige en smule, for at afspejle de vækstmuligheder der trods alt er på det amerikanske marked fremadrettet.

Efterspørgslen og finansieringsvilkårene på det latinamerikanske marked, nyder ligeledes fremgang, og i højere grad end det nordamerikanske. Ligesom Indien og Kina er der stor fremgang at spore i både BNP og middelklassens disponibel indkomst, hvilket også kan ses på BCs omsætningsudvikling. Usikkerheden for må dog forventes at være noget højere i de latinamerikanske lande, eftersom at BC har lav kendskab til markedet, både med hensyn til markedsføring samt kundernes præfe-

¹⁴⁶ Luolai invested heavily in advertising to develop a premium brand image, which gained success across the country [China] - (Euromonitor International), Home Furnishings in China.

¹⁴⁷ (Furniture-Today) - 25.02.13 + (Business Insights: Essentials) - 22.06.13.

¹⁴⁸ Årsrapport 12/13

rencer. Til trods for dette er pipelinen er høj i Latinamerika, og BC forventer at antallet af butikker vil opleve høj grad af vækst i de kommende år.

Ligesom på de resterende markeder må konkurrencen forventes at intensiveres efter opstartsfasen. Natuzzi er i øjeblikket i gang med at udbygge deres kendskabsgrad på det latinamerikanske marked, og ser store muligheder for yderligere overtagelse af markedsandele. Da regionen ligeledes er præget af små privatejede virksomheder med lav grad af know-how, vil der formentlig kunne ses en større tilstrømning til området. Grundet niveauet i importtolden kan det dog tage længere tid før end at en større gruppe tager chancen på det latinamerikanske marked.

I tabel 20 nedenfor er vist den samlede estimerede omsætningsvækst fordelt på regioner, brand stores samt same-store-sale. Stigningen i omsætningen i starten af budgetperioden skyldes primært overtagelse af egne butikker i Kina, der vil skabe et højere same store sale og omsætningsniveau¹⁴⁹.

(DKK mio. kr.)	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Term.
Ændring i antal brand stores	157	-1,3%	-1,3%	0,7%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	
Ændring i same-store-sales	4,36	-1,0%	0,0%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Vækst i omsætningen - Europa	685,2	-2,3%	-1,3%	1,2%	1,8%	1,6%	1,6%	2,1%	2,1%	2,1%	1,5%	
Ændring i antal brand stores	27	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	0,0%	0,0%	
Ændring i same-store-sales	4,56	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Vækst i omsætningen - Nordamerika	123,1	5,3%	5,1%	5,5%	5,4%	5,3%	5,7%	5,6%	5,5%	2,5%	2,5%	
Ændring i antal brand stores	19	5,3%	5,0%	4,8%	9,1%	8,3%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	3,1%	
Ændring i same-store-sales	2,35	3,0%	3,0%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	
Vækst i omsætningen - Latinamerika	44,7	8,4%	8,2%	8,4%	13,5%	12,7%	12,0%	10,9%	7,0%	6,3%	6,2%	
Ændring i antal brand stores	49	14,3%	5,4%	1,7%	6,7%	7,8%	5,8%	5,5%	3,9%	3,8%	2,4%	
Ændring i same-store-sales	3,53	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	
Vækst i omsætningen - Asien	173,1	19,4%	10,6%	7,3%	13,1%	14,3%	12,1%	11,3%	9,1%	8,4%	7,0%	
Samlet omsætningsvækst:	1.026	1.054	1.078	1.115	1.174	1.241	1.309	1.382	1.450	1.513	1.568	1.615
	2,8%	2,3%	3,4%	5,0%	5,0%	5,5%	5,0%	4,9%	4,3%	3,7%	3,0%	

Tabel 20 - Omsætningsvækst, Basisscenarie. Egen tilvirkning

Efterhånden som væksten for alvor får fat i vækstmarkederne, er der indregnet en større stigning i same-store-sale, mens det europæiske og amerikanske marked vil opleve mindre vækst. Det er antaget, at væksten i brand stores falder mod slutningen af budgetperioden efter at have nået et mætningspunkt, for til sidst at vurderes i en growth rate sammen med væksten i same-store-sales i terminalperioden. I budgetteringen er antallet af butikker sat til 315 i slutningen af perioden, hvilket er et stykke under BCs egen langsigtede målsætning grundet usikkerheden med deres nuværende pipeline.

¹⁴⁹ BC estimerer, at egne butikker genererer en omsætning på 2,5 gange højere end franchisebaserede butikker.

Terminalperioden:

I terminalperioden estimeres både same-store-sales og antal brand stores ved hjælp af den konstante vækstrate g (growth rate). g vil senere blive benyttet til udregne terminalværdien via Gordons vækstmodel indbygget implicit i EVA-modellen. Vækstraten fastsættes typisk ud fra, hvad den forventede inflation og realvækst vil være i den pågældende branche (Plenborg, 2006). Der er således betydelig usikkerhed forbundet med estimeringen af terminalværdien, hvilket er grunden til at det mest plausible estimat er at sætte vækstraten til den langsigtede vækst i økonomien. Under hensyn til at BC i 22/23 vil have deres markedsandele spredt ud over det meste af verdenen, sættes vækstraten her til 3,0%, som et estimat på den underliggende vækst i økonomien.

5.2.2 Udvikling i nettodriftsaktiver (budgettering af oms.hastighed)

De samlede nettodriftsaktiver har igennem de seneste tre år ligget på et rimeligt stabilt niveau, hvor de har svinet mellem 283 og 299 t.kr. Den inverse omsætningshastighed for NDA har ligget mellem 0,283 og 0,291, men som tabel 8 i analysen af omsætningshastigheden viste, er det grundet, at udsvingene i anlægs- og arbejdskapitalen i store træk hen over analyseperioden har kunne ophæve hinanden.

Både anlægs- og arbejdskapitalen kan derfor fremadrettet tænkes at udvikle sig i vidt forskellige retninger, hvilket gør budgetteringen af posterne vanskelig. For det første vil anlægskapitalens størrelse afhænge af, i hvor høj grad BC har tænkt sig at investere i egne butikker, masterrettigheder samt materielle aktiver. For det andet har arbejdskapitalen udvist store udsving igennem analyseperioden, og tendensen vil fremadrettet afhænge af, hvor meget af varebeholdningen BC formår at få outsourceret hos sine leverandører, samt hvordan kredittiderne for tilgodehavender og leverandørgæld kan tænkes at udvikle sig. Som regnskabsanlaysen viste, er der stor usikkerhed forbundet med kredittiderne for disse poster.

Som et estimat på anlægskapitalens udvikling, vurderes det at den inverse omsætningshastighed vil stige en smule de næste par år grundet investeringer i egne butikker. De resterende poster antages i mere eller mindre grad at følge udviklingen i omsætningen på kort sigt, eftersom at ledelsen har som målsætning at investeringer i anlægsaktiver skal følge afskrivningerne. Forudsætningen bakkes op af, at BC har i sinde at øge andelen af outsourcing, efterhånden som omsætningen stiger, og dermed ikke har umiddelbart behov for yderligere investeringer ud over afskrivningsniveauet. Med et stigende omsætningsniveau til sidst i budgetperioden, betyder det, at den inverse omsætningshastighed forbedres en smule, sammenholdt med at flere af BCs egne butikker må forventes at blive solgt fra.

Grundet usikkerheden forbundet med arbejdskapitalens sammensatte poster vælges det at budgettere med den nuværende omsætningshastighed i en årrække. Hermed antages det at BC formåen med at få outsourceret en større del af deres lagerkapacitet hos leverandørerne, opvejer stigningen i kredittiden til franchisetermerne, som må forventes i de næste par år. Om leverandørerne fortsat vil stille gunstige kreditvilkår til rådighed for BC antages i første omgang at vare ved, indtil at markederne stabiliserer sig, og de normale kreditbetingelser bliver gældende. Efterhånden som markederne stabiliserer sig, og flere af de asiatiske markeder overtager

en større del af BCs omsætningsandel, forventes det at den inverse omsætningshastighed for arbejdskapitalen forbedres. Primært som følge af at niveauet for tilgodehavender vil finde tilbage til et normaliseret niveau. Omsætningshastigheden for varebeholdningen forventes at holde niveau fra 16/17 og fremefter, eftersom at et øget aktivitetsniveau vil begynde at opveje den øgede andel af lagerkapaciteten, der bliver outsourceret.

Inverse AOH	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Term.
Balance (primo)												
Anlægskapital	0,199	0,194	0,200	0,200	0,195	0,195	0,190	0,185	0,180	0,180	0,180	0,180
Arbejdskapital	0,092	0,089	0,089	0,089	0,089	0,085	0,085	0,085	0,085	0,085	0,085	0,085
Netto driftsaktiver	0,291	0,283	0,289	0,289	0,284	0,280	0,275	0,270	0,265	0,265	0,265	0,265
Vækst i NDA		-4,4%	9,9%	3,4%	3,5%	4,2%	3,6%	3,7%	2,9%	4,3%	3,7%	3,0%

Tabel 21 - Budgetterede inverse omsætningshastigheder. Egen tilvirkning

Behovet for investeringer i NDA synes at stemme godt overens med væksten i omsætningsniveauet. Efterhånden som omsætningsniveauet stiger i 16/17, antages det, at BC vil kunne udnytte deres stordriftsfordele og mindske investeringsvæksten.

5.2.3 Udvikling i driftsoverskuddet fra salg før skat (EBIT)

Siden 08/09 har BC været i stand til at forbedre deres bruttoavanceprocent, dog med et mindre fald i 2012/13 som følge af flere lav-margin salg på det europæiske marked. Den lave forbrugertillid samt den stadig verserende priskonkurrence vil holde EBIT-marginen nede på et lavt niveau, og sænke den yderligere i de næste par år. Efterhånden som aktivitetsniveauet stiger i Asien og Latinamerika, vurderes det, at BC vil være i stand til at sælge flere high-margin varer i modsætning til de europæiske lande.

Efterhånden som omsætningen stiger, vil det efter ledelsens hensigt betyde at en større del af vareproduktionen vil blive outsourceret, hvilket vil mindske omkostningerne til personale, råvarer og energi som BC tidligere har oplevet prisstigninger på. Selvom der i den strategiske analyse blev pointeret, at der kan være leverandørprisstigninger på vej i Kina, vurderes det ikke at få større konsekvenser for BC i basisscenariet.

Selvom BC har planer om at skære yderligere i kapacitetsomkostningerne, forventes de alligevel at stige en smule, grundet yderligere tab/nedskrivninger på tilgodehavender i Europa, samt øgede administrationsomkostninger til overtagelse og åbning af egne butikker indtil franchisetagerne kan overtage butikkerne på egen hånd.

Samlet set vurderes det at EBIT-marginen vil falde en smule de næste par år, for efterfølgende at stige omkring 2015/16, grundet væsentligt større aktivitetsniveau i Asien, og franchisetagernes overtagelse af BCs egne butikker. Den øgede andel af salget til Kina og omegn, betyder at BC i højere grad vil kunne drage fordel af forretningsmodellens stordriftsfordele, og det må ligeledes forventes at investeringen i logistikoptimeringer vil have en positiv afspejling i distributionsomkostningerne. Efterhånden som konkurrencen tiltager på vækstmarkederne, forventes det at EBIT-marginen til sidst vil stabilisere sig til på 7,0%. Det vurderes ikke at

EBIT-marginen i budgetperioden kan nå over niveauet i 07/08, eftersom at Europa stadig vil udgøre en betydelig del af omsætningsandelen fremadrettet.

Regnskabsår	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Term.
EBIT-margin	2,7%	1,5%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Tabel 22 - EBIT-margin. Egen tilvirkning

5.2.4 Estimering af den effektive skatteprocent

Folketinget har som led i deres vækstpakke vedtaget at nedsætte den nuværende selskabsskatteprocent gradvist fra 25% til 22% i perioden 2014 til 2016¹⁵⁰. I 2014 vil selskabsskatten udgøre 24,5%, for 2015 23,5%, hvorefter den fra 2016 og fremefter vil udgøre 22%.

BC har haft en effektiv skatteprocent liggende på mellem 18 og 37% gennem de seneste fire år. Forskellen mellem den effektive og den marginale skatteprocent har primært ligget i værdireguleringen på deres skatteaktiver i de seneste tre år.

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Driftsoverskud fra salg før skat	81.553	2.973	20.551	36.802	40.151	27.544
Skat på driftsoverskud fra salg	16.286	-2.758	3.742	9.721	14.843	7.457
Effektiv skatteprocent	20,0%	-92,8%	18,2%	26,4%	37,0%	27,1%

Tabel 23 - Effektiv skatteprocent. Egen tilvirkning

Der vælges at tage udgangspunkt i den effektive skatteprocent i de seneste tre år som i gennemsnit har ligget på 30%, udtryk for at reguleringerne også må forventes i fremtiden. Imellem 2014 og 2016 vil den blive nedsat med samme sats som den marginale, således at den i regnskabsåret 16/17 vil udgøre 27%. Dermed antages det at BC vil være i stand til at udnytte skatteskjoldet fuldt ud, grundet at rente-omkostningerne fremadrettet må antages ikke at overstige det nuværende niveau væsentligt. Samtidig antages det, at det endelige resultat vil være stort nok til at kunne modregnes i denne værdi.

5.2.5 Andet driftsoverskud

Der er under reformuleringen af BCs resultatopgørelse ikke fundet poster, der kan relatere sig til andet permanent driftsoverskud fra salg. Dog har der været usædvanlige driftsposter grundet omstruktureringssomkostninger og nedskrivninger. Ledelsen har planer om enkelte restruktureringer, der skal føre til besparelser i kapacitetsomkostningerne, hvilket vil medføre engangsomkostninger på ca. 5 mio. kr. i de næste to regnskabsår, som der vælges at tages højde for i budgetteringen.

¹⁵⁰ http://www.pwc.dk/da_DK/dk/nyt/finance/regnskab/assets/regnskabsmassig-behandling-ll-juni2013.pdf

5.2.6 Finansiel gearing

For at kunne strukturere det samlede budget for BC, vil den finansielle gearing, samt efter-skat lånerenten ligeledes blive budgetteret. Det blev vist i afsnit 4.4.2, at BCs finansielle gearing er faldet væsentligt gennem analyseperioden:

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Finansiel gearing	0,69	1,00	0,91	0,50	0,38	0,26

Eftersom at ledelsen har et ønske om at holde den nuværende soliditetsgrad, antages det, at de seneste to år vil give et retvisende billede for, hvordan den langsigtede finansielle gearing vil udarte sig. Et gennemsnit af de seneste to år giver en finansiel gearing på 0,32.

5.2.7 Efter-skat lånerenten

Til at budgettere den fremtidige lånerente tages der udgangspunkt i de seneste års historiske core lånerente:

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	-7.584	-8.279	-4.875	-1.776	15	744
Gns. Netto finansielle forpligtelser	137.142	173.363	153.030	96.714	82.681	60.310
r	5,5%	4,8%	3,2%	1,8%	0,0%	-1,2%

Tabel 24 - Budgettering af efter-skat lånerenten. Egen tilvirkning

I de seneste to år har BC haft *core finansielle indtægter* i stedet for omkostninger. Renteindtægterne har været stabile i hele analyseperioden, med en lille stigning til sidst, mens at renteomkostninger er faldet gennem hele perioden, grundet BCs fokus på at forbedre soliditetsgraden. Både indtægterne og omkostningerne ser ud til at have fundet et nogenlunde stabilt niveau i de seneste tre år, og der budgetteres derfor med en lånerente efter skat på 1,2% som en sammenvejning af de seneste års lånerenter.

Ud fra ovenstående value drivere kan de finansielle opgørelser for basisbudgettet udledes, som vil være at finde i bilag 33.

6 Værdiansættelse

6.1 Valg af værdiansættelsesmodel

Der findes et stort udbud af værdiansættelsesmodeller, der kan benyttes til at værdiansætte markedsværdien af en virksomheds egenkapital, se f.eks. Plenborg og Petersen (2009). Denne afhandling vil dog i selve fundamentalanalysen udelukkende fokusere på de såkaldt kapitalværdibaserede modeller, da andre modeller vurderes for simple eller komplekse til dette formål.

Værdiansættelsen af BCs egenkapital vil blive foretaget ved hjælp af EVA-modellen. I principippet bør alle kapitalværdibaserede modeller nå frem til det samme værdiestimat, da de alle kan udledes ud fra den generelle dividendemodell. EVA-modellen foretrækkes dog frem for den populære DCF-modell, da modellen i højere grad fokuserer på værdiskabelsen før terminalperioden (frem for den spekulative fremtid, se Sørensen (2008)), og samtidig vil kunne give et eksplisit svar på, om BC vil være i stand til at skabe et merafkast (overnormalt overskud) til sine aktionærer og kreditorer. EVA-modellen deler værdiansættelsen op i en budget- og terminalperiode, og antager at kapitalomkostninger kan ændre sig for at afspejle ændringer i virksomhedens fremtidige kapitalstruktur (Plenborg et. al, 2003):

$$V_t^{IK} = IK_t + \sum_{\tau=1}^T \frac{EVA_{t+\tau}}{\prod_{j=1}^{\tau} (1 + WACC_{t+j})} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{j=1}^T (1 + WACC_{t+j})} \quad (6.1)$$

6.2 Fastlæggelse af kapitalomkostningen

Som det fremgår af EVA-modellen, skal de fremtidige merafkast tilbagediskonteres med en kalkulationsrente, der afspejler både ejernes og långivernes afkastkrav. Den generelle model, til at beregne afkastkravet, er et vægtet gennemsnit af alle de finansieringstyper, som BC benytter sig af. I BCs tilfælde vil dette være egen- og fremmedkapital:

$$WACC = \left(\frac{D}{D+E} \right) \cdot r_g \cdot (1 - t_c) + \left(\frac{E}{D+E} \right) \cdot r_e \quad (6.2)$$

Ved beregning af BCs vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger skal benyttes markedsværdier ved udregningen af henholdsvis egenkapital- og gældsandelen.

Samtidig skal der tages hensyn til at renteomkostningerne er fradragsberettiget. Der opstår dog umiddelbart et cirkulært problem ved at benytte markedsværdien af egenkapital, da det i sidste ende er denne, der forsøges estimeret. Der vil i stedet tages udgangspunkt i at estimere BCs optimale langsigtede *target kapitalstruktur* (Plenborg og Petersen, 2005). Dette vil også lette problemet med at skulle tage højde for ændringer i den fremtidige kapitalstruktur, som i øvrigt kun vil have væsentlig indflydelse på den fundne værdi, hvis der sker betydelige ændringer i kapitalstrukturen fremadrettet (Plenborg og Petersen, 2003).

BCs *target kapitalstruktur* kan fastlægges både ved at undersøge ledelsens fremtidige planer omkring virksomhedens kapitalstruktur, samt at undersøge kapitalstrukturen i sammenlignelige virksomheder. I nedenstående tabel er vist udviklingen i BCs historiske kapitalstruktur udtrykt i bogførte og markedsværdier¹⁵¹

(DKK t.kr.)	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Markedsværdi af egenkapital (MVE)	767.240	176.068	604.918	481.137	316.985	313.436
Bogført værdi af egenkapital (BVE)	198.733	147.289	187.698	202.376	228.053	231.324
Markedsværdi af NFF	137.142	209.583	96.477	96.951	68.411	52.209
Enterprise Value (EV)	904.382	385.651	701.395	578.088	385.395	365.645
MVE/EV	84,8%	45,7%	86,2%	83,2%	82,2%	85,7%
BVE/BV	59,2%	41,3%	66,1%	67,6%	76,9%	81,6%
NFF/EV	15,2%	54,3%	13,8%	16,8%	17,8%	14,3%

Tabel 25 - Kapitalstruktur. Egen tilvirkning

De seneste fire år har BC haft en forholdsvis stabil kapitalstruktur, hvor markedsværdien af egenkapitalen har udgjort mellem 82% og 86% af Enterprise Value. Vurderes kapitalstrukturen ud fra bogførte værdier, ligger den i 12/13 på 82%. Begge metoder giver udtryk for at BC har en lav gældsandel. Da ledelsen har et ønske om at fastholde virksomhedens nuværende soliditetsgrad (40-50%), forventes der ikke større strukturelle ændringer i virksomheden fremover. Ser man på kapitalstrukturen ud fra sammenlignelige selskaber vidner det også om et billede af en branche med en lav gældsandel¹⁵².

	Gældsandel (NFF/EV)
Natuzzi	-16%
Poltrona Frau	30,0%
Damadoran	14%

Tabel 26 - Gældsandel Egen tilvirkning

Gennemsnittet for gældsandelen hos branchen ligger på omkring 10%. Sammenlignes dette med BCs nuværende ønske om at holde deres kapitalstruktur stabil, fastlægges *target kapitalstrukturen* således, at gældsandelen for BC vil svare til 15%. Det sker som en afvejning af BCs nuværende kapitalstruktur, samt at branchen i gennemsnit har den samme tendens til at holde et lavt gældsniveau.

¹⁵¹ Det antages at den bogførte værdi af NFF svarer til markedsværdien.

¹⁵² Damadoran: Estimat over gældsandelen i 'Home furnishings' industrien. Analysen er foretaget af Damodaran, A (Plenborg et al., (2006)). Se bilag 32 for udregning.

6.2.1 Estimering af aktionærernes afkastkrav

Størstedelen af værdiansættelseslitteraturen anbefaler at man benytter Capital Asset Pricing-modellen (CAPM) til at fastlægge ejerafkastkravet.

$$\begin{aligned} E(R_i) &= r_f + \left[\frac{\text{Cov}(r_i, r_{mkt})}{\text{Var}(r_{mkt})} \right] [E(r_{mkt}) - r_f] + \text{illikviditetstillæg} \\ &= r_f + \beta_{imkt} [E(r_{mkt}) - r_f] + \text{illikviditetstillæg} \end{aligned} \quad (6.3)$$

Første led i ejerafkastkravet udgøres af **den risikofrie rente**, som i teorien er det afkast som et aktiv uden konkursrisiko med sikkerhed vil give. I praksis benyttes som ofte den effektive rente på en statsobligation, der har en varighed på ca. 10 år. Ifølge statistikbanken.dk var den gennemsnitlige obligationsrente i april 2013 1,32%.

Andet led udgøres af variansen mellem afkastet på markedsporteføljen og BCs B-aktie, betegnet **beta**. BCs historiske beta kan estimeres ved at foretage en statistisk regressionsanalyse, der finder hældningen på *best fitting line* mellem observationerne. Small-cap indekset vil i dette tilfælde udgøre den teoretiske markedsportefølje. Perioden, hvorpå variansen bliver undersøgt, vil spænde fra 60, 36 og til 24 måneder. 60 mdr. perioden vil benytte data med månedsintervaller, og de øvrige vil benytte data med ugentlige intervaller, efter anbefalingen i Berk (2009). Data til udledningen kan ses i bilag 30.

	60 mdr - Månedsbasis	36 mdr - Ugebasis	24 mdr - Ugebasis
Beta	2,05	0,77	0,84
R ²	0,60	0,06	0,07

Tabel 27 - Betaestimater. Egen tilvirkning

Som det kan ses, er værdiestimatet af den historiske beta forbundet med stor usikkerhed, an på hvordan man anvender datasættet. An på hvilken periode man analyserer, ligger BCs beta i området 2,05 til 0,77. Der er ligeledes stor variation i forklaringsgraden, der umiddelbart kan tolkes som, at kun en mindre del af volatiliteten i aktien stammer fra bevægelser i markedsporteføljen. Som supplement til vurderingen af BCs beta, er der derfor foretaget en sammenligning af peer-gruppens ugearede beta-værdier. Peer-gruppens gennemsnitlige ugearede beta-værdi giver 0,99, som gearet til BCs kapitalstruktur giver en beta på 1,17¹⁵³, set over en analyseperiode på fem år. Dette trækker i retning af en beta-værdi i den lavere ende. Beta målt på 60 mdr. viser dog at BC aktier er betydelig følsom overfor pludselige konjunkturændringer. Grundet den lave forklaringsgrad ved 24 og 36 mdr., vælges der at tillægge 60 mdr. større vægt, også set i lyset af hvor konjunkturfølsom aktien er, jf. analysen af den driftsmæssige risiko, samt analysen af den historiske kursudvikling i kapitel 2. Det må derfor antages at beta ligger et pænt stykke over én. Sammendrages resultaterne fra konkurrenterne og regressionsanalySEN, vurderes BCs beta-værdi i første omgang at ligge på 1,6. I stedet vil følsom-

¹⁵³ Jf. bilag 32

hedsanalysen i afsnit 6.5 fokusere på, hvor følsom værdiestimatet er, når andre beta-estimater inddrages i analysen.

Til at bestemme **markedets risikopræmie** antager flere kilder, at denne kan fastlægges til at ligge mellem 4-6%. En undersøgelse foretaget af PwCs (2010), anbefaler en risikopræmie på 4,9%. Plenborg (2009) og Fernandez (2009b) finder at den gennemsnitlige risikopræmie i Europa lå på 5% i 2008/2009, og en nyere undersøgelse (Fernandez m.fl., 2011, Sørensen 2012), har kortlagt at investorerne på det danske aktiemarked benytter en markedsrisikopræmie på 5,4%. Risikopræmien sættes derfor til 5,4%, som et estimat på de danske forhold.

Som det blev nævnt i kapitel 2, er der flere eksempler på at BCs aktie må betegnes som værende illikvid. Eksterne aktionærer vil typisk også kræve et tillæg til ejerafkastkravet (ejerskabskontroltillæg), eftersom at familien reelt set har total råderet over beslutningsprocessen i virksomheden qua deres A-aktier (målt på stemmeantal). Estimering af beta ved hjælp af regressionsmetoden, vil ikke tage højde for den lave markedsomsætning, og der vil derfor blive tillagt et **illikviditets-tillæg** oveni den fundne egenkapitalomkostning. Tillæggets størrelse antages at variere med markedsværdien på aktien (FSR, 2002). Kursen for B-aktien har siden starten af 2013 ligget mellem 94 og 114 DKK, hvilket giver en markedsværdi mellem 246 mio. og 299 mio. kr. for B-aktien. Dette svarer til et likviditetstilfælde hen imod 3% for også at tage højde for et evt. ejerskabskontroltillæg.

Ejerafkastkravet kan nu opgøres ved at indsætte data ind i ligning 6.3:

$$r_e = 1,32\% + 1,6 \cdot (5,4\%) \Rightarrow r_e = 12,96\%$$

6.2.2 Estimering af fremmedkapitalomkostningerne

BCs fremmedkapitalomkostninger beregnes på et efter-skat niveau, da man ved udregningen af de vejede gennemsnitsomkostninger, skal tage hensyn til at BC på selskabsniveau kan få fradrag for renter. Afkastkravet til fremmedkapitalen kan beregnes ud fra følgende formel:

$$r_g = (r_f + kreditrisikopræmie)(1 - t_c) \quad (6.4)$$

Ligesom ved udregningen af afkastkravet til ejerne, udgøres afkastkravet til fremmedkapitalen af afkastkravet for en risikofri investering samt en kreditrisikopræmie, der afhænger af virksomhedens kreditrating. Det har dog ikke været muligt at finde en rating på BC fra nogle af de større kreditvurderingsselskaber.

Plenborg m.fl. (2006) foreskriver at man kan benytte virksomhedens effektive lånerente til at estimere lånerenten. Dette kan gøres ved at beregne lånerente ud fra renteomkostningen i procent af den rentebærende gæld. I løbet af 2012/13 regnskabsåret var der renteomkostninger for 3.651 t. kr., mens den rentebærende gæld

på balancedagen d. 30 april 2012 var 86,8 mio. kr.¹⁵⁴. Dette giver en før-skat lånerente på 4,2%.

For at få afkastkravet på efter-skat niveau multipliceres lånerenten med den **marginale selskabsskat**, hvor udgangspunktet er den danske selskabsskatteprocent. Selvom BCs effektive skatteprocent afviger fra denne, fastholder Plenborg og Petersen (2009), at man alligevel benytter den gældende selskabsskatteprocent ved udregningen. Eftersom at den nuværende selskabsskatteprocent vil blive gradvist nedsat fra 2014 til 2016 sættes den *langsigtede* marginale selskabsskat til 22 %. Nedstillingen af skatteprocenten vil i øvrigt have minimal indvirkning i beregningen af den samlede WACC.

Fremmedkapitalomkostningerne efter skat kan opgøres til:

$$r_g = (4,2\%) \cdot (1 - 0,22\%) \Rightarrow r_g = 3,276\%$$

Sammenlignes dette med hvad BC vejede effektive lånerente har været i de seneste tre år er der god konsensus, da den har ligget på mellem 3,1% og 2,9%¹⁵⁵.

6.2.3 Estimering af vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

De vejede gns. kapitalomkostninger kan nu findes, ved at indsætte de estimerede kapitalomkostninger og kapitalvægte ind i ligning 6.2:

$$WACC = (0,15) \cdot 4,2\% \cdot (1 - 0,22\%) + (0,85) \cdot 12,96\% \Rightarrow 11,51\%$$

6.3 Værdien af BoConcepts aktiekurs

BCs aktiekurs vil blive vurderet ud fra de tre nedenstående scenarier. Det antages at residualoverskuddene bliver genereret i løbet af årene, hvorfor Enterprise Value (EV) justeres ved hjælp af det såkaldte mid-year-adjustment (PwC, 2010)¹⁵⁶. Da BC har en beholdning på 12.700 egne aktier, vil det kun være antal *udestående* aktier, der vil blive benyttet i udregningen af værdien per aktie (Sørensen, 2009). Da BC både har A- og B-aktier udstedt, antages det, at begge aktieklasser har samme kursværdi. BC antager selv dette i udregningen af markedsprisen på familiens aktiebeholdning (se f.eks. årsrapport 12/13 side 43).

¹⁵⁴ Der tages udgangspunkt i hvad den rentebærende gæld var ved regnskabsårets afslutning 11/12, da dette er hvad BC har skulle betale rente af i løbet af 12/13.

¹⁵⁵ Det antages at den effektive rente som BC rapporterer i noterne er på efter-skat basis

¹⁵⁶ EVA_1 tilbagediskonteres med tidsperioden 0,5 (et halvt år), EVA_2 med 1,5 og så fremdeles.

6.3.1 Værdiestimat med udgangspunkt i basisbudgettet

Udregningen af BC aktiekurs ud fra basisbudgettet i kapitel 5 kan ses af nedenstående tabel 28. Budgettet kan i sin helhed findes i bilag 33.

(t. DKK)	Budgetperiode										Term.
	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E	19/20E	20/21E	21/22E	22/23E	
Nutidsværdi af EVA	-23.821	-20.641	-9.497	-2.649	3.075	8.270	10.557	12.492	11.688	10.864	131.497
Nettodriftsaktiver (NDA), primo	283.533										
PV EVA t.o.m 22/23		339									
PV af Terminalværdi			131.497								
Enterprise Value (EV)				415.369							
Justeret midtårsdiskontering (EV)					438.623						
Markedsværdi af NFF						52.209					
Værdi af egenkapital							386.414				
Værdi per aktie (2.862.119 stk.)								135	DKK		

Tabel 28 - Aktiekurs, Basisbudget. Egen tilvirkning

Hovedkonklusionerne fra budgettet: CARG omsætning (2013-23): 4,21% og en EBIT-margin på 7% i terminalperioden. Basisbudgettet estimerer BCs aktiekurs til at have en værdi på 135 DKK d. 26 juni 2013. Sammenlignes dette med markeds kurserne på 94 DKK den selv samme dato, må aktien betegnes som værende under vurderet i markedet. Spørgsmålet om hvorvidt BC fremadrettet formår at skabe vækst til sine aktionærer kan vurderes ved at kigge på de residualoverskud, de har udsigt til jf. basisbudgettet i bilag 33. Her skal man hen til regnskabsåret 16/17, før end at BC formår at skabe et positivt residualoverskud på 1.689 t. DKK. Aktionærerne har altså nogle usikre år i vente, før end at der er udsigt til vækst og egentlig værdiskabelse.

6.3.2 Værdiestimat med udgangspunkt i best-case budgettet

I best-case scenariet antages det, at omsætningen vil vokse, primært som følge af at BC i højere grad vil få succes med at finde egnede franchisetagere og forbedre pipelinen. Især vil BCs fokus på at udvide butiksnettet i Asien, føre til øgede afsætningsmuligheder i regionen og betyde at high-margin salget hurtigere implementeres i same-store-sales. Det vil ligeledes føre til at indtjeningsmarginerne stiger. Det antages at BC vil have større succes med at differentiere sig på det asiatiske og latinamerikanske marked, hvor produktlanceringerne og markedsføringen som et dansk brand vil være et væsentlig bidrag til dette. BC vil herigennem i større grad kunne udnytte de vækstmuligheder som det asiatiske marked undergår, og som de selv har store forventninger til, efter at de har overtaget masterrettighederne til det kinesiske marked. I dette scenario vil BC nå tættere på sit mål om at åbne 100 butikker i Kina inden for budgetperioden.

Selvom der ikke særlig positive forecast at spore i den Vesteuropæiske økonomi, antages det at BC i højere grad vil være i stand til at mindske omsætningsnedgangen på det franske og sydeuropæiske marked, via butiksåbninger i Tyskland og Rusland. Men som den strategiske analyse også viste, vil det kun være marginale ændringer, det vil kunne medføre på det pressede europæiske marked.

Overordnet set vil den forbedrede pipeline på verdensplan betyde, at antallet af butikker udbygges, hvilket fører til en yderligere forbedring i forholdet mellem omsætningen og distributionsomkostningerne. Udsigten til en forbedret pipeline betyder at investeringen i anlægsaktiver falder, da behovet for egne butikker mindskes. Samtidig forventes arbejdskapitalen at falde en smule grundet bedre håndtering af tilgodehavender, og større held med at outsource lageraktiviteten.

Det samlede budget for best-case scenariet findes i bilag 34. Hovedkonklusionerne fra budgettet: CARG omsætning (2013-23): 5,52% og en EBIT-margin på 9% i terminalperioden. I budgettet er kapitalomkostninger og growth rate fra basisscenariet holdt konstant, hvilket giver en aktiekurs på 223 DKK. I forhold til basisbudgettet formår BC i højere grad at udnytte vækstmulighederne i Asien via udvidelse af deres pipeline. Sammen med usikkerheden vedr. det europæiske marked, synes det umiddelbart at være en af de væsentligste faktorer som aktiemarkedet undervurderer BC på i hvert fald set i forhold til basisbudgettet.

6.3.3 Værdiestimat med udgangspunkt i worst-case budgettet

Som det fremgik af den strategiske analyse, stiller adskillige analyser og forecast sig kritisk overfor udviklingen i Europas økonomi. Det gælder for så vidt også den amerikanske, hvor usikkerhedsmomenter relaterer sig til fremtidige reformer og håndtering af deres budgetunderskud. "...the reinstatement of certain payroll taxes may dampen consumer confidence and discretionary incomes enough to continue delaying such purchases [furniture]"¹⁵⁷. Et af BCs andre større hovedmarkeder Japan ser ligeledes ud til at blive ramt af finanspolitiske tiltag i de kommende år.

I dette scenarie forventes det, at flere landes økonomier vil trække sig yderligere sammen, hvilket vil efterlade svære forretningsbetingelser for BC. Det gælder især Frankrig, UK og Sydeuropa, der står for cirka 25% af BCs omsætning, og væksten i USA vurderes at blive tæt på 0%. De forværrede afsætningsmuligheder vil også påvirke pipelinen. Grundet at flere franchisetagere må indlevere konkursbegæring i Europa, vil der ses en yderligere reduktion i både pipelinen og antallet af brand stores i forhold til basisscenariet. Det vil ligeledes have en negativ påvirkning på omsætningsniveauet, og i worst-case vil Europas markeder have en ikke uvæsentlig betydning for et større lav-margin salg, og lavere i same-store-sale. Konkurrencen fra de omkostningsminimerende producenter vil vinde større indpas, eftersom at der vil være stigende efterspørgsel på substituerende produkter.

Ligeledes kan det frygtes, at det vil tage længere tid at udvikle pipelinen i Asien, alt imens at konkurrenterne i større grad vil være i stand til at sætte sig på markedsandelene. Behovet for investering i flere egne butikker, vil føre til en øget stigning i anlægskapitalen, og det må antages, at BC må hæve deres finansielle gearing en smule for at følge med denne ekspansion, under hensyntagen til deres likvide midler. I dette scenarie antages det ligeledes, at der kan forekomme stigende produktionsomkostninger, som følge af at lønomkostningerne hos BCs leverandører stiger, jf. afsnit 3.2.4.

Det samlet budget for worst-case scenariet findes i bilag 35. Hovedkonklusionerne fra budgettet: CARG omsætning (2013-23): 3,0% og en EBIT-margin på 5%

¹⁵⁷ (Euromonitor International) - April 2013

i terminalperioden. Ud fra dette budget vurderes aktiekursen til at have en værdi på 54 DKK.

6.4 Multipelanalyse

Til at verificere værdien af BCs aktiekurs fundet via fundamentalanalysen benyttes tre multiple til at komme med et samlet estimat på BCs aktiekurs. De forskellige prismultiple er baseret på deres markedsværdier pr. 26.06.13.

(t. DKK)	Nettoomsætning	EBITDA	Bogført værdi af egenkapitalen	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B
Natuzzi	3.497.576	57.069	2.192.934	665.656	0,19	11,66	0,30
Poltrona	1.779.188	130.856	530.227	1.410.611	0,79	10,78	2,66
Gns. multiple for sammenlignelige virksomheder							
Nettoomsætning	0,49	1.026.133	504.426				
EBITDA	11,22	64.260	721.124				
Bogført værdi	1,48	231.324	342.815				
Gns. af værdier			522.788				
Udestående aktier			2.862.119				
Værdi per aktie			183				

Tabel 29 - Multipleanalyse. Egen tilvirkning

Multipelanlysen vurderer BC aktiekurs til at ligge på 183 DKK. Sammenholdt med basisscenariet på 135 DKK, og markedskurserne på 94 DKK, indikerer det et stærkt køb af BCs aktie. Det skal dog nævnes, at selvom peer gruppen ligger inde for samme branche, har det været svært at finde sammenligne børsnoterede møbelkæder, hvis forretningsmodel ligger op ad BCs. Peer-gruppens forretningsmodeller kan ikke siges at være 100% identisk med BCs, både som følge af at de varetager en større del af produktionen selv, samt at Poltrona Fraus forretningsområde også involverer produktion af møbler og interiør til erhvervslivet.

6.5 Følsomhedsanalyse

Basisbudgettet bygger på flere antagelser vedr. bl.a. aktionærernes afkastkrav og hvorledes væksten i terminalperioden kan tænkes at udvikle sig. Ligeledes er flere af value driverne i budgettet forbundet med stor usikkerhed, som f.eks. EBIT-marginen.

Nedenstående matrixer illustrerer hvorledes aktiekursen, vurderet ud fra basis-budgettet, ændrer sig som følge af ændring i WACC'en, growth rate g samt EBIT-margin. En WACC på 7,8% svarer til at BCs aktie har en beta-værdi på 0,8, mens en WACC på 14,3% svarer til en beta-værdi på 2,2:

	g - growth rate								g - growth rate							
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	
WACC %	7,8	206	215	224	236	251	269	293	-1,5%	77	78	80	81	82	84	86
	8,8	180	186	192	199	208	219	233	-1,0%	94	96	97	99	101	103	106
	9,7	160	164	169	174	180	187	196	-0,5%	111	113	115	117	119	122	125
	10,6	143	146	149	153	157	162	168	0,0%	128	130	132	135	138	141	145
	11,5	128	130	132	135	138	142	145	0,5%	145	147	150	153	157	161	165
	12,4	114	116	118	119	122	124	123	1,0%	161	164	168	171	175	180	185
	13,3	101	103	104	105	107	109	111	1,5%	178	181	185	189	194	199	205

Tabel 30 - Følsomhedsanalyse (WACC, g) Egen tilvirkning

Tabel 31 - Følsomhedsanalyse (EBIT, g) Egen tilvirkning

Givet den store usikkerhed der er forbundet med estimeringen af ejerafkastkravet, som afsnit 6.2.1. pointerede, må aktiekursen for basisscenariet, derfor tages med forbehold. Var der f.eks. i stedet benyttet en beta-værdi på 0,8 til udregningen af ejerafkastkravet (svarende til en WACC på 7,8%), og en growth rate på 4,5% ville aktiekursen i stedet ligge på 293 DKK. I bilag 31 er der vist et sammendrag af forskellige investeringssiders estimerer af BCs beta. Her svinger beta-værdierne mellem 0,7 og 1,68. Beta må derfor siges at være forbundet med høj grad af skøn, lige-som EBIT-marginen vil være vanskelig at vurdere 10 år fremme i budgetperioden. Det hele afhænger af BCs evne til at udnytte sine logistikforbedringer, og distributionsnetværk gennem et øgede antal brand stores. Det kan ses af tabel 31 at en ændring på bare +/- 1,5% i EBIT-margin kan få aktiekursen til at stige eller falde med 40%.

7 Konklusion

Formålet med denne afhandling har været at vurdere markedsværdien af BoConcept Holdings A/S' B-aktie d. 26 juni 2013, samt hvorvidt BCs vækststrategi fremadrettet menes at kunne skabe værdi for dens aktionærer.

Den strategiske analyse fandt frem til flere usikkerhedsmomenter forbundet med BCs fremtidige indtjeningsmuligheder. De største risici relaterer sig til konjunkturudviklingen i Europa, og om hvorvidt BC formår at udbygge deres franchisekæde på vækstmarkederne i Asien og Latinamerika. Selvom BC må siges at gå en usikker tid i møde, synes aktien alligevel at være prissat for lavt i markedet.

BCs B-aktie blev vurderet ud fra i alt 3 scenarier, hvor basisscenariet fandt aktien til at have en fundamental værdi på 135 DKK, hvilket er et stykke over markedskurserne på 94 DKK d. 26 juni 2013. Best-case scenariet vurderede aktien til 223 DKK, mens worst-case scenariet vurderede den til 54 DKK. Det kan ses at markedskurserne ligger tættere på worst-case scenariet end denne afhandlings basis-scenarie, hvilket indikerer et stærkt køb. Multipelanalysen fandt ligeledes at BC bør handles til en kurs på 183 DKK, omend kvaliteten af analysen var væsentlig forsimplet.

Markedet ser ud til enten at undervurdere vækstmulighederne i Asien, eller forværre de økonomiske problemer i Europa ud over rimelighed. Selvom regnskabsanalysen viste at BC på det seneste har haft nogle problemer med pipelinen, vurderes det alligevel, at BC i løbet af nogle år vil opleve væsentlig større fremgang på vækstmarkederne end hvad tilfældet er i dag, hvilket vil kompensere for den lave vækst i de europæiske lande. BC er i gang med at skabe fundamentet til fremtidig vækst, og frem for at fokusere på deres hjemmemarked i Europa vurderes deres ekspansive vækststrategi på BRIK-markederne, at kunne skabe værdi til aktionærerne på lidt længere sigt. Ifølge basisbudgettet vil BC i 16/17 formå at skabe et positivt residualoverskud til ejerne, og selvom analysen af BCs driftsmæssige risiko i regnskabsanalysen pointerede, at en investering i BC-aktien vil være risikofyldt, synes opsidens i best-case scenariet at være større det potentielle worst-case scenario, i hvert fald set i forhold til den nuværende markedskurs. Er aktionærerne tålmodige, vurderes det, at det asiatiske og latinamerikanske marked stille og roligt vil overtage en større del af omsætningen og herigenem forbedre EBIT-marginen, med lavere driftsmæssig risiko til følge.

8 Litteraturliste

Bøger

Andersen Ib, (2008) Den skinbarlige virkelighed - vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne. Frederiksberg: Samfunds litteratur, 4. udgave.

Berk, DeMarzo (2010) Corporate Finance. Pearson, Second Edition.

Elling, Jens O. (2010) Finansiel rapportering - teori og regulering. Frederiksberg: Gjellerup, 2. udgave.

Hollesen, Svend (2007) Global Marketing - A decision-oriented approach. Prentice Hall. 4th Edition.

Koller, et al. (2005) Valuation, measuring and managing the value of companies. John Wiley & Sons, Inc. (Online adgang via CBS bibliotek)

Plenborg T., Petersen C. (2005). Regnskabsanalyse for beslutningstagere. Thomson, 1. udgave.

Plenborg T, Petersen C. (2012). Financial Statement Analysis. Pearson Longman, 2nd edition.

Schack, Bent (2009). Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse. København Ø. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 4. udgave.

Sørensen, Ole (2009) Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang. Dragør: Gjellerup, 3. udgave.

Sørensen, Ole (2012) Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang. Dragør: Gjellerup, 4. udgave.

Artikler

FSR Faglige Notater (2002). Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele. Rådgivningsudvalget, Nørhaven Book.

Petersen et al. (2006). Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? København. Ledelse & Erhvervsøkonomi.

Plenborg, Thomas (2000). Værdiansættelse i praksis - ud fra henholdsvis DDM, RI- og DCF modellen. København. Revisions og Regnskabsvæsen

Plenborg et al. (2003). Implementering og anvendelse af kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller i praksis. Finans/Invest (3/03).

Plenborg et al. (2006). Anvendelse af DCF-modellen i praksis.

Plenborg, Thomas (2000). Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede DFC-model? København. Revisions og Regnskabsvæsen

Plenborg T, Petersen C (2003). Værdiansættelse - Et overblik over modeller til værdiansættelse. København: Revision og Regnskabsvæsen.

Sørensen, Ole (2008). Værdiansættelse i teori og praksis - håndtering af vækst. København. Revision og Regnskabsvæsen.

Madsen A., Hartzberg M. (2010). Prisfastsættelse på aktiemarkedet. PricewaterhouseCoopers

Avisartikler:

Børsen:

"Flad udvikling i OMXC20", Børsen - 28.12.05

"BoConcept kan ikke leve op til tiden", RB Børsen - 30.11.06

"Møbelbranchen er bagud med e-handel", Børsen IT Innovation - 06.03.07.

Nordea: Likviditeten kan være tynd, RB Børsen - 11.09.09

"Kapitaludvidelse skal nedbringe gæld i BoConcept", Børsen - 18.09.09

"Danske detailkæder strømmer til Kina", Børsen - 26.11.09

"BoConcept satser på velhavende kinesere", Børsen - 29.09.11

"Bolia trodser møbelkrisen", Børsen - 01.02.12

"Konkurserne truer blandt danske møbelforhandlere", Børsen - 01.02.12

"Obama: Besparelser vil gøre ondt", Børsen - 01.03.13

"Kineserne vil hellere flashe et ur end en sofa", Børsen - 26.03.12

"Fritz Hansen i ny offensiv på markedet i Kina", Børsen - 26.03.12

"BoConcept/CEO: Hårdest ramt af udvikling i Frankrig", Børsen - 05.12.12

"BoConcept dykker 19 pct. efter regnskab", Børsen - 05.12.12

"Lars Larsen køber sig ind i Ilva og Idemøbler", Børsen - 18.03.13

Jyllands-Posten:

"Møbelkoncern med store ambitioner", Jyllands-posten - 02.01.06

"Portræt: Møbelkoncern med store ambitioner", Jyllands-Posten - 02.01.06

"En bemærkelsesværdig succeshistorie", Jyllands-Posten - 14.04.07

"Finanskrisen sætter møbelbranchen under pres", Jyllands-Posten - 09.10.08

"BoConcept satser i Kina", JyllandsPosten - 29.09.11

Furniture Today:

"Natuzzi closes one Brazil factory", Furniture Today - 30.06.08

"Natuzzi previews marketing, product initiatives", Furniture Today - 16.10.10

"Future's bright for upholstery." Furniture-Today 25.02.13

"U.S. leather producers offer options, quickly." Furniture-Today 25.02.13

The week suppliers:

"Natuzzi increases sales and reduces losses", The week suppliers - 04.06.10

"Factory relocation hurts Natuzzi in H1", The week suppliers - 07.10.11

"Cost control measures helps Natuzzi narrow losses", The week suppliers - 23.11.12

Wood-supply:

"Bolia buldrer fremad", Wood-supply - 08.08.12

"Møbelkoncern tror fortsat på fremgang", Wood-supply - 30.11.12

"100 butikker i Kina om 7-8 år", Wood-supply - 13.05.13

"BoConcept indtager endnu et marked", Wood-Supply - 21.05.12

Andre:

"Bolia vil vokse i hele Europa" - Berlingske - 27.05.12

"Her er efterårets boligmæsser" - Berlingske Bolig - 14.09.09

"BoConcept vil bo dyrt" - Erhvervsbladet - (21.10.06)

"Den grimme ælling blev til en svane", Erhvervsbladet - 09.05.07

- "Ilva tager kampen op med IKEA", Fyens Stiftende - 30.11.11
- "Fortjeneste fra aktiemarkedet bliver omsat i ny butik", Jydske Vestkysten - 08.12.07
- "Gang i møbelbranchen", Markedsføring - 21.03.06
- "BoConcept hyrer bureau til stort digitalt projekt", Medie - 04.02.13
- "Positive konjunkturer kan mangedoble kursen", Penge & Privatøkonomi - 03.07.12 - <http://penge.dk/article/153673-positive-konjunkturer-kan-mangedoble-kursten>
- "Europa trækker danske brands ned", Selskabsledelse - 01.01.13
- "Vi får intet forærende næste år", Ritzau - 26.06.13

Internetartikler:

- "BoConcept hårdt ramt af konjunkturfrygt", Aktienyt - 18.01.08
- "BoConcept som konjunkturindikator", Aktieugebrevet - 18.06.12
- "BoConcept: Lover indtjeningsfremgang og vækst", Direkt.dk 30.05.2006

Andre publikationer:

- "SIXTY - Urban Danish Design", BoConcept.dk - (2012), 1. udgave
- "Præsentation ved generalforsamling", BoConcept - 29.08.12 , slide 17
- "Globale scenarier - Verdensøkonomien 2013", Danske Bank Markets - 18.03.13
- "Global scenarier - Forår på vej", Danske Bank Markets - 04.12.12
- "Ugefokus: ECB signalerer lave renter i lang tid", Danske Bank Macro research - 08.03.13
- "Global Economy key issues in 2013", Economist intelligence unit (EUI) - 09.01.13
- "Country Report, Japan", Economist Intelligence Unit (EUI) - 20.02.13
- "Country Report, United Kingdom", Economist Intelligence Unit (EUI) - 05.03.13
- "US analysis", Economist Intelligence Unit (EUI) - 09.03.13
- "Furniture, household", Encyclopedia of global industries, Cengage Learning, 5 th edition - (2011)

"Home Furnishings in Brazil, Denmark, China, France, Germany, India, Italy, Russia, UK, Spain, Sweden, Japan, USA" - Euromonitor International (Passport) - (July 2012 - February 2013)

"Furniture and Homewares stores in the US" - Euromonitor International (Passport) - April 2013

"Home Furnishings: Category overview", Euromonitor International (Passport) - September 2012

"The end of the couch specialist: Multi-Category Strategy in Furniture and Homeware Stores", Euromonitor International - 09.01.13

"Furniture retailers turn to interactive websites to attract consumer spending", Euromonitor International - 21.02.12

"Urbanisation key factor in the nature of demand for Home and Garden products", Euromonitor International - 13.04.12

"Increased credit availability to boost some emerging markets", Euromonitor International - 2012 (a)

"Growth will come from emerging countries", Euromonitor International - 2012 (b)

"Made in DK 2050; BoConcepts internationaliseringsstrategi", Aarhus Handelshøjskole - 19.01.11

Årsrapporter:

BoConcept Holding A/S Årsrapporter 2006/07 - 2012/13

BoConcept generalforsamling præsentation 2007.

IDDesign A/S Årsrapporter 2009-2012

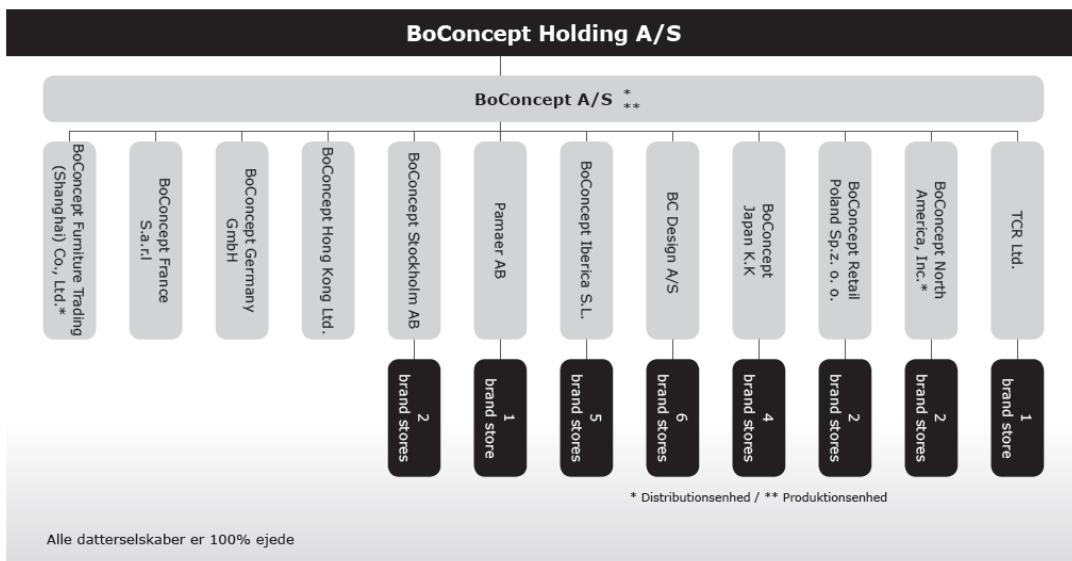
Natuzzi S.p.A. Årsrapporter 2006-2012

Poltrona Frau S.p.A. Årsrapporter 2006-2012

Bilag

Kapitel 2:

Bilag 1: Koncerndiagram (Årsrapport 12/13):

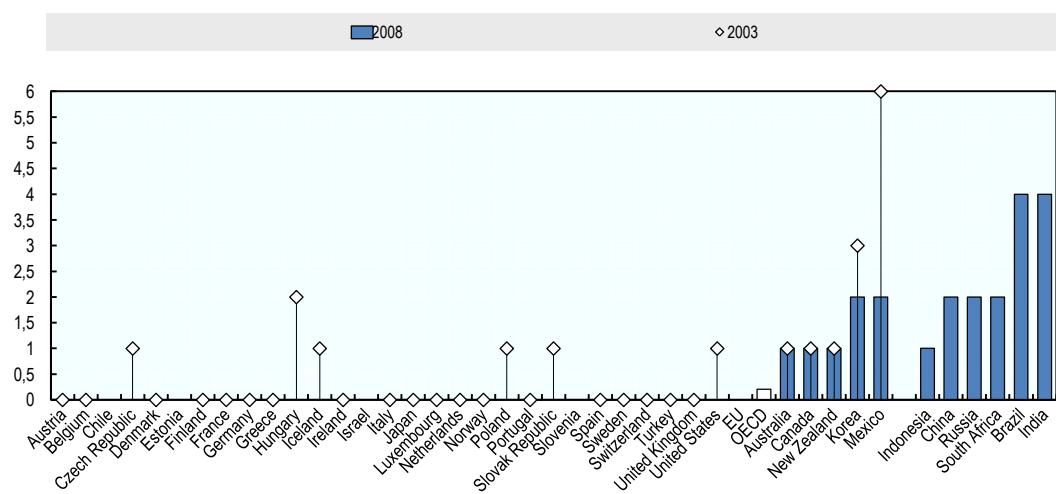


Kapitel 3:

Bilag 2: Importtold

(restrictiveness of external trade tariffs)

Index scale of 0-6 from least to most restrictive

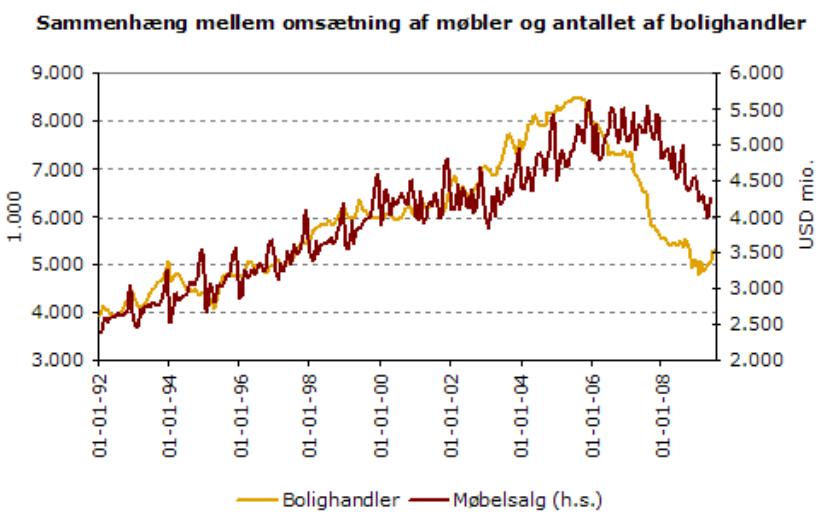


Bilag 3: Udvikling i BNP

Real GDP growth - Country Report Economist Intelligence Unit

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Frankrig	-0,2	-3,1	1,6	1,7	0	0	0,9	1,4	1,5	1,5
Tyskland	0,8	-5,1	4	3,1	0,9	0,7	1,6	1,3	1,3	1,4
Danmark	-0,8	-5,7	1,6	1,1	-0,4	0,8	1,4	1,7	1,9	1,8
UK	-1	-4	1,8	0,9	0,2	0,5	1,3	1,6	1	0,4
Spanien	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,6	0,4	1,1	1,2	1,2
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
USA	-0,3	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,1	2,4	2,3	2,3	2,4
Kina	9,6	9,2	10,4	9,3	7,8	8,5	7,8	7,7	7,3	6,5
Japan	-1,1	-5,5	4,7	-0,5	1,9	0,9	1,9	1,5	1	1,1
Latinamerika	3,9	-1,9	5,9	4,3	3	3,6	4	3,8	3,9	3,9
Rusland	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	3,3	3,9	4	4,1	4
Indien	3,9	8,2	9,6	6,9	5,2	6,5	7,3	7,3	7,5	7,5
BoConcept omsætning:	2007: 1.149,9	2008: 1.004,8	2009: 901,2	2010: 1.001,1	2011: 1.022,2	2012: 1.026,1	(mio. DKK)			

Bilag 4: Sammenhæng mellem møbelsalg og antal hushandler (USA)



<http://www.majinvest.com/Forside/Nyhedsbrev/Nyhedsbreve/NB016.aspx>

Bilag 5: Udvikling i huspriser på udvalgte hovedmarkeder (2007 - 2012)

	2010 = Indeks 100	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kina	72,6	91,4	94,0	100,0	101,3	101,1	
Indien	-	-	-	100,0	130,8	157,0	
Japan	91,7	98,3	96,2	100,0	98,1	97,4	
Rusland	90,1	107,9	101,9	100,0	104,3	115,0	
Argentina	57,0	67,7	84,4	100,0	119,8	143,3	
Brasilien	86,8	86,6	88,8	100,0	126,4	-	
USA	117,6	108,6	102,9	100,0	95,9	99,3	
Danmark	115,8	110,6	97,3	100,0	97,2	93,7	
Frankrig	101,5	102,4	95,1	100,0	105,9	105,5	
Tyskland	99,9	99,7	97,9	100,0	103,4	108,5	
Grækenland	107,7	109,3	104,6	100,0	94,5	83,3	
Italien	97,9	100,3	99,9	100,0	100,5	100,3	
Portugal	105,0	100,5	98,9	100,0	96,8	89,9	
Spanien	111,0	109,3	102,0	100,0	92,6	79,9	
Sverige	88,4	91,3	92,7	100,0	100,7	99,3	
Storbri.	109,4	102,1	94,5	100,0	99,8	98,9	

Kilde: Country Report Economist Intelligence Unit

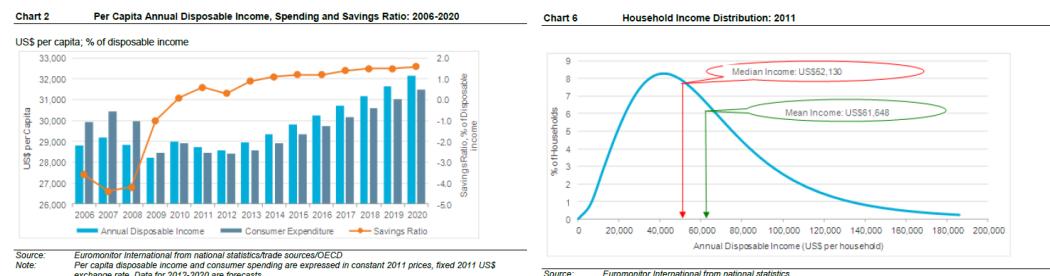
Bilag 6: Møbelforbrug pr. capita (DKK, fixes ex. rates)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	GARG
Brasilien	412	438	461	522	565	601	7,84%
Kina	160	187	205	236	271	299	13,00%
Frankrig	1.703	1.687	1.654	1.665	1.686	1.653	-0,59%
Tyskland	3.228	3.136	3.018	3.076	3.181	3.254	0,16%
Indien	29	33	36	40	44	48	10,32%
Italien	2.364	2.101	1.903	1.900	1.833	1.756	-5,77%
Japan	2.027	1.932	1.803	1.769	1.762	1.763	-2,75%
Mexico	314	306	297	279	273	291	-1,50%
Rusland	499	572	483	540	604	687	6,61%
Spanien	1.737	1.691	1.630	1.576	1.521	1.456	-3,47%
Sverige	2.922	2.948	2.943	2.968	2.909	2.866	-0,39%
UK	2.274	2.278	2.197	2.155	2.153	2.159	-1,03%
USA	2.394	2.223	2.022	2.040	2.081	2.148	-2,14%
Eastern Europe	374	412	383	409	440	480	5,13%
Western Europe	2.021	1.962	1.884	1.890	1.895	1.896	-1,27%
Latinamerica	276	286	300	314	331	354	5,11%
Asia	168	175	178	188	202	213	4,84%
Northamerica	2.404	2.256	2.052	2.072	2.114	2.177	-1,96%

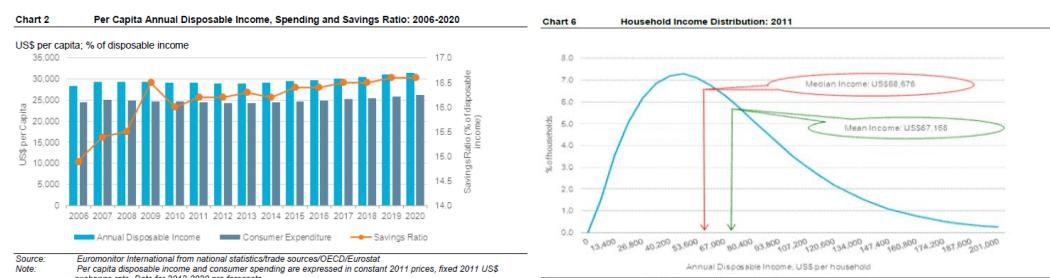
Kilde: Euromonitor International Dashboard (Home furnishings)

Bilag 7: Disponibel indkomst for udvalgte hovedmarkeder frem til 2020

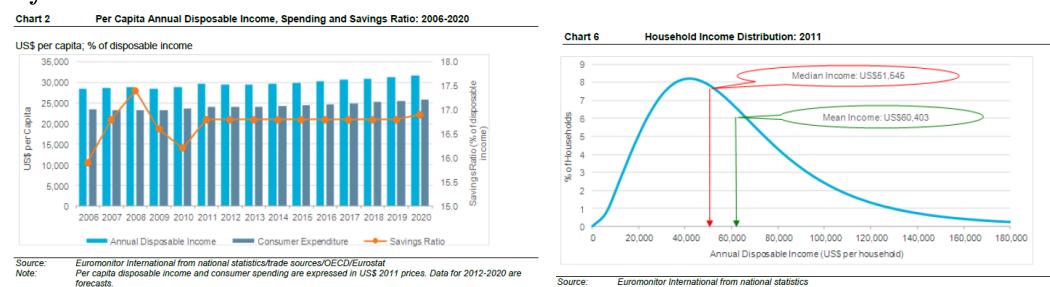
Danmark:



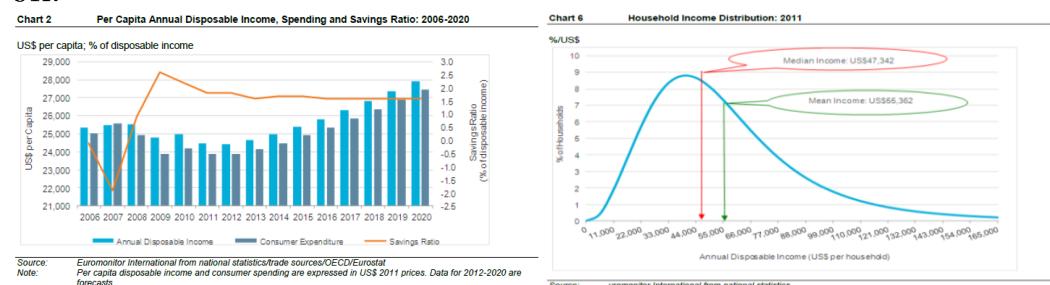
Frankrig:



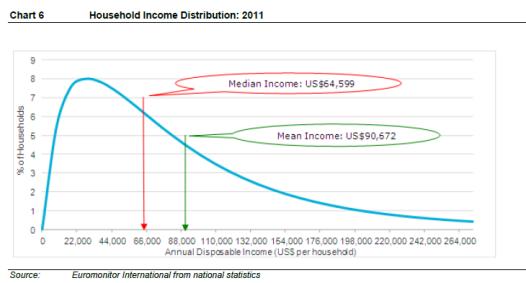
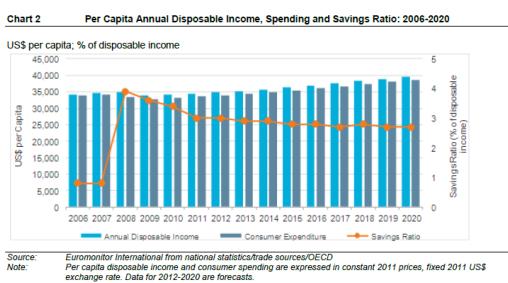
Tyskland:



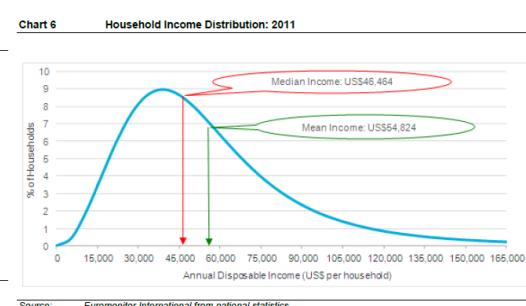
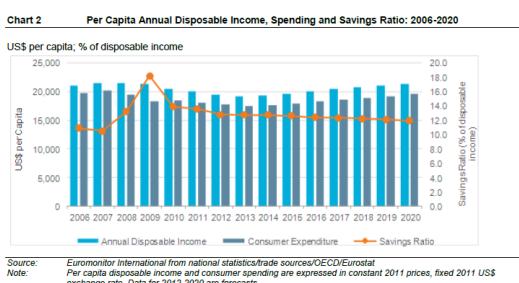
UK:



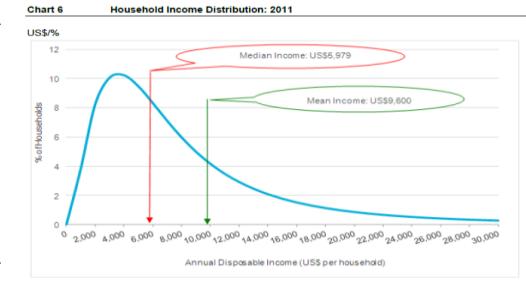
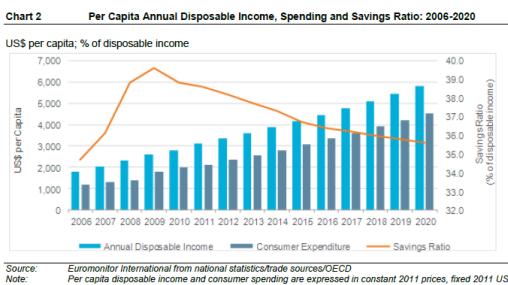
USA:



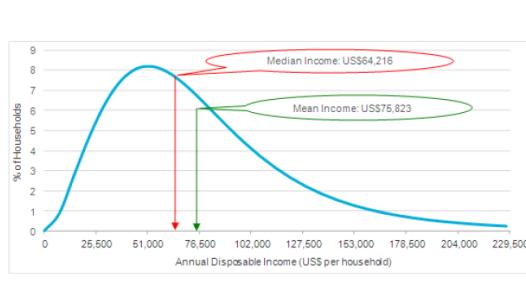
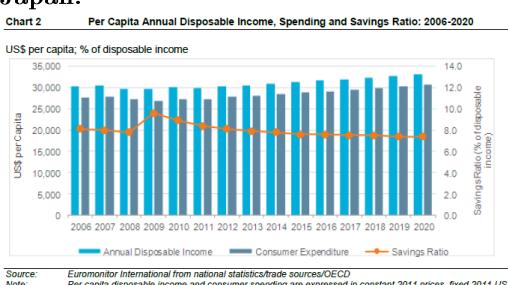
Spanien:



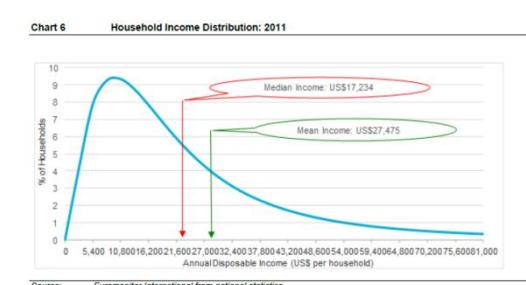
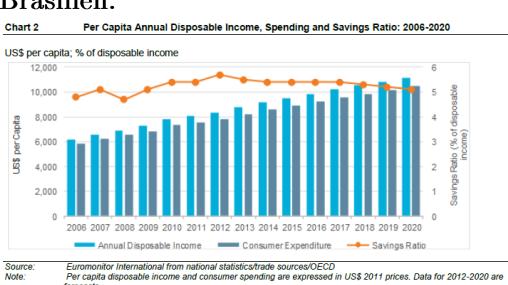
Kina:



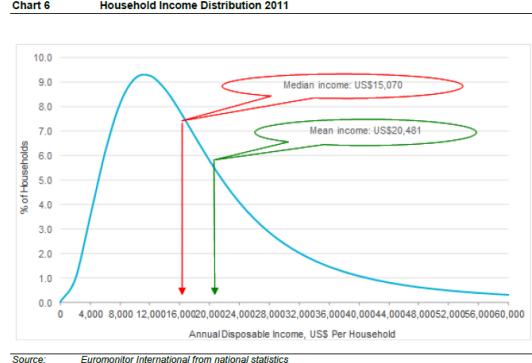
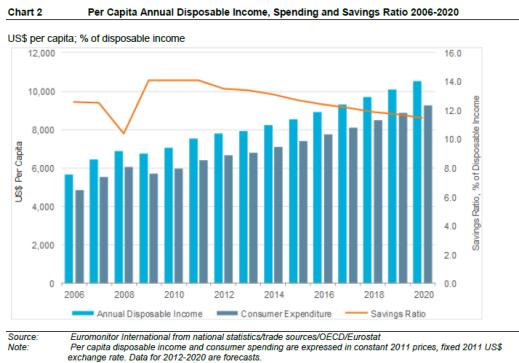
Japan:



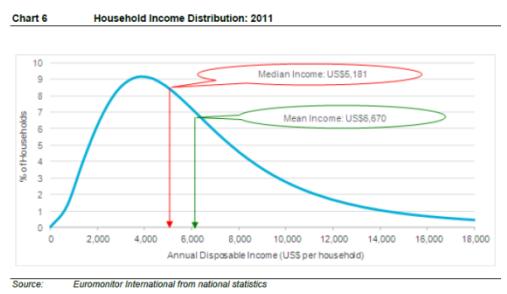
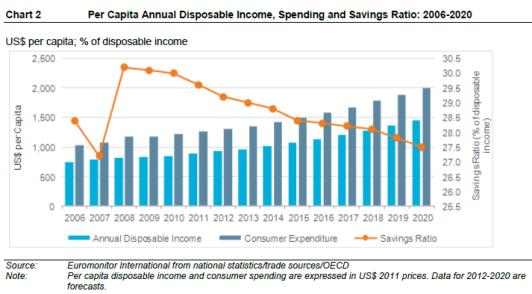
Brasilien:



Rusland:



Indien:

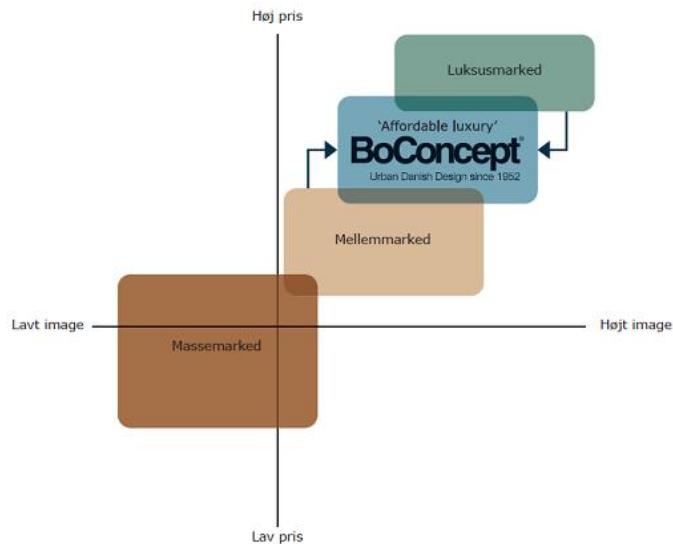


Disposable income is income after taxes and social security contributions are paid. From the perspective of a consumer goods company, disposable income data is more revealing in that it allows the company to assess the amount of money people have available for spending and saving. Generally speaking, a rise in disposable income reflects greater spending power, as it causes consumers to increase their spending on all goods, including imports from abroad and locally-produced goods.

Purchasing power parity, PPP: Highlights the importance of price differences behind the exchange rates between countries and thus it reflects the domestic purchasing power of a country's currency. PPP values are calculated by comparing the cost of a common basket of goods and services in every country. By eliminating differences in national price levels, PPP facilitates comparisons of real values for income patterns. This enables for a better comparison of domestic purchasing power between countries' currencies, particularly when there are significant differences in the cost of living between them. For example, an income of US\$35,000 goes a lot further in China and India than it does in Japan because the cost of living in Japan is very high. Therefore, in PPP terms, there is a reduction in the number of households with an annual disposable income over US\$35,000 in Japan whilst in India the number of households with an annual disposable income over US\$35,000 increased five-fold because the cost of living in India is so low.

Source: Euromonitor International from national statistics

Bilag 8: BoConcepts positioneringsstrategi:



Kapitel 4:

Bilag 9: Vurdering af regnskabskvalitet (med inspiration fra Plenborg og Petersen (2009)).

Afskrivninger og amortiseringer	BoConcept	Natuzzi	Poltrona Frau
Bygninger	10-25 år	0-10%	10-33 år
Tekniske anlæg og maskiner	5-9 år	10-25 %	8 år
Driftsmateriel og inventar*	3-7 år	10-20 / (25)%	4 år
Indretning lejede lokaler**	3-10 år	25-35%	4-8 år
Software (goodwill nedskrives hos Natuzzi)	3 år	5 år	3 år
Development cost	(5 år)	(5 år)	5 år

* Natuzzi: Office furniture and equipment, Poltrona Frau: Industrial and commercial equipment

** Natuzzi: Retail gallery and store furnishings, Poltrona Frau: Other

Operationel leasing	BoConcept t. DKK	Natuzzi t. €	Poltrona t. €
2013	120.252	104.860	Bemytter
2012	106.435	118.616	ikke
2011	122.748	135.172	operationel
2010	137.366	87.438	leasing
2009	141.741	67.175	
2008	97.516	75.525	

Nedskrivningstest	BoConcept	Natuzzi	Poltrona
Weighted average cost of capital	10,6%	12%	9,8-11,3%
g - growth rate	n.a.	0,50%	1%

Nedskrivning på tilgodehavender:

BoConcept

(DKK, t. kr.)	2013	2012	2011
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	144.036	135.533	115.328
Hensættelser, primo	65.033	48.255	51.639
Årets hensættelser til tab	31.295	28.930	20.408
Årets konstaterede tab	-103	-5.547	-13.361
Årets tilbageførte hensættelser	-10.209	-6.605	-10.431
Hensættelser, ultimo	86.016	65.033	48.255

Natuzzi

(€, t. kr.)	2012	2011	2010
Allowance for doubtful accounts			
Balance, beginning of year	10.647	9.373	9.330
Charges-bad debt expense	471	1.695	430
(Reductions-write off of uncollectible)	-1.270	-421	-387
Balance, end of year	9.848	10.647	9.373

Poltrona Frau

(€, t. kr.)	2012	2011
Due from customers	55.252	62.307
Allowance for doubtful accounts	-3.115	-3.387
Total trade receivables	52.137	58.920
Hensættelser, primo	3.387	
Årets hensættelser til tab	589	
Årets konstaterede tab	-799	
Årets tilbageførte hensættelser	-62	
Hensættelser, ultimo	3.115	

Kapitel 5:

Bilag 10: Officiel resultatopgørelse BoConcept

(t. DKK)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Omsætning	1.141.888	1.004.786	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
Produktionsomkostninger	-686.016	-608.734	-538.934	-579.696	-570.614	-580.323
Bruttoresultat	455.872	396.052	371.242	421.446	451.559	445.810
Distributionsomkostninger	-312.526	-329.697	-295.863	-313.653	-338.292	-346.149
Administrationsomkostninger	-66.551	-64.905	-62.040	-71.162	-75.936	-72.636
Andre driftsindtægter	3.690	588	660	114	322	180
Andre driftsomkostninger	-1.694	-14.164	-1.328	-1.608	-917	-7.746
Resultat af primær drift	78.791	-12.126	12.671	35.137	36.736	19.459
Finansielle indtægter	3.350	3.547	3.751	3.488	7.125	4.246
Finansielle omkostninger	-14.457	-21.060	-6.832	-8.408	-4.308	-6.343
Resultat før skat	67.684	-29.639	9.590	30.217	39.553	17.362
Skat af årets resultat	18.761	-2.155	4.302	10.535	13.990	6.023
Årets resultat	48.923	-27.484	5.288	19.682	25.563	11.339

Totalindkomst

Årets resultat	48.923	-27.484	5.288	19.682	25.563	11.339
Værdiregulering af sikringsinstrumenter efter skat	-1.388	-	-	-	-	-1.183
Minoritetsinteressernes andel af totalindkomst	-	-287	-5.792	-	-	-
Kursregulering udenlandske enheder	-6.236	11.272	-327	-5.261	5.370	-2.190
Totalindkomst i alt (til moderselskabet)	41.299	-15.925	10.753	14.421	30.933	7.966

(Uddybende poster)

Produktionsomkostninger:

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Personaleomkostninger	89.708	69.227	58.748	64.320	60.355	62.333
Af og nedskrivninger	19.458	18.561	16.635	19.070	15.419	11.667
Vareforbrug	558.764	524.515	464.069	499.766	490.379	501.647
Udviklingsomkostninger	5.599	4.977	4.583	5.137	5.535	5.415

Distributionsomkostninger:

Personaleomkostninger	111.210	122.699	107.852	118.158	131.855	127.535
Af og nedskrivninger	7.748	7.792	15.440	9.914	10.547	6.273

Administrationsomkostninger:

Personaleomkostninger	36.654	35.129	34.908	41.437	41.475	41.344
Af og nedskrivninger	3.968	5.345	6.397	7.786	12.832	13.880

Andre driftsomkostninger:

Af og nedskrivninger	0	5.319	0	0	0	0
----------------------	---	-------	---	---	---	---

Af- og nedskrivninger i alt:

Afskrivninger materielle aktiver	-28.351	-34.116	-27.238	-31.429	-26.521	-21.437
Afskrivninger immaterielle aktiver	-1.268	-2.901	-3.737	-5.341	-9.877	-10.131
Afskrivninger <u>og nedskrivninger</u> ifølge pengestrømsopgørelsen	-31.174	36.531	38.472	-36.770	-38.798	-31.819

Bilag 11: Reformuleret resultatopgørelse BoConcept

(t. DKK)	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Omsætning	1.141.888	1.004.786	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
Produktionsomkostninger	-660.959	-585.196	-517.716	-555.489	-549.660	-563.241
Bruttoresultat	480.929	419.590	392.460	445.653	472.513	462.892
Distributionsomkostninger	-304.778	-321.905	-280.423	-303.739	-327.745	-339.876
Administrationsomkostninger	-62.583	-59.560	-55.643	-63.376	-63.104	-58.756
Core/primære driftsomkostninger	-1.028.320	-966.661	-853.782	-922.604	-940.509	-961.873
Core/primære driftsomkostninger fra salg før afskrivninger og amortiseringer (EBITDA)	113.568	38.125	56.394	78.538	81.664	64.260
Afskrivninger på materielle langfristede aktiver	-28.351	-34.116	-27.238	-31.429	-26.521	-21.437
Amortisering af udviklingsomkostninger (1)	-2.396	-3.454	-4.868	-4.966	-5.115	-5.148
Afskrivninger på immaterielle langfristede aktiver	-1.268	-2.901	-3.737	-5.341	-9.877	-10.131
Afskrivninger andre driftsomkostninger	0	5.319	0	0	0	0
Core/primær driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	81.553	2.973	20.551	36.802	40.151	27.544
Skat på EBIT (3)	16.286	-2.758	3.742	9.721	14.843	7.457
Core/primær driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	65.267	5.732	16.809	27.081	25.308	20.087
Core andet driftsoverskud, efter skat	0	0	0	0	0	0
Permanent driftsoverskud, efter skat	65.267	5.732	16.809	27.081	25.308	20.087
Usædvanlige driftsposter, efter skat	-58	-10.182	-7.998	-1.121	-2.951	-5.927
Samlet driftsoverskud, efter skat	65.209	-4.450	8.811	25.961	22.357	14.161
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	-7.584	-8.279	-4.875	-1.776	15	744
Usædvanlige finansielle poster, efter skat	-13.924	-2.341	697	-9.635	8.876	-6.738
Samlede netto finansielle omkostninger, efter skat	-21.508	-10.619	-4.178	-11.411	8.891	-5.994
Totalindkomst før minoriteter (koncern)	43.701	-15.070	4.633	14.550	31.248	8.166
Minoritetsinteressers resultatandel	0	-287	-5.792	0	0	0
Totalindkomst til ordinære aktionærer (moderselskab) (2)	43.701	-14.783	10.425	14.550	31.248	8.166

(1): Her bliver udviklingsomkostningerne amortiseret i stedet for omkostningsført i produktionsomkostningerne. Udviklingsomkostningerne er derfor tillagt produktionsomkostningerne. Dette vil også have en effekt på (EBIT) skatteomkostningen, se nedenunder (Udregning af skat på EBIT, Skatteomkostnings på udviklingsomkostninger).

(2): Forskellen mellem *totalindkomst i alt* i den officielle resultatopgørelse og *totalindkomst til ordinære aktionærer (moderselskab)* i den reformulerede resultatopgørelse er grundet amortisering af udviklingsomkostningerne, aktivering af udviklingsomkostningerne samt de tilhørende skatteomkostninger på udviklingsomkostninger.

Som eksempel på år 2011/12: $30.933 + 5.535 - 5.115 - 105 = 31.248$ (nettooverskud = 315)

(3): Udregning af skat på EBIT:

	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Skat af årets resultat	18.761	-2.155	4.302	10.535	13.990	6.023
Core netto finansielle omkostninger, før skat	-6.067	-6.623	-3.900	-1.421	12	595
Skattefordel på core netto finansielle omk.	-1.517	-1.656	-975	-355	3	149
Usædvanlige finansielle poster (hvor der kræves skatteallokering)	-5.040	-10.890	819	-3.499	2.805	-2.692
Skat på usædvanlige finansielle poster	-1.260	-2.723	205	-875	701	-673
Samlet skat på driftsoverskud	15.984	-6.533	3.532	9.305	14.694	5.499
Skat allokeret til usædvanlige driftsposter	-499	3.394	167	374	44	1.892
Skatteomkostning på udviklingsomkostninger	801	381	43	43	105	67
Skat allokeret til core andet driftsoverskud	0	0	0	0	0	0
Skat på core driftsoverskud fra salg (EBIT)	16.286	-2.758	3.742	9.721	14.843	7.457

Usædvanlige finansielle poster i alt, efter skat

Valutakursgevinst/tab <u>(4)</u>	-5.040	-10.890	819	-3.499	2.805	-2.692
Skat på usædvanlige finansielle poster	-1.260	-2.723	205	-875	701	-673
Valutakursregulering af udenlandske datterselskaber (efter skat basis) <u>(4)</u>	-6.236	11.272	-327	-5.261	5.370	-2.190
Værdiregulering af sikringsinstrumenter (efter skat) <u>(5)</u>	-1.388	0	0	0	0	-1.183
I alt	-13.924	-2.341	697	-9.635	8.876	-6.738

(4): Som det blev nævnt i kapitel 4, anses valutakursreguleringer som værende usædvanlige finansielle poster. Det samme gælder valutakursreguleringer af udenlandske datterselskaber. Begge er dirty-surplus accounting.

(5): Dirty surplus accounting

Usædvanlige driftsoverskud, efter skat

Poster, der kræver skatteallokering

Gevinst ved salg af im- og materielle aktiver	208	588	660	114	322	180
Tab ved salg af im- og materielle aktiver	-58	-79	0	-28	-497	-850
Indfrielse af garantiforpligtelse	0	0	0	-1.171	0	0
Omstrukturering - og nedlukningsomkostninger <u>(6)</u>	-1.636	-14.085	-1.328	-409	0	-6.896
Fortjeneste ved salg af virksomheder	3.482	0	0	0	0	0
Skat på usædvanlige poster (25 %)	-499	3.394	167	374	44	1.892

(6): Posterne har relateret sig til omstrukturering af lagerombrygning i Shanghai, og USA og anses ikke for at høre til primære fremadrettet driftsomkostninger.

Poster, der ikke kræver skatteallokering

Nedskrivning på kapitalinteresse i associeret selskab	0	0	0	0	-420	0
Nedskrivning på materielle aktiver	0	0	-1.964	0	0	0
Nedskrivning på immaterielle aktiver	-1.555	0	-5.533	0	-2.400	-252
Usædvanlige driftsposter i alt, efter skat	-58	-10.182	-7.998	-1.121	-2.951	-5.927

Finansielle indtægter

Øvrige renteindtægter	3.350	3.547	2.932	3.488	4.320	4.246
Valutakursgevinst	0	0	819	0	2.805	0
	3.350	3.547	3.751	3.488	7.125	4.246

Finansielle omkostninger

Øvrige renteomkostninger	-9.417	-10.170	-6.832	-4.909	-4.308	-3.651
Valutakurstab	-5.040	-10.890	0	-3.499	0	-2.692
	-14.457	-21.060	-6.832	-8.408	-4.308	-6.343

Bilag 12: Officiel balance BoConcept

Aktiver	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Goodwill	14.500	10.791	15.017	9.493	8.660	8.204	8.082
Masterrettigheder	7.983	7.983	16.681	27.519	32.281	34.505	34.507
Software	1.178	5.647	6.219	5.742	13.740	18.839	17.071
Immaterielle aktiver under udførelse	0	0	0	0	3.312	1.855	5.340
Immaterielle aktiver i alt	23.661	24.421	37.917	42.754	57.993	63.403	65.000
Grunde og bygninger	88.042	94.167	92.839	88.840	83.116	77.139	71.715
Indretning lejede lokaler	15.872	12.704	20.998	15.213	11.643	9.364	13.687
Tekniske anlæg og maskiner	47.882	56.145	46.500	41.457	30.710	21.525	15.624
Driftsmateriel og inventar	8.153	8.672	9.521	6.787	7.765	10.023	8.074
Materielle aktiver under opførelse	8.860	7.486	6.756	6.859	952	2.322	3.504
Materielle aktiver i alt	168.809	179.174	176.614	159.156	134.186	120.373	112.604
Udskudt skat	23.455	19.841	19.646	24.715	31.905	33.899	32.875
Andre finansielle aktiver	992	6.300	5.063	9.459	6.925	8.158	15.119*
Deposita	10.106	9.653	17.717	17.578	20.550	18.866	14.606
Andre udlån	3.114	0	0	0	0	0	0
Andre langfristede aktiver i alt	37.667	35.794	42.426	51.752	59.380	60.923	62.600
Langfristede aktiver i alt	230.137	239.389	256.957	253.662	251.559	244.699	240.204
Varebeholdninger	138.588	141.571	139.816	100.489	107.781	124.098	106.105
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	132.667	131.557	103.603	100.116	115.328	135.533	144.036
Andre tilgodehavender	35.549	19.327	13.715	18.618	22.577	21.867	21.574
Anlægsaktiver bestemt for salg	0	0	2.104	1.024	0	0	0
Likvide beholdninger	9.928	7.473	6.120	29.625	10.329	15.385	20.359
Kortfristede aktiver i alt	316.732	299.928	265.358	249.872	256.015	296.883	292.074
Aktiver i alt	546.869	539.137	522.315	503.534	507.574	541.582	532.278

* Grunden til stigningen i 2013 er lån ydet til franchisetagere til opstartsfinansiering "Location Involvement-programmet på 7.863 mio. Lånet vil blive trukket ud og placeret som et **driftsaktiv** som "lån ydet af virksomheden til franchisetagere" (Sørensen, s. 186, 2009)

Passiver	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Aktiekapital	26.000	26.237	26.237	28.621	28.621	28.621	28.621
Reserve for sikringstransaktioner	2.158	0	0	0	0	0	-1.183
Reserve for kursregulering	-3.948	-10.184	1.088	761	-4.500	870	-1.320
Overført resultat	119.057	158.787	118.798	154.168	169.812	189.657	201.914
Foreslægt udbytte	5.200	20.990	0	0	5.724	5.724	0
Minoritetsinteresser	69	0	31	0	0	0	0
Egenkapital i alt	148.467	195.830	146.154	183.550	199.657	224.872	228.032
Udskudt skat	30.336	30.220	23.433	28.932	46.031	46.613	44.509
Medarbejderobligationer	0	437	1.947	2.674	2.674	2.674	1.299
Realkredit- og kreditinstitutter	95.887	87.416	77.200	77.541	62.192	52.093	45.990
Langfristede forpligtelser i alt	126.223	118.073	102.580	109.147	110.897	101.380	91.798
Medarbejderobligationer	0	0	0	0	0	0	1.375
Realkredit- og kreditinstitutter	98.133	62.138	137.528	51.771	44.333	32.076	26.029
Leverandørgæld	65.400	70.643	59.978	80.047	79.390	84.977	90.241
Forudbetaling fra kunder	24.597	17.556	14.791	21.303	16.743	22.155	19.923
Skyldig selskabsskat	17.996	16.910	1.972	3.715	736	11.014	7.558
Andre gældsforpligtelser	65.984	58.198	59.312	54.001	55.818	65.018	67.322
Kortfristede forpligtelser i alt	272.110	225.445	273.581	210.837	197.020	215.330	212.448
Forpligtelser i alt	398.333	343.518	376.161	319.984	307.917	316.710	304.246
Passiver i alt	546.869	539.317	522.315	503.534	507.574	541.582	532.278

Bilag 13: Reformuleret balance BoConcept

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Goodwill	14.500	10.791	15.017	9.493	8.660	8.204	8.082
Masterrettigheder	7.983	7.983	16.681	27.519	32.281	34.505	34.507
Software	1.178	5.647	6.219	5.742	13.740	18.839	17.071
Udviklingsomkostninger (1)	7.431	10.634	12.157	12.330	12.502	12.922	13.189
Immaterielle aktiver under udførelse	0	0	0	0	3.312	1.855	5.340
Immaterielle aktiver i alt	31.092	35.055	50.074	55.084	70.495	76.325	78.189
Grunde og bygninger	88.042	94.167	92.839	88.840	83.116	77.139	71.715
Indretning lejede lokaler	15.872	12.704	20.998	15.213	11.643	9.364	13.687
Tekniske anlæg og maskiner	47.882	56.145	46.500	41.457	30.710	21.525	15.624
Driftsmateriel og inventar	8.153	8.672	9.521	6.787	7.765	10.023	8.074
Materielle aktiver under opførelse	8.860	7.486	6.756	6.859	952	2.322	3.504
Materielle aktiver i alt	168.809	179.174	176.614	159.156	134.186	120.373	112.604
Udskudt skatteaktiver	23.455	19.841	19.646	24.715	31.905	33.899	32.875
Deposita	10.106	9.653	17.717	17.578	20.550	18.866	14.606
Lån ydet til franchisetagere	0	0	0	0	0	0	7.863
Andre udlån	3.114	0	0	0	0	0	0
Udskudt skattepassiver (2)	-32.194	-32.878	-26.472	-32.015	-49.156	-49.843	-47.806
Andre langfristede aktiver, netto	4.481	-3.384	10.891	10.278	3.299	2.922	7.538
Anlægskapital	204.382	210.844	237.579	224.519	207.979	199.619	198.331
Driftslikviditet	5.233	5.709	5.024	4.551	5.006	5.111	5.131
Varebeholdninger	138.588	141.571	139.816	100.489	107.781	124.098	106.105
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	132.667	131.557	103.603	100.116	115.328	135.533	144.036
Andre tilgodehavender (3)	33.891	17.893	14.886	18.666	22.577	21.867	21.574
Kortfristede driftsaktiver	310.379	296.730	263.329	223.822	250.692	286.609	276.846
Leverandørgæld	65.400	70.643	59.978	80.047	79.390	84.977	90.241
Forudbetaling fra kunder	24.597	17.556	14.791	21.303	16.743	22.155	19.923
Skyldig selskabsskat	17.996	16.910	1.972	3.715	736	11.014	7.558
Andre gældsforpligtelser (4)	67.558	61.549	59.312	54.001	55.818	65.018	67.322
Anden gæld (aktiebaseret vederlæggelse)	0	5.041	7.952	5.100	6.657	6.600	6.600
Kortfristede driftsforpligtelser	175.551	171.699	144.005	164.166	159.344	189.764	191.644
Arbejdskapital (netto)	134.828	125.031	119.324	59.656	91.348	96.845	85.202
NETTO DRIFTSAKTIVER (Investeret kapital)	339.211	335.876	356.903	284.174	299.327	296.464	283.532
Andre finansielle aktiver	-992	-6.300	-5.063	-9.459	-6.925	-8.158	-7.256
Anlægsaktiver bestemt for salg (5)	0	0	-2.104	-1.024	0	0	0
Overskydende likviditet	-4.695	-1.764	-1.096	-25.074	-5.323	-10.274	-15.228
Afledte finansielle instrumenter - <i>nettoposition</i>	-3.232	-4.785	1.171	48	0	0	0
Realkreditinstitutter & kreditinstitutter	194.020	149.554	214.728	129.312	106.525	84.169	72.019
Medarbejderobligationer (6)	0	437	1.947	2.674	2.674	2.674	2.674
NETTO FINANSIELLE FORPLIGTELSER	185.101	137.142	209.583	96.477	96.951	68.411	52.209
MINORITETSINTERESSER	69	0	31	0	0	0	0
ORDINÆR EGENKAPITAL (7)	154.040	198.733	147.289	187.698	202.376	228.053	231.324
SAMLET FINANSIERING	339.211	335.876	356.903	284.174	299.327	296.464	283.532

(1): Udviklingsomkostninger er blevet aktiveret som et immaterielt aktiv:

Aktivering af udviklingsomkostninger:	Omk. Beløb	Andel aktivertet 06/07		Andel aktivertet 07/08		Andel aktivertet 07/08		Andel aktivertet 08/09	
		Aktiv 07/08	Aktiv 07/08	Aktiv 07/08	Aktiv 07/08	Aktiv 08/09	Aktiv 08/09	Aktiv 08/09	Aktiv 08/09
2012/13	5.415								
2011/12	5.535								
2010/11	5.137								
2009/10	4.583								
2008/09	4.977							0,9	4479,3
2007/08	5.599					0,9	5039,1	0,7	3919,3
2006/07	5.019	0,9	4517,1			0,7	3513,3	0,5	2509,5
2005/06 (første år BC har omk.)	4.163	0,7	2914,1			0,5	2081,5	0,3	1248,9
Total			7.431				10.634		12.157

Andel aktivertet 09/10	Aktiv 09/10	Andel aktivertet 10/11	Aktiv 10/11	Andel aktivertet 11/12	Aktiv 11/12	Andel aktivertet 12/13	Aktiv 12/13
						0,9	4873,5
				0,9	4.982	0,7	3874,5
0,9	4124,7	0,7	3.208	0,5	2.292	0,3	1374,9
0,7	3483,9	0,5	2.489	0,3	1.493	0,1	497,7
0,5	2799,5	0,3	1.680	0,1	560		
0,3	1505,7	0,1	502				
0,1	416,3						
	12.330		12.502		12.922		13.189

Amortiseringen af udviklingsomkostninger:	Omk. Beløb	Andel amortise- ret 06/07		Amorti- sering 06/07		Andel amortise- ret 07/08		Amorti- sering 07/08		Andel amortise- ret 08/09		Amorti- sering 08/09	
		Andel aktivertet 09/10	Amortise- ring 09/10	Andel aktivertet 10/11	Amortise- ring 10/11	Andel aktivertet 11/12	Amortise- ring 11/12	Andel aktivertet 12/13	Amortise- ring 12/13	Andel aktivertet 09/10	Amortise- ring 09/10	Andel aktivertet 10/11	Amortise- ring 10/11
2011/12	5.415												
2010/11	5.535												
2009/10	5.137												
2008/09	4.583									0,10	498		
2007/08	4.977							0,10	560	0,20	1.120		
2006/07	5.599							0,20	1.004	0,20	1.004		
2005/06	5.019	0,1	501,9			0,20	832,6	0,20	833	0,20	833		
							1.335		2.396		3.454		

Andel amortise- ret 09/10	Amortise- ring 09/10	Andel amortise- ret 10/11	Amortise- ring 10/11	Andel amortise- ret 11/12	Amortise- ring 11/12	Andel amortise- ret 12/13	Amortise- ring 12/13
						0,1	541,5
				0,1	554	0,2	1107
0,20	917	0,2	917	0,2	1.027	0,2	1027,4
0,20	995	0,2	995	0,2	995	0,2	995,4
0,20	1.120	0,2	1.120	0,2	1.120	0,1	559,9
0,20	1.004	0,2	1.004	0,1	502		
0,20	833	0,1	416				
	4.868		4.966		5.115		5.148

Effekt på resultatopgørelsen	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Udviklingsomkostninger	5.019	5.599	4.977	4.583	5.137	5.535	5.415
Amortisering af udviklingsomkostninger	-1.335	-2.396	-3.454	-4.868	-4.966	-5.115	-5.148
Skatteomkostning	-1.552	-801	-381	-43	-43	-105	-67
Nettooverskud	2.133	2.402	1.142	-328	129	315	200

Effekt på balancen	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13
Immaterielle langfristede aktiver	7.431	10.634	12.157	12.330	12.502	12.922	13.189
Udskudt skatteforpligtelse	1.858	2.658	3.039	3.083	3.125	3.230	3.297
Egenkapital	5.573	7.975	9.118	9.248	9.376	9.691	9.892

(2): Her er tillagt udskudt skatteforpligtelse fra effekten på udviklingsomkostninger

- (3): Her er der korrigert for 'afledte finansielle instrumenter'. Se Afledte finansielle instrumenter - *nettoposition*
(4): Her er der korrigert for 'afledte finansielle instrumenter'
(5): "*The disposal of these assets will reduce the firms borrowings (or increase cash). Therefore assets held for sale are treated as part of financing*" (Plenborg og Petersen, 2009, s. 90)
(6): Medarbejderobligationer er særlige obligationer som er udstedt af BoConcept og købt af medarbejderne. Medarbejderne har ydet et lån til BoConcept, og vil blive betragtet som en del af de netto finansielle forpligtelser
(7): Egenkapitalen er forskellig fra den officielle grundet udviklingsomkostningernes effekt på den ordinære egenkapital, samt at der er taget hensyn til den akkumulerede effekt som aktiebaseret vederlæggelse har haft på den ordinære egenkapital.

Eksempel med år 2013:

- Ordinære egenkapital fra den officielle balance = 228.032
- Akkumuleret aktiebaseret vederlæggelse der er trukket ud af egenkapitalen i år 2013 = 6.600 (placeret i anden gæld (aktiebaseret vederlæggelse))
- Effekt som udviklingsomkostningerne har på den ordinære egenkapital = 9.981,83

$$228.032 - 6.600 + 9.981,83 = \mathbf{231.324} \text{ (egenkapitalen i den reformulerede balance i år 2013)}$$

Bilag 14: Officiel egenkapitalopgørelse BoConcept

	Aktie- kapital	Reserve for sikringstrans- aktioner	Reserve for kursre- guleringer	Overført resultat	Foreslæt udbytte	I alt før mino	Mino.	I alt moder
Egenkapital 30 april 2007	26.000	2.158	-3.948	119.057	5.200	148.467	69	148.398
Årets resultat				48.923		48.923		
Indtægt salg egne aktier*				1.391		1.391		
Reserve for kursreguleringer				-6.236		-6.236		
Værdiregulering af sikringsinstrumenter, primo		-2.158			770			-1.388
Værdiregulering af sikringsinstrumenter, ultimo		0				0		
Totalindkomst	0	-2.158	-6.236	51.084	0	42.690		
Kapitalforhøjelse/medarbejderakterier	237			4.512		4.749		
Omkostninger ved kapitaludvidelse				-144		-144		
Aktiebaseret vederlæggelse				5.041		5.041		
Udloddet udbytte					-5.200	-5.200		
Foreslæt udbytte				-20.990	20.990	0		
Udbytte egne aktier				196		196		
Øvrige egenkapitalbevægelser	237	0	0	-11.385	15.790	4.642		
Egenkapital 30 april 2008	26.237	0	-10.184	158.787	20.990	195.830	0	195.830
*Denne er omklassificeret til 'Transaktioner med ejerne' i den reformuleret egenkapitalopgørelse								
Årets resultat				-27.484		-27.484		
Reserve for kursreguleringer			11.272			11.272		
Totalindkomst	0	0	11.272	-27.484	0	-16.212	-287	-15.925
Aktiebaseret vederlæggelse warrants				2.911		2.911		
Køb egne aktier				-17.796		-17.796		
Indtægt salg egne aktier				1.781		1.781		
Udloddet udbytte					-20.990	-20.990		
Udbytte egne aktier				630		630		
Øvrige egenkapitalbevægelser	0	0	0	-12.474	-20.990	-33.464		
Egenkapital 30 april 2009	26.237	0	1.088	118.829	0	146.154	31	146.123
Kapitalforhøjelse	2.384			23.837		26.221		
Omkostninger ved kapitalforhøjelse				-983		-983		
Aktiebaseret vederlæggelse warrants				-2.852		-2.852		
Køb egne aktier				0		0		
Indtægt salg egne aktier				11.623		11.623		
Udloddet udbytte				0		0		
Udbytte egne aktier				0		0		
Merværdi ved køb minoritetsandele				-4.470		-4.470		
Årets totalindkomst			-327	8.184	0	7.857	-2.896	10.753
Egenkapital 30 april 2010	28.621	0	761	154.168	0	183.550	0	183.550
Omkostninger ved kapitalforhøjelse				-165		-165		
Aktiebaseret vederlæggelse warrants				1.557		1.557		
Køb egne aktier				0		0		
Salg egne aktier				157		157		
Udloddet udbytte				0		0		
Udbytte egne aktier				0		0		
Merværdi ved køb minoritetsandele				0		0		
Årets totalindkomst			-5.261	14.095	5.724	14.558	0	14.558
Egenkapital 30 april 2011	28.621	0	-4.500	169.812	5.724	199.657	0	
Aktiebaseret vederlæggelse warrants				-57		-57		
Køb egne aktier				0		0		
Salg egne aktier				0		0		
Udloddet udbytte					-5.724	-5.724		
Udbytte egne aktier				63		63		
Årets totalindkomst			5.370	19.839	5.724	30.933	0	30.933
Egenkapital 30 april 2012	28.621	0	870	189.657	5.724	224.872		
Køb egne aktier				0		0		
Salg egne aktier				864		864		
Udloddet udbytte					-5.724	-5.724		
Udbytte egne aktier				54		54		
Årets totalindkomst			-1.183	-2.190	11.339	0	7.966	0
Egenkapital 30 april 2013	28.621	-1.183	-1.320	201.914	0	228.032		7.966

Det har ikke været muligt at opdele anden totalindkomst linje-for-linje, i hvad der tilhører ordinære aktionærer og minoritetsinteresserne ud fra de tilgængelige oplysninger i egenkapitalopgørelsen. I stedet er fordelingen vist samlet under 'årets totalindkomst'.

Bilag 15: Reformuleret egenkapitalopgørelse BoConcept

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Primosaldo	148.467	190.789	138.202	178.450	193.000	218.272
Transaktioner med ejerne						
Kapitalforhøjelse/medarbejderaktier	4.749	0	26.221	0	0	0
Omkostninger ved kapitaludvidelse	-144	0	-983	-165	0	0
Køb egne aktier	0	-17.796	0	0	0	0
Indtaegt salg egne aktier	1.391	1.781	11.623	157	0	864
Udloddet udbytte	-5.200	-20.990	0	0	-5.724	-5.724
Udbytte egne aktier	196	630	0	0	63	54
Merværdi ved køb minoritetsandele	0	0	-4.470	0	0	0
<i>Transaktioner med ejerne i alt</i>	<i>992</i>	<i>-36.375</i>	<i>32.391</i>	<i>-8</i>	<i>-5.661</i>	<i>-4.806</i>
Totalindkomst						
Årets resultat	48.923	-27.484	8.184	19.819	25.563	11.339
Kursreguleringer	-6.236	11.272	-327	-5.261	5.370	-2.190
Sikringstransaktionsregulering efter skat	-1.388	0	0	0	0	-1.183
<i>Totalindkomst i alt</i>	<i>41.299</i>	<i>-16.212</i>	<i>7.857</i>	<i>14.558</i>	<i>30.933</i>	<i>7.966</i>
Minoritetsinteressernes andel af totalindkomst	0	-287	-2.896	0	0	0
<i>Totalindkomst til moderselskabets aktionærer</i>	<i>41.299</i>	<i>-15.925</i>	<i>10.753</i>	<i>14.558</i>	<i>30.933</i>	<i>7.966</i>
Ultimosaldo (for hele koncernen)	190.789	138.202	178.450	193.000	218.272	221.432
Ultimosaldo (for moderselskabet)	190.789	138.171	178.450	193.000	218.272	221.432

Aktiebaseret vederlæggelse er trukket ud af årets totalindkomst og i stedet ført under 'anden gæld' under passiverne under den reformulerede balance. Den akkumuleret effekt af aktiebaseret vederlæggelse i 2013 er 6.600 t. DKK hvilket forklarer forskellen mellem egenkapitalen i den officielle egenkapitalopgørelse i 2013 (228.032 t. DKK), og egenkapitalen i den reformulerede egenkapitalopgørelse (221.432 t. DKK).

Bilag 16: Officiel pengestrømsopgørelse BoConcept

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Omsætning	1.145.579	1.004.786	910.176	1.001.142	1.022.173	1.026.133
Driftsomkostninger	-1.061.746	-1.017.500	-898.165	-965.992	-986.081	-1.007.034
Afskrivninger	31.174	36.531	38.472	36.770	38.798	31.819
Ændring i driftskapital	8.448	4.132	61.641	-29.277	-21.805	16.552
Pengestrømme fra drift før finansielle poster	123.455	27.949	112.124	42.643	53.085	67.470
Renteindbetalinger	3.350	3.547	3.751	3.488	5.929	4.246
Renteudbetalinger	-14.457	-22.115	-7.017	-8.243	-4.308	-4.923
Betalt selskabsskat	-18.123	-19.633	-2.433	-5.264	-1.619	-11.545
Pengestrømme fra driftsaktivitet	94.225	-10.252	106.425	32.624	53.087	55.248
Køb af immaterielle aktiver	-5.111	-4.512	-14.081	-21.865	-15.693	-11.926
Salg af immaterielle aktiver	0	313	0	0	0	0
Køb af materielle aktiver	-42.782	-23.992	-11.083	-4.187	-10.217	-16.516
Salg af materielle aktiver	394	1.590	2.134	286	130	110
Køb af finansielle aktiver	-2.194	-6.988	-5.044	-2.826	-2.885	-8.304
Salg af finansielle aktiver	174	4.967	1.336	2.672	5.400	3.591
Køb af minoritetsandel	0	0	-1.520	0	0	0
Køb af virksomheder	0	-10.200	-413	-3.040	-1.737	0
Salg af virksomheder	4.791	984	0	0	3.793	1.147
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-44.728	-37.838	-28.671	-28.960	-21.209	-31.898
Pengestrømme før finansieringsaktivitet	49.497	-48.090	77.754	3.664	31.878	23.350
Afdrag på langfristet gæld	-15.801	-16.268	-12.299	-21.798	-13.041	-8.879
Provenu ved optagelse af langfristet gæld	7.900	1.000	18.869	0	0	0
Medarbejderobligationer	437	1.510	727	0	0	0
Aktionærerne:						
Kapitalforhøjelse, netto	4.604	0	25.238	-165	0	0
Køb af egne aktier	0	-17.796	0	0	0	0
Salg af egne aktier	1.391	1.781	11.623	157	0	864
Betalt udbytte	-5.004	-20.360	0	0	-5.661	-5.670
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-6.473	-50.133	44.158	-21.806	-18.702	-13.685
Årets pengestrøm	43.024	-98.223	121.912	-18.142	13.176	9.665
Likvider med fradrag af kortfristet gæld til kreditinstituttet, primo	-73.150	-30.127	-127.295	-5.198	-23.505	-9.133
Kursregulering af likvider	-1	1.055	185	-165	1.196	-1.420
Likvider ultimo	-30.127	-127.295	-5.198	-23.505	-9.133	-888
Beløbet kan specificeres således:						
Likvide beholdninger uden rådighedsbegrensninger	7473	6120	29625	10329	15385	20359
Kortfristet gæld til kreditinstitutter	-37600	-133415	-34823	-33834	-24518	-21247
	-30127	-127295	-5198	-23505	-9133	-888
<i>* Egen korrigering til den likvide beholdning:</i>						
Årets pengestrøm	43.024	-98.223	121.912	-18.142	13.176	9.665
Ændring i kortfristet gæld til kreditinstituttet	-45.478	95.815	-98.592	-989	-9.316	-3.271
Kursregulering af likvider	-1	1.055	185	-165	1.196	-1.420
Ændring i likvide beholdninger i officiel balance	-2.455	-1.353	23.505	-19.296	5.056	4.974

Bilag 17: Reformuleret pengestrømsopgørelse BoConcept

(Se Sørensen (2009))	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet	94.225	-10.252	106.425	32.624	53.087	55.248
Netto renteudbetalinger (efter skat)	8.330	13.926	2.450	3.566	-1.216	508
Korrigert pengestrøm fra driftsaktivitet	102.555	3.674	108.875	36.190	51.871	55.756
Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktiviteten	-44.728	-37.838	-28.671	-28.960	-21.209	-31.898
Køb af finansielle aktiver	2.194	6.988	5.044	2.826	2.885	8.304
Salg af finansielle aktiver	-174	-4.967	-1.336	-2.672	-5.400	-3.591
Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder	0	5.639	0	404	0	0
Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder	-376	0	0	0	0	0
Investering i driftslikviditet	-476	686	473	-455	-105	-20
Korrigert frit cash flow (FCF)	58.995	-25.818	84.385	7.333	28.042	28.551

Finansieringsstrømme til fordringshavere:

Gældsfinansiering:

Provnu ved optagelse af langfristede gældforpligtelser	-7.900	-1.000	-18.869	0	0	0
Afdrag på langfristede gældforpligtelser	15.801	16.268	12.299	21.798	13.041	8.879
Medarbejderobligationer	-437	-1.510	-727	0	0	0
Ændring i kortfristede gældsforpligtelser	45.478	-95.815	98.592	989	9.316	3.271
Netto renteudbetalinger (efter skat)	8.330	13.926	2.450	3.566	-1.216	508
Køb af finansielle aktiver	2.194	6.988	5.044	2.826	2.885	8.304
Salg af finansielle aktiver	-174	-4.967	-1.336	-2.672	-5.400	-3.591
Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder	0	5.639	0	404	0	0
Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder	-376	0	0	0	0	0
Ændring i finansielle aktiver (inkl. Kursregulering)	-2.930	-1.722	23.793	-19.586	3.755	6.374
	59.986	-62.193	121.246	7.325	22.381	23.745

Egenkapitalfinansiering:

Betalt udbytte	5.004	20.360	0	0	5.661	5.670
Salg af egne aktier	-1.391	-1.781	-11.623	-157	0	-864
Kapitalforhøjelse, netto	-4.604	0	-25.238	165	0	0
Køb af egne aktier	0	17.796	0	0	0	0
Egenkapitalfinansiering i alt:	-991	36.375	-36.861	8	5.661	4.806
Korrigert frit cash flow (FCF)	58.995	-25.818	84.385	7.333	28.042	28.551

FCF beregnet ud fra DO - Δ NDA:	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Driftsoverskud (DO)	65.209	-4.450	8.811	25.961	22.357	14.161
Investeret kapital (NDA)	335.876	356.903	284.174	299.327	296.464	283.532
Ændring i investeret kapital	-3.335	21.027	-72.728	15.152	-2.863	-12.932
Frit cash flow efter de reformulerede opgørelser	68.543	-25.477	81.539	10.808	25.220	27.092

Der er en mindre forskel mellem det korrigerede frie cash flow, og det frie cash flow beregnet ud fra de reformulerede opgørelser. Sørensen (2009) pointerer at manglende oplysninger i noterne forhindrer analytiker i at afstemme den officielle pengestrømsopgørelse med den reformulerede.

Reformuleret pengestrøm opg. der viser ændring i likvide midler

	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet	94.225	-10.252	106.425	32.624	53.087	55.248
Netto renteudbetalinger (efter skat)	8.330	13.926	2.450	3.566	-1.216	508
Korrigert pengestrøm fra driftsaktivitet	102.555	3.674	108.875	36.190	51.871	55.756
Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktiviteten	-44.728	-37.838	-28.671	-28.960	-21.209	-31.898
Køb af finansielle aktiver	2.194	6.988	5.044	2.826	2.885	8.304
Salg af finansielle aktiver	-174	-4.967	-1.336	-2.672	-5.400	-3.591
Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder	0	5.639	0	404	0	0
Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder	-376	0	0	0	0	0
Korrigert frit cash flow (FCF)	59.471	-26.504	83.912	7.788	28.147	28.571

Finansieringsstrømme til fordringshavere:

Gældsfinansiering:

Provenu ved optagelse af langfristede gældforpligtelser	-7.900	-1.000	-18.869	0	0	0
Afdrag på langfristede gældforpligtelser	15.801	16.268	12.299	21.798	13.041	8.879
Medarbejderobligationer	-437	-1510	-727	0	0	0
Ændring i kortfristede gældsforpligtelser (kassekredit)	45.478	-95.815	98.592	989	9.316	3.271
Netto renteudbetalinger (efter skat)	8.330	13.926	2.450	3.566	-1.216	508
Køb af finansielle aktiver	2.194	6.988	5.044	2.826	2.885	8.304
Salg af finansielle aktiver	-174	-4.967	-1.336	-2.672	-5.400	-3.591
Rentebærende gæld i tilkøbte virksomheder	0	5.639	0	404	0	0
Rentebærende gæld i frasolgte virksomheder	-376	0	0	0	0	0
	62.916	-60.471	97.453	26.911	18.626	17.371

Egenkapitalfinansiering:

Betalt udbytte	5004	20360	0	0	5661	5670
Salg af egne aktier	-1391	-1781	-11623	-157	0	-864
Kapitalforhøjelse, netto	-4604	0	-25238	165	0	0
Køb af egne aktier	0	17796	0	0	0	0
	-991	36375	-36861	8	5661	4806

Pengestrømme til fordringshavere i alt:

Pengestrømme til fordringshavere i alt:	61.925	-24.096	60.592	26.919	24.287	22.177
Nettoregulering i likvide midler	-2.454	-2.408	23.320	-19.131	3.860	6.394
Kursreguleringer	-1	1.055	185	-165	1.196	-1.420
Likvide midler primo	9.928	7.473	6.120	29.625	10.329	15.385
Ændring i likvide beholdninger	-2.455	-1.353	23.505	-19.296	5.056	4.974
Likvide midler ultimo	7.473	6.120	29.625	10.329	15.385	20.359

Bilag 18: Officiel resultatopgørelse Natuzzi

(thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Net sales	634.402	666.026	515.352	518.634	486.364	468.844
Cost of sales	-460.589	-478.770	-329.742	-321.501	-326.068	-313.847
Gross profit	173.813	187.256	185.610	197.133	160.296	154.997
Selling expenses	-173.885	-172.338	-149.596	-154.267	-144.290	-132.417
General and administrative expenses	-49.038	-49.914	-46.585	-42.468	-43.298	-39.862
Operating income	-49.110	-34.996	-10.571	398	-27.292	-17.282
Other income/expenses, net	-2.646	-25.818	3.121	-4.427	17.299	-4.577
Net income before income taxes	-51.756	-60.814	-7.450	-4.029	-9.993	-21.859
Income taxes	-11.387	-1.556	-9.802	-6.952	-8.884	-4.171
Net income	-63.143	-62.370	-17.252	-10.981	-18.877	-26.030
Net income attributable to non-controlling interest / Minority interest	-496	-432	434	97	709	74
Net income attributable to Natuzzi and subsidiaries	-62.647	-61.938	-17.686	-11.078	-19.586	-26.104
Totalindkomst (moderselskabets ejere)						
Exchange difference on transactions of financial statement	-4.598	-4.929	-2.505	9.170	6.944	-3.396
Net income	-62.647	-61.938	-17.686	-11.078	-19.586	-26.104
Totalindkomst til moderselskabets ejere	-67.245	-66.867	-20.191	-1.908	-12.642	-29.500
Minoritetsinteressers Andel af valuta + Net income	-459	-1.513	389	252	923	35
Totalindkomst i alt	-67.704	-68.380	-19.802	-1.656	-11.719	-29.465

Cost of sales, Selling, General expenses: (uddydende poster)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Afskrivninger (cost of sales)	16.964	17.339	14.487	11.457	9.472	9.505
Afskrivninger (selling)	8.555	8.908	7.950	7.644	5.367	4.057
Afskrivninger (general)	4.812	4.839	4.360	4.318	4.160	3.470
Write off of fixed assets	0	0	-595	-454	0	0
Afskrivninger i alt	30.331	31.086	26.797	23.419	18.999	17.032

Other income/expenses						
Interest income	3.557	1.614	482	576	1.373	1.561
Interest expense and bank commissions	-1.884	-1.855	-1.624	-1.575	-1.860	-1.719
Net	1.673	-241	-1.142	-999	-487	-158
Gains/losses on foreign exchange, net(1)	-8.096	-6.589	6.931	1.935	1.042	-3.396
Unrealized exchange gain/losses on exchange derivative instruments, net	946	-4.471	-62	-888	-594	908
Other, net(2)	2.831	-14.517	-2.606	-4.475	17.338	-1.931
Total	-2.646	-25.818	3.121	-4.427	17.299	-4.577

(1)Gains/losses on foreign exchange, net:						
Net realized gains (losses) on exchange derivative instruments	5.877	-1.263	-3.101	-3.057	1.933	-1.101
Net realized gains (losses) on accounts receivable and payable	-3.865	-6.281	2.083	6.801	-1.247	2.309
Net unrealized gains (losses) on accounts receivable and payable	-10.108	955	7.949	-1.809	356	-4.604
	-8.096	-6.589	6.931	1.935	1.042	-3.396

(2) Other,net						
Provisions for contingent liabilities	-2.956	-3.200	-3.846	-3.812	-2.492	-740
Settlement of INPS contingent liability	0	0	-1.080	0	0	0
Impairment losses of long-lived assets	0	-4.703	0	0	-1.036	-864
One-time termination benefits	0	-4.605	0	0	-5.446	0
Chinese relocation compensation	0	0	0	0	46.691	0
Expenses for the Chinese relocation	0	0	0	0	-21.631	0

Write-off of fixed assets	-2.285	-1.189	-595	-454	-311	-339
Other, net	8.072	-820	2.915	-209	1.563	12
Total	2.831	-14.517	-2.606	-4.475	17.338	-1.931

Bilag 19: Reformuleret resultatopgørelse Natuzzi

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsætning	634.402	666.026	515.352	518.634	486.364	468.844
Produktionsomkostninger (1)	-433.525	-452.731	-307.405	-303.044	-309.296	-296.442
Bruttoresultat	200.877	213.295	207.947	215.590	177.068	172.402
Distributionsomkostninger	-165.330	-163.430	-141.646	-146.623	-138.923	-128.360
Administrationsomkostninger	-44.226	-45.075	-42.225	-38.150	-39.138	-36.392
Core/primære driftsomkostninger	-643.081	-661.236	-491.276	-487.817	-487.357	-461.194
Core/primære driftsomkostninger fra salg før afskrivninger og amortiseringer (EBITDA)	-8.679	4.790	24.076	30.817	-993	7.650
Afskrivninger	-30.331	-31.086	-26.797	-23.419	-18.999	-17.032
Amortisering af udviklingsomkostninger	-6.890	-7.770	-7.425	-8.610	-7.970	-8.400
Core/primær driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	-45.900	-34.066	-10.146	-1.212	-27.962	-17.782
Skat på EBIT (2)	-13.794	-9.004	-8.284	-7.765	-2.603	-5.347
Core/primær driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	-59.694	-43.070	-18.430	-8.977	-30.565	-23.129
Core andet driftsoverskud, efter skat	0	0	0	0	0	-1
Permanent driftsoverskud, efter skat	-59.694	-43.070	-18.430	-8.977	-30.565	-23.130
Usædvanlige driftsposter, efter skat (3)	1.916	-11.345	-1.764	-3.029	11.400	-1.586
Samlet driftsoverskud, efter skat	-57.778	-54.415	-20.194	-12.006	-19.165	-24.717
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	1.132	-163	-773	-676	-330	-107
Usædvanlige finansielle poster, efter skat	-9.400	-13.495	2.099	10.034	7.461	-5.119
Samlede netto finansielle omkostninger, efter skat	-8.268	-13.659	1.326	9.357	7.132	-5.226
Totalindkomst før minoriteter (hele koncernen)	-66.046	-68.074	-18.868	-2.649	-12.033	-29.942
Minoritetsinteressers resultatandel	459	1.513	-389	-252	-923	-35
Totalindkomst til ordinære aktionærer (moder)	-65.587	-66.561	-19.257	-2.901	-12.956	-29.977

(1): Her er værdien af udviklingsomkostninger lagt til:

Udviklingsomkostninger	10.100	8.700	7.850	7.000	7.300	7.900
Værdi af operationel leasing:	75.525	67.175	87.438	135.172	118.616	104.860

Natuzzi oplyser ikke hvad deres 'operating leasing' ydelse har været i løbet af året. Derfor kan den nødvendige korrektion ikke foretages. Da korrektionen heller ikke er foretaget ved BoConcept, vil det dog ikke give anledning til større fejl i sammenligningen.

(2) <u>Udregning af skat på EBIT:</u>	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
Skat af årets resultat	11.387	1.556	9.802	6.952	8.884	4.171
Core netto finansielle omkostninger, før skat	-1.673	241	1.142	999	487	158
Skattefordel på core netto finansielle omk.	-541	78	369	323	157	51
Usædvanlige finansielle poster	-7.150	-11.060	6.869	1.047	448	-2.488
Skat på usædvanlige finansielle poster	2.311	3.575	-2.220	-338	-145	804
Samlet skat på driftsoverskud	13.157	5.208	7.951	6.936	8.897	5.026
Skatteomkostning på udviklingsomkostninger	1.552	624	-509	-617	-356	-23
Skat allokeret til usædvanlige driftsposter	-915	3.172	842	1.446	-5.938	345
Skat allokeret til core andet driftsoverskud	0	0	0	0	0	-1
Skat på core driftsoverskud fra salg (EBIT)	13.794	9.004	8.284	7.765	2.603	5.347

Usædvanlige finansielle poster i alt, efter skat						
Valutakursgevinst/tab (derivater + alm. Kurstab)	-7.150	-11.060	6.869	1.047	448	-2.488
Skat på usædvanlige finansielle poster	2.311	3.575	-2.220	-338	-145	804
Valutakursregulering af udenlandske datterselskaber (efter skat basis)	-4.561	-6.010	-2.550	9.325	7.158	-3.435
I alt	-9.400	-13.495	2.099	10.034	7.461	-5.119

(3) Usædvanlige driftsoverskud, efter skat*Poster, der kræver skatteallokering*

Provisions for contingent liabilities	-2.956	-3.200	-3.846	-3.812	-2.492	-740
Settlement of INPS contingent liability	0	0	-1.080	0	0	0
One-time termination benefits	0	-4.605	0	0	-5.446	0
Chinese relocation compensation	0	0	0	0	46.691	0
Expenses for the Chinese relocation	0	0	0	0	-21.631	0
Write-off of fixed assets	-2.285	-1.189	-595	-454	-311	-339
Other, net	8.072	-820	2.915	-209	1.563	12
Skat på usædvanlige poster (32,32 %)	-915	3.172	842	1.446	-5.938	345

Poster, der ikke kræver skatteallokering

Impairment losses of long-lived assets	0	-4.703	0	0	-1.036	-864
Nedskrivning på immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Usædvanlige driftsposter i alt, efter skat	1.916	-11.345	-1.764	-3.029	11.400	-1.586

Det antages at ovenstående poster er usædvanlige driftspoter.

Skatteprocent: 32,32%

I regnskabet skriver Natuzzi at de betaler IRES (state tax) på 27,50 %, og IRAP (regional tax) på 4,82 % = 32,32 %.

Den normale skatteprocent for virksomheder i Italien er 31,4, men regionsbeskatningen kan variere mellem 3,9 % og 4,82 %.

Bilag 20: Officiel balance Natuzzi

Aktiver (thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Cash and cash equivalents	87.459	47.307	66.330	61.094	94.040	77.713
Marketable securities	4	4	4	4	4	4
Trade receivables, net	117.722	122.783	97.045	95.815	92.939	93.069
Other receivables	47.784	46.185	54.538	51.709	44.870	51.012
Inventories	107.290	92.012	81.565	87.355	93.537	82.269
Unrealized foreign exchange gains	946	4.724	318	171	36	907
Prepaid expenses and accrued income	1.847	1.259	1.415	1.334	2.597	2.031
Deferred tax asset	1.079	4.219	702	1.078	378	525
Current assets	364.131	318.493	301.917	298.560	328.401	307.530
Property, plant and equipment, net	235.850	211.781	193.834	195.951	175.801	161.461
Goodwill	6.686	3.403	2.226	711	261	81
Investment in affiliates	2.646	1.429	1.429	1.429	1.429	1.429
Software, trademarks, patents and other	7.944	8.510	9.158	7.205	5.059	4.782
Deferred income taxes	212	179	-	-	-	771
Non current assets	253.338	225.302	206.647	205.296	182.550	168.524
Total assets	617.469	543.795	508.564	503.856	510.951	476.054
Passiver	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bank overdrafts	7.576	9.701	760	83	24.157	26948
Current portion of long-term debt	317	514	1.124	1.831	3.735	3.503
Accounts payable-trade	89.247	68.577	66.499	64.317	63.543	63.328
Accounts payable-other	29.813	29.743	29.266	27.617	21.416	21.033
Accounts payable-shareholders for dividends	-	-	-	-	-	82
Unrealized foreign exchange losses	-	9.195	380	1.059	630	1
Income taxes	1.585	1.798	3.708	2.952	1.335	9.199
Deferred income taxes	-	-	-	-	-	1.096
Salaries, wages and related liabilities	17.531	16.811	15.054	9.909	8.040	7.967
Current liabilities	146.069	136.339	116.791	107.768	122.856	133.157
Employees' leaving entitlement	33.343	31.677	29.565	28.412	26.742	25.717
Long-term debt	2.116	3.266	5.857	13.583	10.788	7.285
Deferred taxes liabilities	-	-	47	-	6.906	-
Deferred income for capital grants	13.332	12.058	11.208	10.358	9.815	9.209
Other liabilities	10.866	14.442	18.209	18.504	20.332	17.025
Non current liabilities	59.657	61.443	64.886	70.857	74.583	59.236
Share capital	54.824	54.853	54.853	54.853	54.853	54.853
Reserved	42.292	42.780	42.780	42.780	42.780	42.780
Additional paid-in capital	8.282	8.282	8.282	8.282	8.282	8.442
Retained earnings	306.199	239.303	219.112	217.204	204.562	175.062
Total equity attributable to Natuzzi and subsidiaries	411.597	345.218	325.027	323.119	310.477	281.137
Non-controlling interest /Minority interest	146	795	1.860	2.112	3.035	2.524
Total shareholders equity	411.743	346.013	326.887	325.231	313.512	283.661
Total liabilities and shareholders equity	617.469	543.795	508.564	503.856	510.951	476.054

Bilag 21: Reformuleret balance Natuzzi

(thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Software, trademarks, patens and other	7.944	8.510	9.158	7.205	5.059	4.782
Goodwill	6.686	3.403	2.226	711	261	81
Aktivering af udviklingsomkostninger (1)	21.670	23.600	22.025	20.115	19.015	18.945
Immaterielle aktiver i alt	36.300	35.513	33.409	28.031	24.335	23.808
Property, plant and equitment, net	235.850	211.781	193.834	195.951	175.801	161.461
Materielle aktiver i alt	235.850	211.781	193.834	195.951	175.801	161.461
Deferes income taxes	212	179	-	-	-	771
Deferred tax asset	1.079	4.219	702	1.078	378	525
Deferred taxes liabilities	-7.004	-7.628	-7.165	-6.501	-13.052	-6.123
Investment in affiliates	2.646	1.429	1.429	1.429	1.429	1.429
Andre langfristede aktiver i alt	-3.067	-1.801	-5.034	-3.994	-11.245	-3.398
Anlægskapital	269.083	245.493	222.209	219.988	188.891	181.871
Driftslikviditet	3.172	3.330	2.577	2.593	2.432	2.344
Inventories	107.290	92.012	81.565	87.355	93.537	82.269
Trade receivables, net	117.722	122.783	97.045	95.815	92.939	93.069
Other receivables (2)	47.784	46.185	54.538	51.709	44.870	51.012
Prepaid expenses and accrued income	1.847	1.259	1.415	1.334	2.597	2.031
Kortfristede driftsaktiver	277.815	265.569	237.140	238.806	236.375	230.725
Accounts payable-trade	89.247	68.577	66.499	64.317	63.543	63.328
Accounts payable-other	29.813	29.743	29.266	27.617	21.416	21.033
Income taxes	1.585	1.798	3.708	2.952	1.335	9.199
Deferred income taxes	-	-	-	-	-	1.096
Salaries, wages and related liabilities	17.531	16.811	15.054	9.909	8.040	7.967
Employees' leaving entitlement	33.343	31.677	29.565	28.412	26.742	25.717
Accounts payable-shareholders for dividends	-	-	-	-	-	82
Kortfristede driftsforpligtelser	171.519	148.606	144.092	133.207	121.076	128.422
Arbejdskapital (netto)	106.296	116.963	93.048	105.599	115.299	102.303
NETTO DRIFTSAKTIVER (Investeret kapital)	375.379	362.457	315.256	325.587	304.190	284.174
Overskydende likviditet	84.287	43.977	63.753	58.501	91.608	75.369
Marketable securities (3)	4	4	4	4	4	4
Unrealized foreign exchange gains	946	4.724	318	171	36	907
Unrealized foreign exchange losses	0	-9.195	-380	-1.059	-630	-1
Bank overdrafts (4)	-7.576	-9.701	-760	-83	-24.157	-26948
Current portion of long-term debt	-317	-514	-1.124	-1.831	-3.735	-3503
Long-term debt	-2.116	-3.266	-5.857	-13.583	-10.788	-7.285
Deferred income for capital grants	-13.332	-12.058	-11.208	-10.358	-9.815	-9.209
Other liabilities	-10.866	-14.442	-18.209	-18.504	-20.332	-17.025
NETTO FINANSIELLE AKTIVER	51.030	-471	26.537	13.258	22.191	12.309
MINORITETSINTERESSER	146	795	1.860	2.112	3.035	2.524
ORDINÆR EGENKAPITAL	426.263	361.190	339.934	336.733	323.346	293.959

(1) Udviklingsomkostningerne (Research and development costs) er blevet aktiveret som et immaterielt aktiv:

Aktivering af udviklingsomkostninger:	Omk. Beløb	Andel aktiveret		Andel aktivitet		Andel aktivitet	
		2007	Aktiv 2007	ret 2008	Aktiv 2008	ret 2009	Aktiv 2009
2012	7900						
2011	7300						
2010	7000						
2009	7850					0,9	7065
2008	8700			0,9	7830	0,7	6090
2007	10100	0,9	9090	0,7	7070	0,5	5050
2006	9400	0,7	6580	0,5	4700	0,3	2820
2005	10000	0,5	5000	0,3	3000	0,1	1000
2004	10000	0,1	1000	0,1	1000		
Total			21.670		23.600		22.025

Andel aktiveret 2010	Aktiv 2010	Andel aktiveret 2011	Aktiv 2011	Andel aktiveret 2012	Aktiv 2012
				0,9	7.110
		0,9	6.570	0,7	5.110
0,9	6300	0,7	4.900	0,5	3.500
0,7	5495	0,5	3.925	0,3	2.355
0,5	4350	0,3	2.610	0,1	870
0,3	3030	0,1	1.010		
0,1	940				
		20.115		19.015	
				18.945	

Amortiseringen af udviklingsomkostninger:	Omk. Beløb	Andel amortise- ret 06/07		Amortise- ring 06/07		Andel amortise- ret 07/08		Amortise- ring 07/08		Andel amortise- ret 08/09		Amortise- ring 08/09	
		06/07	07/08	06/07	07/08	07/08	08/09	07/08	08/09	08/09	08/09	08/09	
2012	7900												
2011	7300												
2010	7000												
2009	7850									0,10	785		
2008	8700							0,10	870	0,20	1.740		
2007	10100	0,1	1010			0,20	2.020	0,20	2.020				
2006	9400	0,2	1880			0,20	1.880	0,20	1.880				
2005	10000	0,2	2000			0,20	2.000	0,10	1.000				
2004	10000	0,2	2000			0,10	1.000						
Total			6.890				7.770				7.425		

Andel amortiseret 09/10	Amorti- sering 09/10	Andel amortise- ret 10/11	Amortise- ring 10/11	Andel amortise- ret 11/12	Amortise- ring 11/12
				0,1	790
		0,1	730	0,2	1.460
0,20	1.400	0,2	1.400	0,2	1.400
0,20	1.570	0,2	1.570	0,2	1.570
0,20	1.740	0,2	1.740	0,2	1.740
0,20	2.020	0,2	2.020	0,1	1.010
0,20	1.880	0,1	940		
	8.610		8.400		7.970

Effekt på resultatopgørelsen	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Udviklingsomkostninger	7.900	7.300	7.000	7.850	8.700	10.100
Amortisering af udviklingsomkostninger	-8.400	-7.970	-8.610	-7.425	-7.770	-6.890
Skatteomkostning	23	356	617	509	-624	-1.552
Nettooverskud	-477	-314	-993	934	306	1.658
Effekt på balancen	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Immaterielle langfristede aktiver	18.945	19.015	20.115	22.025	23.600	21.670
Udskudt skatteforpligtelse	6.123	6.146	6.501	7.118	7.628	7.004
Egenkapital	12.822	12.869	13.614	14.907	15.972	14.666

- (2) Det har ikke været muligt at finde dagsværdien af de afledte finansielle instrumenter som Natuzzi benytter sig af. Derfor er denne korrektion ikke foretaget.
- (3) Marketable securities = Foreign corporate bonds
- (4) Payable on demand. Der bliver tilskrevet renter herpå. Derfor er de klassificeret som værende et finansiel aktiv.

Bilag 22: Officiel resultatopgørelse Poltrona Frau

(thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Revenues from sales and services	280.895	282.701	252.642	256.277	244.789	238.497
Other revenue	5.139	7.121	6.838	4.294	6.746	8.491
Revenues	286.034	289.822	259.480	260.571	251.535	246.988
Costs for raw materials and consumables	-102.119	-113.766	-106.514	-103.760	-93.098	-96.340
Costs for services	-100.950	-101.130	-85.530	-86.333	-86.969	-78.270
Personnel costs	-48.416	-48.016	-45.910	-45.472	-44.572	-45.503
Other operating costs	-1.871	-3.659	-2.476	-2.889	-1.310	-843
Restructuring costs	-	-	-5.572	-3.537	-	-3.906
Depreciation or amortisation	-7.195	-8.485	-7.566	-7.977	-6.466	-6.568
Adjustment of asset value and other provisions	-107	-8.819	-908	-	-300	-25
Total operating costs	-260.658	-283.875	-254.476	-249.968	-232.715	-231.455
Operating income	25.376	5.947	5.004	10.603	18.820	15.533
Interest in profit of associates (equity method)	22	30	-25	-302	-1.793	-858
Financial charges	-8.623	-17.406	-8.555	-10.271	-8.071	-7.631
Financial income	2.004	4.673	3.625	4.246	2.709	1.487
Income before taxes	18.779	-6.756	49	4.276	11.665	8.531
Income taxes	-6.218	-3.641	-3.918	-3.616	-6.563	-3.970
Profit form continuing operations	12.561	-10.397	-3.869	660	5.102	4.561
Profit for discontinued operations	-	861	-3.767	-	-457	-3.675
Profit for the year	12.561	-9.536	-7.636	660	4.645	886
Owners of the parent (moder)	10.706	-8.297	-6.332	1.055	4.599	1.012
Non-controlling interest (minoritet)	1.855	-1.239	-1.304	-395	46	-126
Anden Totalindkomst						
Profit (loss) on fair value of available-for-sale financial assets	-3.359	-	-	261	262	-38
Profit (loss) on exchange differences on translating foreign operations	-858	670	-541	887	424	-258
Income tax effect relating to components of						
Other comprehensive income		-	-	-11	-15	-
Total Other comprehensive income, net of tax	-5.227	670	-541	1.137	671	-296
Totalindkomst fordelt på:						
Moderselskabets ejere	6.084	-7.726	-6.816	2.086	5.263	716
Minoritetsinteresserne	1.250	-1.140	-1.361	-289	53	-126
Totalindkomst i alt	7.334	-8.866	-8.177	1.797	5.316	590
Afskrivninger (uddydende poster)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Amorisation of intangible fixed assets	2.607	1.634	1.606	1.457	1.741	1.949
Impairment loss on trademarks		2.053		500		
Impairment loss on tangible fixed assets			456	1.257		
Depreciation of tangible fixed assets	4.588	4.798	5.504	4.763	4.725	4.619
Total amortisation or depreciation	7.195	8.485	7.566	7.977	6.466	6.568
Financial charges and income						
Change in fair value of derivative instruments	189	5.817	351	422	1.112	882
Exchange losses	2.401	3.066	2.280	3.691	950	1.273
Interest expense, commissions and other financial charges	6.033	8.523	5.924	6.158	6.009	5.476
Total Financial charges	8.623	17.406	8.555	10.271	8.071	7.631
Change in fair value of derivative instruments	1.500	154	505	862	702	254
Exchange gains	230	3.231	2.564	2.962	1.762	1.049
Interest income and other financial income	274	1.288	556	422	245	184
Total Financial income	2.004	4.673	3.625	4.246	2.709	1.487

Bilag 23: Reformuleret resultatopgørelse Poltrona Frau

(thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsætning	280.895	282.701	252.642	256.277	244.789	238.497
Produktionsomkostninger	-126.466	-139.186	-131.977	-128.580	-116.143	-121.446
Bruttoresultat	154.429	143.515	120.665	127.697	128.646	117.051
Cost for services	-125.019	-123.726	-105.977	-106.985	-108.496	-98.667
Other operating costs	-1.871	-3.659	-2.476	-2.889	-1.310	-843
Core/primære driftsomkostninger	-253.356	-266.571	-240.430	-238.454	-225.949	-220.956
Core/primære driftsomkostninger fra salg før afskrivninger og amortiseringer (EBITDA)	27.539	16.130	12.212	17.823	18.840	17.541
Afskrivninger	-7.195	-6.432	-7.110	-6.220	-6.466	-6.568
Core/primær driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	20.344	9.698	5.102	11.603	12.374	10.973
Skat på EBIT (1)	-6.731	-8.027	-6.613	-5.319	-6.360	-5.670
Core/primær driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	13.613	1.671	-1.511	6.284	6.014	5.303
Core andet driftsoverskud, efter skat	3.500	4.849	4.603	2.604	2.773	4.889
Permanent driftsoverskud, efter skat	17.113	6.521	3.092	8.889	8.786	10.192
Usædvanlige driftsposter, efter skat(2)	-72	-7.439	-7.391	-4.151	-512	-5.148
Samlet driftsoverskud, efter skat	17.041	-918	-4.299	4.738	8.274	5.044
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	-3.898	-4.897	-3.633	-3.882	-3.901	-3.582
Usædvanlige finansielle poster, efter skat(3)	-5.809	-3.051	-245	941	943	-873
Samlede netto finansielle omkostninger, efter skat	-9.707	-7.948	-3.878	-2.941	-2.958	-4.454
Totalindkomst før minoriteter (hele koncernen)	7.334	-8.866	-8.177	1.797	5.316	590
Minoritetsinteressers resultataandel	1.250	-1.140	-1.361	-289	53	-126
Totalindkomst til ordinære aktionærer (moder)	6.084	-7.726	-6.816	2.086	5.263	716

(1) Udregning af skat på EBIT (32,32%):

Skat af årets resultat	6.218	3.641	3.918	3.616	6.563	3.970
Core netto finansielle omkostninger , før skat	5.759	7.235	5.368	5.736	5.764	5.292
Skattefordel på core netto finansielle omk.	1.861	2.338	1.735	1.854	1.863	1.710
Usædvanlige finansielle poster (<i>hvor der kræves skatteallokering</i>)	-860	-5.498	438	-289	402	-852
Skat på usædvanlige finansielle poster	278	1.777	-142	93	-130	275
Samlet skat på driftsoverskud	8.357	7.756	5.511	5.563	8.296	5.956
Skat allokeret til usædvanlige driftsposter	35	2.572	3.312	1.143	245	2.458
Skat allokeret til core andet driftoverskud	-1.661	-2.302	-2.210	-1.388	-2.180	-2.744
Skat på core driftsoverskud fra salg (EBIT)	6.731	8.027	6.613	5.319	6.360	5.670

(3) Usædvanlige finansielle poster i alt, efter skat

Valutakursgevinst/tab	-2.171	165	284	-729	812	-224
Gevinst/tab på derivater	1.311	-5.663	154	440	-410	-628
Skat på usædvanlige finansielle poster	278	1.777	-142	93	-130	275
Anden totalindkomst	-5.227	670	-541	1.137	671	-296
I alt	-5.809	-3.051	-245	941	943	-873

(2) Usædvanlige driftsoverskud, efter skat

<i>Poster, der kræver skatteallokering</i>						
Restructuring costs	0	0	-5.572	-3.537	0	-3.906
Adjustment of asset value and other provisions	-107	-8.819	-908	0	-300	-25
Profit for discontinued operations	0	861	-3.767	0	-457	-3.675
Skat på usædvanlige poster (32,32 %)	35	2.572	3.312	1.143	245	2.458

Poster, der ikke kræver skatteallokering

Impairment loss on trademarks	0	-2.053	0	-500	0	0
Impairment loss on tangible fixed assets	0	0	-456	-1.257	0	0
Usædvanlige driftsposter i alt, efter skat	-72	-7.439	-7.391	-4.151	-512	-5.148

Bilag 24: Officiel balance Poltrona Frau

Aktiver (thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	21.711	19.658	16.940	16.940	16.939	17.465
Brands with indefinite useful life	74.722	74.722	64.722	64.222	63.820	63.820
Other intangible fixed assets	3.963	3.874	2.962	3.017	3.860	4.842
Tangible fixed assets	33.000	33.501	39.432	39.492	36.700	40.214
Investments	3.293	1.466	1.021	6.707	10.653	10.516
Other non-current assets	4.511	4.979	4.981	7.758	7.235	7.443
Deferred tax assets	7.508	9.009	8.573	8.032	6.935	6.457
Non-current assets	148.708	147.209	138.631	146.168	147.532	152.101
Inventories	57.020	63.539	53.175	52.724	58.206	53.989
Trade receivables	76.652	79.017	89.004	74.789	58.920	52.110
Other current assets (1) (2)	12.113	10.872	13.441	9.416	5.632	8.960
Derivative financial instruments	235	113	65	333	-	15
Cash and cash equivalents	26.711	29.368	31.850	13.214	12.036	9.068
<i>Current financial receivables</i>	-	-	-	1.378	3.830	5.304
Current assets	172.731	182.909	187.535	151.854	138.624	129.446
Assets held for sale	-	-	23.326	-	-	1.072
Total assets	321.439	330.118	349.492	298.022	286.156	282.619

(1) Heri er 'derivative instruments' trukket ud og lagt til 'derivative financial instruments' (for 2007-2010, 2012)
(2) Heri er 'current financial receivables' trukket ud og lagt til netto finansielle forpligtelser

Passiver (thousands of euros)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Share capital	34.386	33.879	33.879	33.879	34.816	34.810
Share premium reserve	29.020	26.344	14.749	4.322	2.593	2.530
Fair value reserve	-5.594	-	-	250	497	459
Other reserves	5.426	8.462	8.293	10.041	8.601	6.748
Profits (losses) of previous years	606	6.383	9.681	14.593	20.918	25.517
Group share of profit	10.706	-8.297	-6.332	1.055	4.599	1.012
Total group shareholders equity (ordinær)	74.550	66.771	60.270	64.140	72.024	71.076
Minority interest's share of capital and reserves	10.297	14.048	8.961	-1.072	-1.673	-140
Minority interest's share of profit/loss	1.855	-1.239	-1.304	-395	46	-126
Total minority interest	12.152	12.809	7.657	-1.467	-1.627	-266
Total shareholders equity	86.702	79.580	67.927	62.673	70.397	70.810
Medium-long-term borrowings	44.456	50.112	48.873	70.037	59.306	48.429
Provisions for staff	9.386	8.778	7.632	6.032	5.450	5.450
Provisions for risks and charges	2.032	2.012	4.083	3.741	2.958	5.092
Deferred tax liabilities	25.626	25.928	22.627	22.442	22.390	22.183
Other non-current liabilities	674	1.103	925	683	615	554
Total non-current liabilities	82.174	87.933	84.140	102.935	90.719	81.708
Trade payables	57.871	59.707	59.528	59.981	58.655	59.197
Due to banks and other loans	73.623	77.226	97.570	36.837	42.535	45.837
Tax payables	3.253	2.807	3.546	2.357	3.925	2.513
Derivative financial instruments	199	5.740	2.750	1.927	1.127	1.360
Other current liabilities (3)	17.617	17.125	27.518	31.312	18.798	20.622
Total current liabilities	152.563	162.605	190.912	132.414	125.040	129.529
Liabilities held for sale	-	-	6.513	-	-	572
Total liabilities	234.737	250.538	281.565	235.349	215.759	211.809
Total liabilities and shareholders equity	321.439	330.118	349.492	298.022	286.156	282.619

(3) Heri er 'derivative instruments' trukket ud og lagt til 'derivative financial instruments' (for 2007-2010)

Bilag 25: Reformuleret balance Poltrona Frau

Reformuleret Balance	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	21.711	19.658	16.940	16.940	16.939	17.465
Brands with indefinite useful life	74.722	74.722	64.722	64.222	63.820	63.820
Other intangible fixed assets (1)	2.319	1.990	1.542	1.610	1.977	2.663
Development costs	1.644	1.884	1.420	1.407	1.883	2.179
Immaterielle aktiver i alt	100.396	98.254	84.624	84.179	84.619	86.127
Tangible fixed assets	33.000	33.501	39.432	39.492	36.700	40.214
Materielle aktiver i alt	33.000	33.501	39.432	39.492	36.700	40.214
Investments (2)	3.293	1.466	1.021	6.707	10.653	10.516
Other non-current assets (3)	4.511	4.979	4.981	7.758	7.235	7.443
Deferred tax assets	7.508	9.009	8.573	8.032	6.935	6.457
Deferred tax liabilities	-25.626	-25.928	-22.627	-22.442	-22.390	-22.183
Andre langfristede aktiver, netto	-10.314	-10.474	-8.052	55	2.433	2.233
Anlægskapital	123.082	121.281	116.004	123.726	123.752	128.574
Driftslukviditet	1.430	1.449	1.297	1.303	1.258	1.235
Inventories	57.020	63.539	53.175	52.724	58.206	53.989
Trade receivables	76.652	79.017	89.004	74.789	58.920	52.110
Other current assets	12.113	10.872	13.441	9.416	5.632	8.960
Kortfristede driftsaktiver	147.215	154.877	156.917	138.232	124.016	116.294
Provisions for staff	9.386	8.778	7.632	6.032	5.450	5.450
Provisions for risks and charges	2.032	2.012	4.083	3.741	2.958	5.092
Trade payables	57.871	59.707	59.528	59.981	58.655	59.197
Tax payables	3.253	2.807	3.546	2.357	3.925	2.513
Other current liabilities	17.617	17.125	27.518	31.312	18.798	20.622
Kortfristede driftsforpligtelser	90.159	90.429	102.307	103.423	89.786	92.874
Arbejdskapital (netto)	57.056	64.448	54.610	34.809	34.230	23.420
NETTO DRIFTSAKTIVER (Investeret kapital)	180.138	185.729	170.614	158.535	157.982	151.994
Assets held for sale	-	-	-23.326	-	-	-1.072
Available for sale financial assets	-	-	-	-	-1.390	-1.344
<i>Current financial receivables</i>	-	-	-	-1.378	-3.830	-5.304
Liabilities held for sale	-	-	6.513	-	-	572
Derivative financial instruments	-235	-113	-65	-333	-	-15
Overskydende likviditet	-25.281	-27.919	-30.553	-11.911	-10.778	-7.833
Medium-long-term borrowings	44.456	50.112	48.873	70.037	59.306	48.429
Due to banks and other loans	61.048	59.878	77.825	25.722	30.512	32.755
Current portion of medium-long term loans	12.575	17.348	19.745	11.115	12.023	13.082
Derivative financial instruments	199	5.740	2.750	1.927	1.127	1.360
Other non-current liabilities	674	1.103	925	683	615	554
NETTO FINANSIELLE FORPLIGTELSE	93.436	106.149	102.687	95.862	87.585	81.184
MINORITETSINTERESSER	12.152	12.809	7.657	-1.467	-1.627	-266
ORDINÆR EGENKAPITAL	74.550	66.771	60.270	64.140	72.024	71.076
SAMLET FINANSIERING	180.138	185.729	170.614	158.535	157.982	151.994

(1) Poltrona Frau har aktiveret sine udviklingsomkostninger under 'other intangible fixed assets' som 'development costs'

(2) Investments in associates - Bliver anset som værende en del af driftsaktiviteten

(3) Guarantee deposits

Bilag 26: Aktiveret værdi af operationelle leasingkontrakter

Operationelle leasingyddeler:	2013	2012	2011	2010	2009	2008
0-1 år	37.868	34.867	37.849	41.507	38.383	32.311
1-5 år	69.534	64.721	76.132	80.521	80.577	62.709
> 5 år	12.850	6.847	8.767	15.338	22.781	2.496
t. DKK	120.252	106.435	122.748	137.366	141.741	97.516

Scenarie 1:

	År 1		År 2		År 3	
	Nominel værdi	Nutidsværdi	Nominel værdi	Nutidsværdi	Nominel værdi	Nutidsværdi
1	37.868	36.065	34.867	33.207	37.849	36.047
2	69.534	63.069	64.721	58.704	76.132	69.054
3	0	0	0	0	0	0
4	0	0	0	0	0	0
5	0	0	0	0	0	0
6	0	0	0	0	0	0
7	12.850	9.132	6.847	4.866	8.767	6.231
8	0	0	0	0	0	0
	120.252	108.266	106.435	96.777	122.748	111.331

Rentesats 5,0%

Scenarie 2:

	År 1		År 2		År 3	
	Nominel værdi	Nutidsværdi	Nominel værdi	Nutidsværdi	Nominel værdi	Nutidsværdi
1	37.868	34.741	37.849	34.724	34.867	31.988
2	13.907	11.705	15.226	12.816	12.944	10.895
3	13.907	10.739	15.226	11.758	12.944	9.995
4	13.907	9.852	15.226	10.787	12.944	9.170
5	13.907	9.038	15.226	9.896	12.944	8.413
6	13.907	8.292	15.226	9.079	12.944	7.718
7	6.425	3.515	4.384	2.398	3.424	1.873
8	6.425	3.224	4.384	2.200	3.424	1.718
	120.252	91.107	122.748	93.657	106.435	81.770

Rentesats 9,0%

Vurderet ud fra scenarierne vil en realistisk værdi for de aktiverede operationelle leasingkontrakter være omkring 100.000 t.kr.

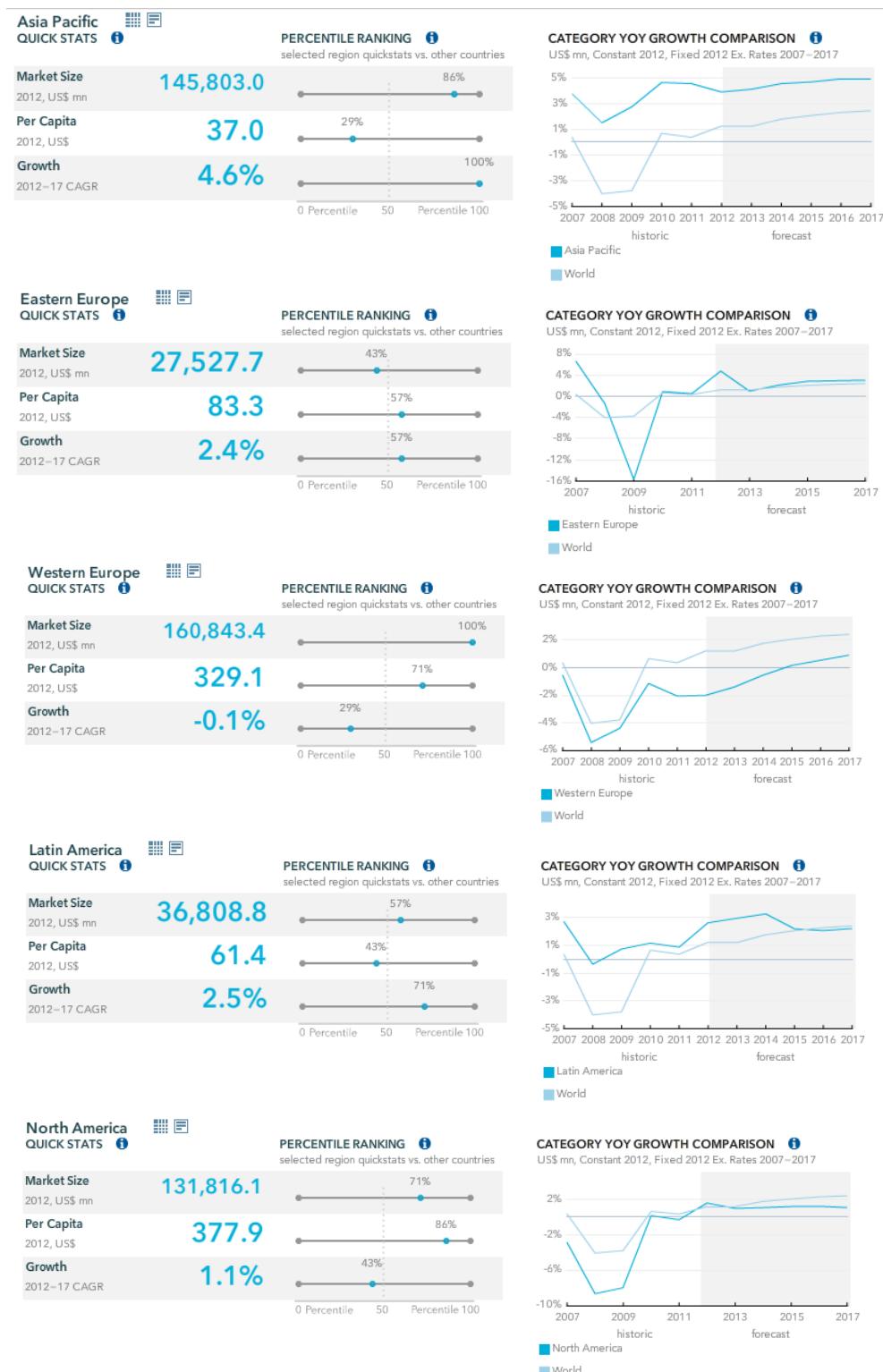
Bilag 27: Dekomponering af Poltrona Fraus resultatopgørelse

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Omsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	100,0	100,6	89,9	91,2	87,1	84,9
Produktionsomkostninger	-45,0%	-49,2%	-52,2%	-50,2%	-47,4%	-50,9%
	100,0	110,1	104,4	101,7	91,8	96,0
Cost for services (1)	-44,5%	-43,8%	-41,9%	-41,7%	-44,3%	-41,4%
	100,0	99,0	84,8	85,6	86,8	78,9
Other operating costs	-0,7%	-1,3%	-1,0%	-1,1%	-0,5%	-0,4%
	100,0	195,6	132,3	154,4	70,0	45,1
EBITDA	9,8%	5,7%	4,8%	7,0%	7,7%	7,4%
	100,0	58,6	44,3	64,7	68,4	63,7
Afskrivninger	-2,6%	-2,3%	-2,8%	-2,4%	-2,6%	-2,8%
	100,0	89,4	98,8	86,4	89,9	91,3
EBIT	7,2%	3,4%	2,0%	4,5%	5,1%	4,6%
	100,0	47,7	25,1	57,0	60,8	53,9
Skat på EBIT	-2,4%	-2,8%	-2,6%	-2,1%	-2,6%	-2,4%
	100,0	119,3	98,3	79,0	94,5	84,2
NOPAT	4,8%	0,6%	-0,6%	2,5%	2,5%	2,2%
	100,0	12,3	-11,1	46,2	44,2	39,0
Usædvanlige driftsposter, efter skat	0,0%	-2,6%	-2,9%	-1,6%	-0,2%	-2,2%
	100,0	10272,3	10206,3	5731,8	707,5	7108,4
Samlet driftoverskud, efter skat	6,1%	-0,3%	-1,7%	1,8%	3,4%	2,1%
	100	-5	-25	28	49	30

- (1) Cost for services:
- External processing
 - Commissions and royalties
 - Consulting
 - Communication and marketing
 - Transport and logistics
 - Maintenance
 - Utility costs
 - Rental and lease payments
 - Other costs for services

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Indeks på omsætning	100	101	90	91	87	85
Indeks på immaterielle	100	98	84	84	84	86
Indeks på materielle	100	102	119	120	111	122
Indeks på Anlegskapital	100	99	94	101	101	104
Indeks på varebeholdning	100	111	93	92	102	95
Indeks på tilgodehavender fra salg	100	103	116	98	77	68
Indeks på leverandørgæld	100	103	103	104	101	102
Indeks på Arbejdskapital	100	113	96	61	60	41
Indeks på Investeret Kapital	100	103	95	88	88	84

Bilag 28: Forecast af udviklingen i salgsværdien af møbelsalg 2012-2017



Bilag 29: Udvikling i pipeline på udvalgte hovedmarkeder

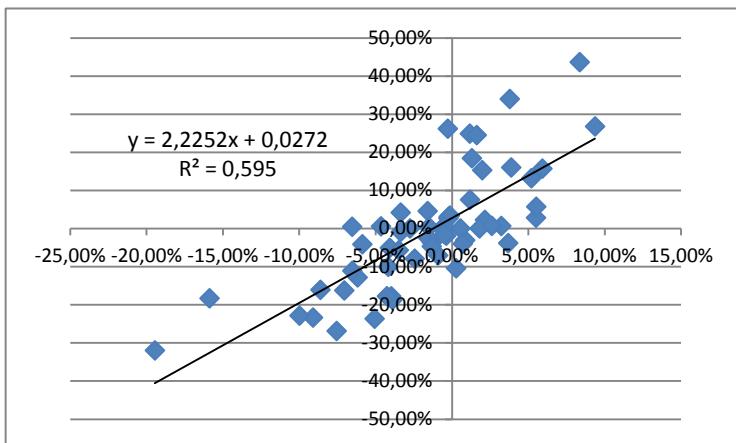
	2011/12				2012/13			
	Åbninger	Lukninger	Fase 2	Fase 3	Åbninger	Lukninger	Fase 2	Fase 3
Europa	7	13	21	4	14	17	27	5
Frankrig	1	1	4	-	1	1	6	1
Tyskland	1	-	8	1	2	0	5	4
England	-	1	2	-	2	1	6	-
Spanien	-	4	-	-	1	4	-	-
Danmark	-	2	-	-	1	2	-	-
Sverige	1	2	1	-	0	2	2	-
Norge	-	-	-	-	0	0	-	-
Mellemøsten	4	1	5	1	2	2	4	2
Nordamerika	1	1	5	-	1	2	2	3
USA	1	1	3	-	0	2	2	3
Latinamerika	2	1	4	-	1	0	4	3
Asien	9	8	35	4	6	6	18	4
Japan	1	2	3	-	0	0	3	1
Kina	5	5	17	2	4	6	5	2
Total	23	24	70	9	24	27	55	17

Bilag 30: Udregning af BCbeta

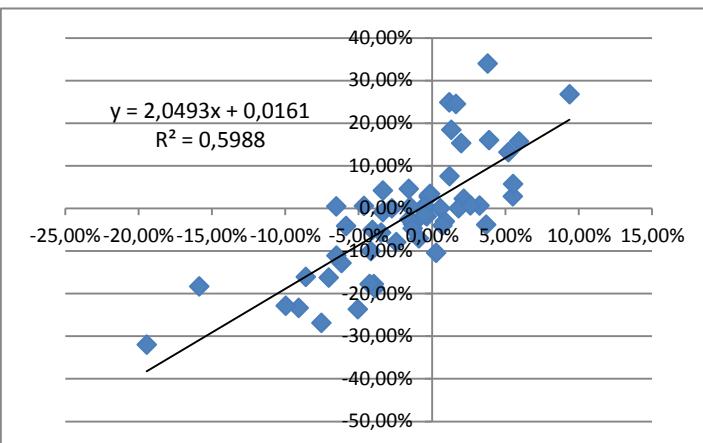
Månedsbasis	BC	SmallCap	Return BC	Return Small	Ugebasis	BC	Smallcap	Return Small	Return BC
May 1, 2013	98,5	122,55	-10,5%	0,3%	Apr 29, 2013	110,00	121,73	1,59%	1,38%
Apr 1, 2013	110	122,22	2,8%	5,5%	Apr 22, 2013	108,50	119,82	-1,75%	-0,46%
Mar 1, 2013	107	115,85	3,4%	-0,1%	Apr 15, 2013	109,00	121,95	0,25%	-2,68%
Feb 1, 2013	103,5	116,01	-1,9%	-0,4%	Apr 8, 2013	112,00	121,65	-0,47%	3,70%
Jan 1, 2013	105,5	116,44	0,0%	-0,7%	Apr 1, 2013	108,00	122,22	0,16%	0,93%
Dec 3, 2012	105,5	117,21	-16,3%	-7,0%	Mar 25, 2013	107,00	122,02	1,74%	0,94%
Nov 1, 2012	126	126,1	-3,1%	0,9%	Mar 18, 2013	106,00	119,93	1,29%	-0,93%
Oct 1, 2012	130	125,02	-3,7%	-1,3%	Mar 11, 2013	107,00	118,40	2,44%	2,88%
Sep 3, 2012	135	126,68	0,0%	0,6%	Mar 4, 2013	104,00	115,58	-0,28%	0,48%
Aug 1, 2012	135	125,98	18,4%	1,3%	Feb 25, 2013	103,50	115,90	0,46%	-0,48%
Jul 2, 2012	114	124,36	2,2%	2,2%	Feb 18, 2013	104,00	115,37	-0,22%	-1,89%
Jun 1, 2012	111,5	121,74	-0,9%	-3,4%	Feb 11, 2013	106,00	115,63	0,12%	0,00%
May 1, 2012	112,5	125,97	0,4%	-6,5%	Feb 4, 2013	106,00	115,49	-3,11%	-0,47%
Apr 2, 2012	112	134,78	-5,1%	-4,1%	Jan 28, 2013	106,50	119,20	-0,82%	-1,39%
Mar 1, 2012	118	140,5	24,9%	1,2%	Jan 21, 2013	108,00	120,18	-0,19%	2,86%
Feb 1, 2012	94,5	138,88	13,2%	5,2%	Jan 14, 2013	105,00	120,41	0,87%	-0,47%
Jan 2, 2012	83,5	132,02	5,7%	5,5%	Jan 7, 2013	105,50	119,37	2,52%	0,48%
Dec 1, 2011	79	125,12	-7,1%	-0,9%	Dec 31, 2012	105,00	116,44	-0,43%	-0,47%
Nov 1, 2011	85	126,26	-10,1%	-4,2%	Dec 24, 2012	105,50	116,94	-0,14%	1,44%
Oct 4, 2011	94,5	131,76	-2,6%	-1,5%	Dec 17, 2012	104,00	117,10	-0,44%	-1,42%
Sep 1, 2011	97	133,83	-17,8%	-4,0%	Dec 10, 2012	105,50	117,62	0,35%	-9,83%
Aug 2, 2011	118	139,37	-23,4%	-9,1%	Dec 3, 2012	117,00	117,21	0,02%	-7,14%
Jul 4, 2011	154	153,32	2,7%	-0,2%	Nov 26, 2012	126,00	117,19	0,18%	1,61%
Jun 1, 2011	150	153,68	-4,2%	-5,9%	Nov 19, 2012	124,00	116,98	-3,11%	-2,36%
May 2, 2011	156,5	163,26	-7,9%	-2,4%	Nov 12, 2012	127,00	120,74	-1,86%	0,40%
Apr 1, 2011	170	167,35	3,0%	-0,2%	Nov 5, 2012	126,50	123,03	-1,75%	0,40%
Mar 2, 2011	165	167,72	0,0%	-2,7%	Oct 29, 2012	126,00	125,22	0,43%	0,80%
Feb 1, 2011	165	172,46	-5,7%	-3,5%	Oct 22, 2012	125,00	124,69	-0,26%	0,00%
Jan 3, 2011	175	178,68	0,0%	1,8%	Oct 15, 2012	125,00	125,02	-0,67%	-3,85%
Dec 1, 2010	175	175,52	-3,8%	3,7%	Oct 8, 2012	130,00	125,86	-0,84%	-2,62%
Nov 1, 2010	182	169,29	0,6%	-0,5%	Oct 1, 2012	133,50	126,93	0,20%	-1,11%
Oct 1, 2010	181	170,17	15,3%	2,0%	Sep 24, 2012	135,00	126,68	-2,40%	0,75%
Sep 1, 2010	157	166,87	0,6%	3,2%	Sep 17, 2012	134,00	129,79	1,29%	1,13%
Aug 2, 2010	156	161,65	-18,8%	-3,9%	Sep 10, 2012	132,50	128,14	1,51%	-5,36%
Jul 1, 2010	192	168,21	-1,5%	-0,5%	Sep 3, 2012	140,00	126,23	0,20%	3,70%
Jun 1, 2010	195	169,05	4,6%	-1,6%	Aug 27, 2012	135,00	125,98	-0,40%	10,66%
May 3, 2010	186,5	171,79	-12,9%	-6,2%	Aug 20, 2012	122,00	126,48	-0,32%	3,83%
Apr 6, 2010	214	183,1	7,5%	1,2%	Aug 13, 2012	117,50	126,89	1,97%	3,07%
Mar 1, 2010	199	180,96	15,7%	5,9%	Aug 6, 2012	114,00	124,44	-0,25%	0,88%
Feb 1, 2010	172	170,85	-4,7%	-1,3%	Jul 30, 2012	113,00	124,75	-0,13%	-2,59%
Jan 1, 2010	180,5	173,15	24,5%	1,6%	Jul 23, 2012	116,00	124,91	0,10%	-0,85%
Dec 1, 2009	145	170,39	16,0%	3,9%	Jul 16, 2012	117,00	124,78	1,89%	4,46%
Nov 2, 2009	125	164,03	4,2%	-3,4%	Jul 9, 2012	112,00	122,47	0,21%	-6,67%
Oct 1, 2009	120	169,73	-11,1%	-6,5%	Jul 2, 2012	120,00	122,21	0,39%	7,62%
Sep 1, 2009	135	181,58	26,2%	-0,3%	Jun 25, 2012	111,50	121,74	-1,08%	-0,45%
Aug 3, 2009	107	182,08	43,6%	8,4%	Jun 18, 2012	112,00	123,07	0,47%	1,82%
Jul 1, 2009	74,5	168,03	0,7%	2,6%	Jun 11, 2012	110,00	122,49	-0,62%	-3,51%
Jun 1, 2009	74	163,76	-17,8%	-4,3%	Jun 4, 2012	114,00	123,25	-0,89%	4,59%
May 1, 2009	90	171,05	26,8%	9,4%	May 28, 2012	109,00	124,36	-2,81%	-6,03%
Apr 1, 2009	71	156,4	34,0%	3,8%	May 21, 2012	116,00	127,95	-0,28%	4,50%
Mar 2, 2009	53	150,7	-26,9%	-7,6%	May 14, 2012	111,00	128,31	-2,20%	-2,63%
Feb 2, 2009	72,5	163,01	-23,7%	-5,1%	May 7, 2012	114,00	131,20	-2,34%	-1,72%
Jan 1, 2009	95	171,71	-4,0%	0,7%	Apr 30, 2012	116,00	134,34	0,10%	4,50%
Dec 1, 2008	99	170,51	-16,1%	-8,6%	Apr 23, 2012	111,00	134,21	-1,88%	-0,89%
Nov 3, 2008	118	186,58	-22,9%	-10,0%	Apr 16, 2012	112,00	136,78	-0,92%	-5,08%
Oct 1, 2008	153	207,27	-32,0%	-19,5%	Apr 9, 2012	118,00	138,05	-1,48%	0,00%
Sep 1, 2008	225	257,32	-18,3%	-15,9%	Apr 2, 2012	118,00	140,13	-0,26%	0,00%
Aug 1, 2008	275,5	305,88	0,4%	-1,5%	Mar 26, 2012	118,00	140,50	0,01%	0,00%
Jul 1, 2008	274,5	310,55	0,5%	-4,6%	Mar 19, 2012	118,00	140,48	-1,50%	-7,09%
Jun 2, 2008	273	325,69			Mar 12, 2012	127,00	142,62	0,13%	7,63%

Ugebasis (fortsættelse..)

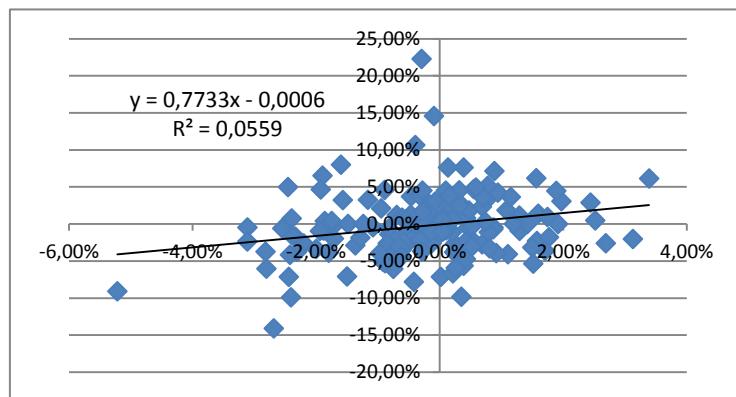
Nov 28, 2011	84,00	125,60	-1,37%	-2,89%
Nov 21, 2011	86,50	127,34	-1,80%	-3,89%
Nov 15, 2011	90,00	129,67	0,08%	0,00%
Nov 7, 2011	90,00	129,57	-2,31%	-3,74%
Oct 31, 2011	93,50	132,63	1,70%	-3,61%
Oct 25, 2011	97,00	130,41	-0,95%	2,11%
Oct 18, 2011	95,00	131,66	-1,16%	3,26%
Oct 10, 2011	92,00	133,21	-0,46%	-2,13%
Sep 26, 2011	94,00	133,83	1,10%	-4,08%
Sep 21, 2011	98,00	132,37	-1,90%	6,52%
Sep 12, 2011	92,00	134,93	0,39%	-5,64%
Sep 5, 2011	97,50	134,41	-2,69%	-14,10%
Aug 30, 2011	113,50	138,12	0,23%	-3,81%
Aug 22, 2011	118,00	137,80	-0,42%	-7,81%
Aug 15, 2011	128,00	138,38	-2,39%	-1,54%
Aug 9, 2011	130,00	141,77	-2,44%	-7,14%
Aug 2, 2011	140,00	145,32	-5,22%	-9,09%
Jul 25, 2011	154,00	153,32	-0,73%	-3,75%
Jul 18, 2011	160,00	154,44	1,20%	0,00%
Jul 12, 2011	160,00	152,61	0,00%	-1,23%
Jul 4, 2011	162,00	152,61	-1,60%	8,00%
Jun 27, 2011	150,00	155,09	0,88%	7,14%
Jun 20, 2011	140,00	153,73	0,87%	-0,71%
Jun 15, 2011	141,00	152,41	-2,41%	-9,90%
Jun 6, 2011	156,50	156,17	-1,94%	-0,95%
May 31, 2011	158,00	159,26	-2,46%	4,98%
May 23, 2011	150,50	163,27	0,26%	-5,94%
May 16, 2011	160,00	162,85	-0,47%	1,27%
May 9, 2011	158,00	163,62	-1,29%	-1,86%
May 2, 2011	161,00	165,75	-0,89%	-5,29%
Apr 26, 2011	170,00	167,23	-0,07%	3,03%
Apr 18, 2011	165,00	167,35	0,07%	1,23%
Apr 11, 2011	163,00	167,24	-0,59%	-2,40%
Apr 4, 2011	167,00	168,24	-0,70%	1,21%
Mar 28, 2011	165,00	169,42	1,08%	1,85%
Mar 21, 2011	162,00	167,61	0,21%	0,62%
Mar 14, 2011	161,00	167,26	-0,66%	-3,01%
Mar 7, 2011	166,00	168,37	-0,82%	-0,60%
Feb 28, 2011	167,00	169,77	-2,55%	-0,60%
Feb 21, 2011	168,00	174,21	1,50%	-3,17%
Feb 14, 2011	173,50	171,64	-1,71%	-1,98%
Feb 7, 2011	177,00	174,63	0,14%	2,61%
Jan 31, 2011	172,50	174,38	-2,00%	-3,36%
Jan 24, 2011	178,50	177,94	-0,61%	0,85%
Jan 17, 2011	177,00	179,03	0,69%	-2,75%
Jan 10, 2011	182,00	177,81	-0,16%	-1,09%
Jan 3, 2011	184,00	178,09	0,78%	5,14%
Dec 27, 2010	175,00	176,72	0,68%	2,34%
Dec 20, 2010	171,00	175,52	0,91%	-3,93%
Dec 13, 2010	178,00	173,93	0,79%	-1,11%
Dec 6, 2010	180,00	172,56	-0,32%	-2,17%
Nov 29, 2010	184,00	173,12	0,32%	2,51%
Nov 22, 2010	179,50	172,57	0,41%	-2,45%
Nov 15, 2010	184,00	171,86	0,32%	4,55%
Nov 8, 2010	176,00	171,32	0,81%	-3,30%
Nov 1, 2010	182,00	169,95	-0,55%	0,55%
Oct 25, 2010	181,00	170,89	0,42%	-4,74%
Oct 18, 2010	190,00	170,17	-0,09%	14,58%
Oct 15, 2010	165,83	170,33	1,91%	0,00%
Oct 11, 2010	165,83	167,13	1,15%	3,64%
Oct 4, 2010	160,00	165,23	-1,24%	0,00%
Sep 28, 2010	160,00	167,30	0,70%	3,56%
Sep 20, 2010	154,50	166,13	0,27%	-3,44%
Sep 13, 2010	160,00	165,69	0,74%	0,31%
Sep 6, 2010	159,50	164,48	0,52%	-0,31%
Aug 30, 2010	160,00	163,63	0,52%	-3,03%
Aug 24, 2010	165,00	162,78	-0,62%	-4,35%
Aug 16, 2010	172,50	163,79	-2,42%	-4,17%
Aug 9, 2010	180,00	167,86	-2,82%	-3,74%
Aug 2, 2010	187,00	172,73	2,69%	-2,60%
Jul 26, 2010	192,00	168,21	0,59%	4,92%
Jul 20, 2010	183,00	167,23	0,04%	0,55%
Jul 12, 2010	182,00	167,16	-0,29%	-3,70%
Jul 5, 2010	189,00	167,64	0,05%	-1,05%
Jun 28, 2010	191,00	167,56	-1,93%	4,66%
Jun 21, 2010	182,50	170,85	-0,97%	-3,95%
Jun 14, 2010	190,00	172,52	0,16%	3,83%
Jun 7, 2010	183,00	172,25	-0,28%	1,67%
Jun 2, 2010	180,00	172,73		



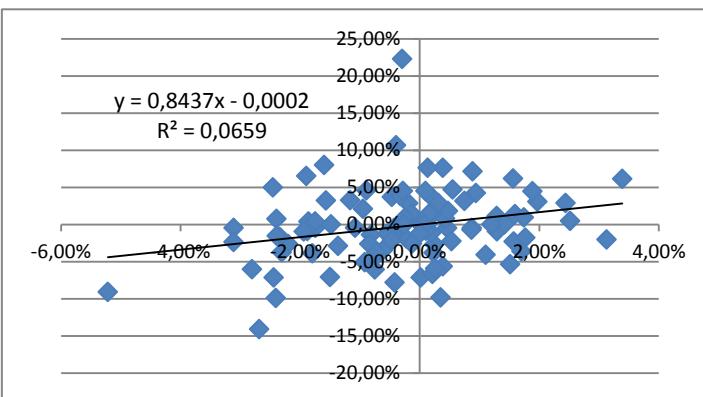
BoConcept beta: Månedsbasis med observation (60 mdr.)



BoConcept beta: Månedsbasis uden observation (60 mdr.)



BoConcept beta: Ugebasis (36 mdr.)



BoConcept beta: Ugebasis (24 mdr.)

(Berk, 2011) anbefaler at man benytter enten ugentlige afkast, der strækker sig over mindst to år, eller fem års afkast på månedsbasis.

BoConcept beta (månedsbasis med observation, 60 mdr.) har en outlier observation i august 2009. Dette skyldes BoConcepts aktieemission, hvilket forstyrre regressionsanalysen og dermed bevægelserne mellem aktien og markedsporteføljen. Berk (2011) anbefaler at man trækker denne observation ned til gennemsnittet af observationerne:

"The beta estimates can be very sensitive to outliers, which are returns of unusually large magnitude. Some returns are more likely to represent firm-specific risk rather than market-wide risk. If the regression is redone, replacing the returns with the average return, the estimate will probably be a much more accurate assessment of the true markets risk during the analysis period".

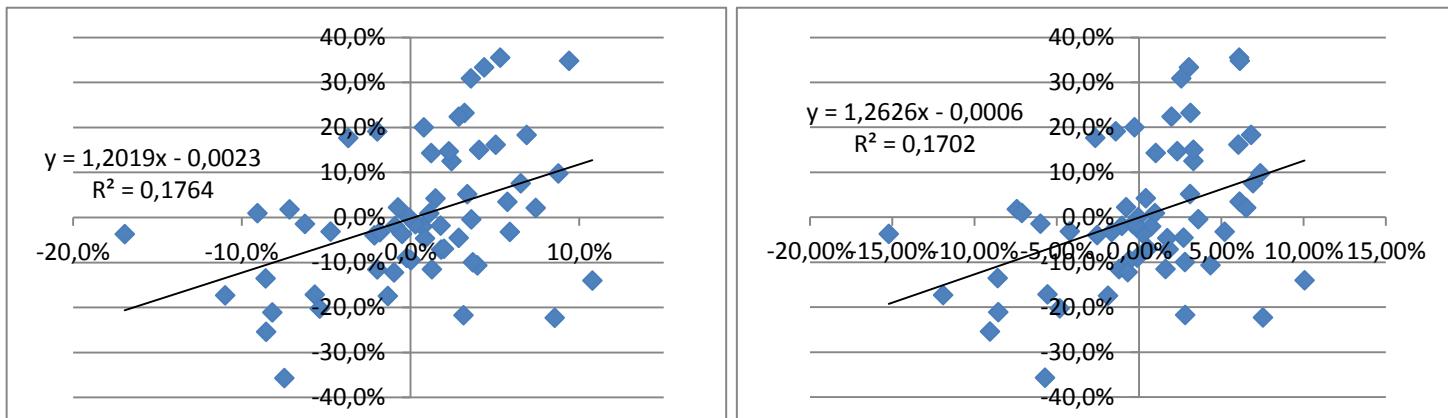
Det er derfor valgt at trække denne observation ned mod gennemsnittet i (Månedsbasis uden obserbation, 60 mdr.), således at beta nu bliver 2,05 i stedet for 2,22.

Et uddrag af forskellige analysehuse der vurderer hvad BoConcepts beta ligger på i april 2013:

- Proinvestor: 0,710
- Equities: 1,68
- Stockopedia: 1,68
- Dansk aktie analyse: 0,8
- Thomson One banker: 1,67
- Reuters: 1,68

Vurderingen af BoConcepts beta-værdi spænder fra 0,710 til 1,68.

Bilag 31: Betaestimering - Natuzzi, Poltrona Frau



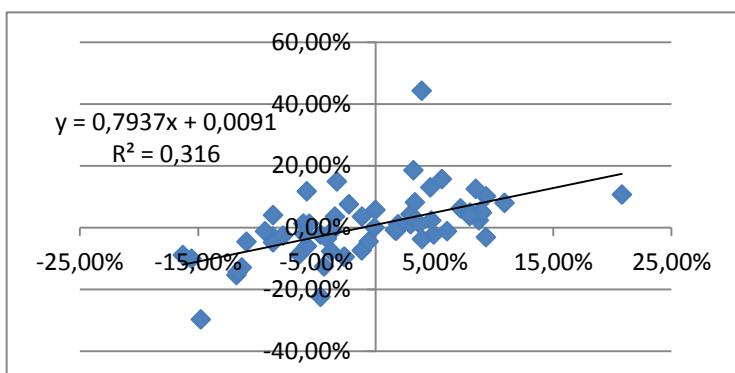
Natuzzi, (S&P 500).

Månedlige afkast

Natuzzi (NYSE US 100)

Månedlige afkast

Samlet gns. beta-værdi: 1,23



Poltrona Frau (FSTE MIB)

Månedlige afkast

Beta-værdi: 0,7937

Bilag 32: Kapitalstruktur for konkurrenterne

(DKK)

Natuzzi:

Markedsværdi af egenkapital	665.655.800
NFA	91.825.140
Enterprise Value (EV)	573.830.660
MVE/EV	116%
NFA/EV	-16%
Beta(aktiver)	1,43

Poltrona Frau:

Markedsværdi af egenkapital	1.410.611.400
NFF	605.632.640
Enterprise Value (EV)	2.016.244.040
MVE/EV	70,0%
NFF/EV	30,0%
Beta(aktiver)	0,56

Gearet beta for BoConcept udregnet ud fra konkurrenternes værdier:

B(ugearet) - gns. af konkurrenter	0,99
B(gearet) for BoConcept	1,17

Beta (ugearet) er fundet via relationen (FSR, 2002):

$$\beta_a = \left(\frac{E}{E + D} \right) \cdot \beta_e$$

Gearet beta for BoConcept er fundet via relationen (FSR, 2002):

$$\beta_e = \beta_a \cdot \left(1 + \left(\frac{D}{E} \right) \right)$$

Bilag 33: Basisbudget for BoConcept

(t. DKK)	Budgetperiode										
Regnskabsår	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
Resultatopgørelse											
Nettoomsætning	1.054.476	1.078.390	1.114.638	1.174.179	1.241.196	1.308.886	1.382.379	1.449.801	1.512.598	1.567.877	1.614.913
Core driftsoverskud fra salg, før skat	15.817	21.568	33.439	46.967	62.060	78.533	89.855	101.486	105.882	109.751	113.044
Core Samlet driftsoverskud, efter skat	11.072	15.205	23.909	34.286	45.304	57.329	65.594	74.085	77.294	80.119	82.522
Andre omkostninger, efter skat	5.000	5.000									
Samlet driftsoverskud, efter skat	6.072	10.205	23.909	34.286	45.304	57.329	65.594	74.085	77.294	80.119	82.522
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	627	907	937	970	1.011	1.047	1.086	1.118	1.166	1.209	1.245
Nettooverskud (årets resultat)	5.445	9.299	22.972	33.316	44.293	56.282	64.508	72.967	76.128	78.910	81.277
FCFE	667	1.362	14.384	22.658	34.892	46.207	56.209	60.360	65.030	69.467	71.551
Overført resultat	4.778	7.936	8.588	10.658	9.401	10.075	8.299	12.607	11.098	9.443	9.726
Residualoverskud til ejerne (RI)	-24.110	-20.681	-7.627	1.689	11.552	22.161	29.168	36.322	38.407	39.555	40.484
Balance (primo) (t. DKK)											
Anlægskapital	198.331	215.678	222.928	228.965	242.033	248.688	255.740	260.964	272.268	282.218	290.684
Arbejdskapital	85.202	95.977	99.203	104.502	105.502	111.255	117.502	123.233	128.571	133.270	137.268
Netto driftsaktiver	283.533	311.655	322.131	333.467	347.535	359.944	373.242	384.197	400.839	415.487	427.952
Netto finansielle forpligtelser	52.209	75.553	78.092	80.840	84.251	87.259	90.483	93.139	97.173	100.724	103.746
Egenkapital	231.324	236.102	244.038	252.626	263.284	272.685	282.759	291.058	303.666	314.763	324.206
Samlet finansiering	283.532	311.655	322.131	333.467	347.535	359.944	373.242	384.197	400.839	415.487	427.952
Pengestrømsopgørelse (t. DKK)											
Samlet driftsoverskud	6.072	10.205	23.909	34.286	45.304	57.329	65.594	74.085	77.294	80.119	82.522
- Δ Netto driftsaktiver	28.122	10.476	11.336	14.068	12.409	13.299	10.955	16.641	14.649	12.465	12.839
= Frit cash flow (FCF)	-22.050	-270	12.573	20.218	32.895	44.031	54.639	57.443	62.645	67.654	69.684
Gældsfinsansiering (F)	-22.717	-1.633	-1.811	-2.440	-1.997	-2.177	-1.570	-2.917	-2.385	-1.813	-1.867
Nettодividende (d)/FCFE	667	1.362	14.384	22.658	34.892	46.207	56.209	60.360	65.030	69.467	71.551
Samlet finansiering	-22.050	-270	12.573	20.218	32.895	44.031	54.639	57.443	62.645	67.654	69.684

Forudsætninger bag basisscenariet:

(DKK mio. kr.)	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
Antal brand stores	155	153	154	156	157	158	159	160	161	161	
Ændring i antal brand stores	-1,3%	-1,3%	0,7%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	4,32	4,32	4,34	4,36	4,41	4,45	4,52	4,59	4,66	4,72	
Ændring i same-store-sales	-1,0%	0,0%	0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Budgettering af Europaomsætning:	670	661	669	681	692	703	718	734	749	761	
Vækst i omsætningen	-2,3%	-1,3%	1,2%	1,8%	1,6%	1,6%	2,1%	2,1%	2,1%	1,5%	
Antal brand stores	28	29	30	31	32	33	34	35	35	35	
Ændring i antal brand stores	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,1%	3,0%	2,9%	0,0%	0,0%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	4,63	4,70	4,79	4,89	4,98	5,11	5,24	5,37	5,50	5,64	
Ændring i same-store-sales	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Budgettering af Nordamerika	130	136	144	151	160	169	178	188	193	197	
Vækst i omsætningen	5,3%	5,1%	5,5%	5,4%	5,3%	5,7%	5,6%	5,5%	2,5%	2,5%	
Antal brand stores	20	21	22	24	26	28	30	31	32	33	
Ændring i antal brand stores	5,3%	5,0%	4,8%	9,1%	8,3%	7,7%	7,1%	3,3%	3,2%	3,1%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	2,42	2,50	2,58	2,69	2,79	2,91	3,01	3,11	3,21	3,30	
Ændring i same-store-sales	3,0%	3,0%	3,5%	4,0%	4,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	
Budgettering af Latinamerika	48	52	57	64	73	81	90	96	103	109	
Vækst i omsætningen	8,4%	8,2%	8,4%	13,5%	12,7%	12,0%	10,9%	7,0%	6,3%	6,2%	
Antal brand stores	56	59	60	64	69	73	77	80	83	85	
Ændring i antal brand stores	14,3%	5,4%	1,7%	6,7%	7,8%	5,8%	5,5%	3,9%	3,8%	2,4%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	3,69	3,88	4,09	4,33	4,59	4,87	5,14	5,40	5,64	5,89	
Ændring i same-store-sales	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	4,5%	
Budgettering af Asien omsætning:	207	229	245	277	317	356	396	432	468	501	
Vækst i omsætningen	19,4%	10,6%	7,3%	13,1%	14,3%	12,1%	11,3%	9,1%	8,4%	7,0%	
Samlet budgettering:	1.054	1.078	1.115	1.174	1.241	1.309	1.382	1.450	1.513	1.568	1.615
Omsætningsvækst:	2,8%	2,3%	3,4%	5,0%	5,0%	5,5%	5,0%	4,9%	4,3%	3,7%	3,0%

Regnskabsår	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
EBIT-margin	1,5%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	6,5%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Estimering af aktiekurs - Basisscenario:

Bilag 34: Best-case budget for BoConcept

(t. DKK)	Budgetperiode										
Regnskabsår	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
Resultatopgørelse											
Nettoomsætning	1.072.392	1.120.939	1.190.279	1.262.719	1.349.215	1.439.267	1.532.819	1.627.628	1.716.269	1.799.726	1.853.718
Core driftsoverskud fra salg, før skat	26.810	33.628	47.611	63.136	87.699	115.141	130.290	146.486	154.464	161.975	166.835
Core Samlet driftsoverskud, efter skat	18.767	23.708	34.042	46.089	64.020	84.053	95.111	106.935	112.759	118.242	121.789
Andre omkostninger, efter skat	5.000	5.000									
Samlet driftsoverskud	13.767	18.708	34.042	46.089	64.020	84.053	95.111	106.935	112.759	118.242	121.789
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	627	910	966	992	1.040	1.089	1.137	1.184	1.248	1.309	1.348
Nettooverskud	13.140	17.798	33.076	45.097	62.980	82.965	93.974	105.751	111.511	116.933	120.441
FCFE	7.538	3.142	26.374	32.516	50.353	70.344	81.824	88.963	95.704	106.707	109.909
Overført resultat	5.602	14.656	6.702	12.582	12.627	12.621	12.150	16.788	15.806	10.226	10.532
Residualoverskud til ejerne (RI)	-16.415	-12.182	2.370	12.492	29.507	47.860	57.234	67.375	71.560	74.807	76.266
Balance (primo) (t. DKK)											
Anlægskapital	198.331	217.462	230.914	239.917	249.605	259.068	268.243	276.697	291.766	305.953	315.132
Arbejdskapital	85.202	95.280	101.174	101.017	107.937	115.141	122.626	130.210	137.302	143.978	148.297
Netto driftsaktiver	283.533	312.742	332.088	340.934	357.542	374.209	390.869	406.907	429.067	449.932	463.429
Netto finansielle forpligtelser	52.209	75.816	80.506	82.651	86.677	90.717	94.756	98.644	104.016	109.074	112.347
Egenkapital	231.324	236.926	251.582	258.283	270.865	283.492	296.113	308.263	325.051	340.857	351.083
Samlet finansiering	283.532	312.742	332.088	340.934	357.542	374.209	390.869	406.907	429.067	449.932	463.429
Pengestrømsopgørelse:											
Samlet driftsoverskud	13.767	18.708	34.042	46.089	64.020	84.053	95.111	106.935	112.759	118.242	121.789
- Δ Netto driftsaktiver	29.209	19.346	8.846	16.608	16.667	16.659	16.038	22.160	20.864	13.498	13.903
= Frit cash flow (FCF)	-15.442	-638	25.196	29.481	47.353	67.394	79.073	84.775	91.895	104.744	107.886
Gældsfinsansiering (F)	-22.981	-3.780	-1.178	-3.034	-3.000	-2.950	-2.751	-4.188	-3.810	-1.963	-2.022
Nettodividende (d)/FCFE	7.538	3.142	26.374	32.516	50.353	70.344	81.824	88.963	95.704	106.707	109.909
Samlet finansiering	-15.443	-638	25.196	29.481	47.353	67.394	79.073	84.775	91.895	104.744	107.886

Forudsætninger bag best case-scenariet:

(DKK mio. kr.)	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
Antal brand stores	157	157	158	159	161	162	163	164	164	164	
Ændring i antal brand stores	0,0%	0,0%	0,6%	0,6%	1,3%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	4,36	4,36	4,41	4,45	4,50	4,56	4,63	4,70	4,80	4,89	
Ændring i same-store-sales	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%	
Budgettering af Europaomsætning:	685	685	696	708	724	739	755	771	787	802	
Vækst i omsætningen	0,0%	0,0%	1,6%	1,6%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	
Antal brand stores	28	30	32	33	34	35	36	37	37	37	
Ændring i antal brand stores	3,7%	7,1%	6,7%	3,1%	3,0%	2,9%	2,9%	2,8%	0,0%	0,0%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	4,63	4,72	4,84	4,96	5,08	5,21	5,34	5,47	5,61	5,75	
Ændring i same-store-sales	1,5%	2,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
Budgettering af Nordamerika	130	142	155	164	173	182	192	203	208	213	
Vækst i omsætningen	5,3%	9,3%	9,3%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	2,5%	2,5%	
Antal brand stores	21	23	26	29	32	34	36	38	40	41	
Ændring i antal brand stores	10,5%	9,5%	13,0%	11,5%	10,3%	6,3%	5,9%	5,6%	5,3%	2,5%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	2,42	2,51	2,61	2,73	2,86	3,01	3,16	3,28	3,40	3,50	
Ændring i same-store-sales	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	3,5%	3,0%	
Budgettering af Latinamerika	51	58	68	79	92	102	114	125	136	143	
Vækst i omsætningen	13,8%	13,4%	17,6%	16,6%	15,9%	11,6%	11,2%	9,8%	8,9%	5,6%	
Antal brand stores	56	61	66	71	76	81	86	91	96	100	
Ændring i antal brand stores	14,3%	8,9%	8,2%	7,6%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,5%	4,2%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	3,69	3,88	4,11	4,40	4,75	5,13	5,49	5,82	6,11	6,41	
Ændring i same-store-sales	4,5%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	
Budgettering af Asien omsætning:	207	236	271	312	361	415	472	529	586	641	
Vækst i omsætningen	19,4%	14,4%	14,7%	15,1%	15,6%	15,1%	13,6%	12,2%	10,8%	9,4%	
Samlet budgettering:	1.072	1.121	1.190	1.263	1.349	1.439	1.533	1.628	1.716	1.800	1.854
Omsætningsvækst:	4,5%	4,5%	6,2%	6,1%	6,9%	6,7%	6,5%	6,2%	5,4%	4,9%	3,0%
Regnskabsår	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
EBIT-margin	2,5%	3,0%	4,0%	5,0%	6,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Estimering af aktiekurs - Best-case scenarie:

Bilag 35: Worst-case budget for BoConcept

(t. DKK)	Budgetperiode											
Regnskabsår	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
Resultatopgørelse												
Nettoomsætning	1.026.133	1.031.090	1.028.767	1.046.414	1.083.980	1.134.620	1.184.891	1.230.099	1.277.028	1.329.477	1.378.995	1.420.365
Core driftsoverskud fra salg, før skat	27.544	0	10.288	15.696	21.680	34.039	47.396	55.354	63.851	66.474	68.950	71.018
Core Samlet driftsoverskud, efter skat	20.087	0	7.253	11.223	15.826	24.848	34.599	40.409	46.612	48.526	50.333	51.843
Andre omkostninger, efter skat	5.927	5.000	5.000									
Samlet driftsoverskud	14.161	-5.000	2.253	11.223	15.826	24.848	34.599	40.409	46.612	48.526	50.333	51.843
Core netto finansielle omkostninger, efter skat	744	627	1.076	1.448	1.500	1.430	1.239	1.005	1.026	1.068	1.107	1.141
Nettooverskud	13.417	-5.627	1.177	9.775	14.326	23.419	33.360	39.404	45.586	47.458	49.226	50.703
Residualoverskud til ejerne (RI)	-35.182	-28.803	-19.272	-14.109	-6.038	2.480	5.949	9.410	10.538	10.790	10.835	
Balance (primo) (t. DKK)												
Anlægskapital	199.619	198.331	210.897	224.979	238.476	238.270	242.903	246.020	249.020	259.248	268.904	276.971
Arbejdskapital	96.845	85.202	102.877	115.106	113.818	119.135	118.489	116.859	121.318	126.300	131.005	134.935
Netto driftsaktiver	296.464	283.533	313.774	340.085	352.294	357.405	361.392	362.879	370.338	385.548	399.908	411.906
Netto finansielle forpligtelser	68.411	52.209	89.650	120.675	125.007	119.135	103.255	83.741	85.463	88.973	92.287	95.055
Egenkapital	228.053	231.324	224.124	219.409	227.286	238.270	258.137	279.138	284.875	296.576	307.622	316.851
Samlet finansiering	296.464	283.532	313.774	340.085	352.294	357.405	361.392	362.879	370.338	385.548	399.908	411.906
Pengestrømsopgørelse:												
Samlet driftsoverskud	14.161	-5.000	2.253	11.223	15.826	24.848	34.599	40.409	46.612	48.526	50.333	51.843
- Δ Netto driftsaktiver	-12.931	30.241	26.311	12.209	5.112	3.986	1.487	7.459	15.210	14.360	11.997	12.357
= Frit cash flow (FCF)	27.092	-35.241	-24.058	-986	10.714	20.862	33.111	32.950	31.401	34.166	38.336	39.486
Gældsfinansiering (F)	7.357	-36.814	-29.950	-2.884	7.372	17.310	20.752	-716	-2.485	-2.246	-1.661	-1.711
Nettодividende (d)/FCFE	19.734	1.573	5.892	1.898	3.342	3.552	12.359	33.666	33.886	36.412	39.997	41.197
Samlet finansiering	27.092	-35.241	-24.058	-986	10.714	20.862	33.111	32.950	31.401	34.166	38.336	39.486

Forudsætninger bag Worst case-scenariet:

(DKK mio. kr.)	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
Antal brand stores	154	151	151	152	153	154	155	156	157	158	
Ændring i antal brand stores	-1,9%	-1,9%	0,0%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	4,28	4,21	4,17	4,17	4,17	4,19	4,23	4,28	4,34	4,41	
Ændring i same-store-sales	-2,0%	-1,5%	-1,0%	0,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	
Budgettering af Europaomsætning:	659	636	630	634	638	646	656	667	681	696	
Vækst i omsætningen	-3,9%	-3,4%	-1,0%	0,7%	0,7%	1,2%	1,7%	1,7%	2,2%	2,1%	
Antal brand stores	27	27	28	29	31	32	32	32	32	32	
Ændring i antal brand stores	0,0%	0,0%	3,7%	3,6%	6,9%	3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	4,56	4,58	4,63	4,67	4,74	4,82	4,89	4,96	5,04	5,11	
Ændring i same-store-sales	0,0%	0,5%	1,0%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Budgettering af Nordamerika	123	124	130	136	147	154	156	159	161	164	
Vækst i omsætningen	5,3%	8,8%	8,8%	5,2%	5,1%	5,5%	5,4%	5,3%	2,5%	2,5%	
Antal brand stores	20	21	21	22	23	25	26	27	28	29	
Ændring i antal brand stores	5,3%	5,0%	0,0%	4,8%	4,5%	8,7%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	2,41	2,48	2,56	2,65	2,74	2,84	2,94	3,02	3,11	3,21	
Ændring i same-store-sales	2,5%	3,0%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	
Budgettering af Latinamerika	48	52	54	58	63	71	76	82	87	93	
Vækst i omsætningen	7,9%	8,2%	3,0%	8,4%	8,2%	12,5%	7,6%	7,0%	6,8%	6,7%	
Antal brand stores	55	57	59	62	66	69	72	75	78	80	
Ændring i antal brand stores	12,2%	3,6%	3,5%	5,1%	6,5%	4,5%	4,3%	4,2%	4,0%	2,6%	
Gennemsnitlig oms. Per butik (mio. kr.)	3,66	3,80	3,95	4,13	4,34	4,56	4,74	4,93	5,13	5,33	
Ændring i same-store-sales	3,5%	4,0%	4,0%	4,5%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Budgettering af Asien omsætning:	201	217	233	256	286	314	341	370	400	426	
Vækst i omsætningen	16,2%	7,8%	7,6%	9,8%	11,8%	9,8%	8,5%	8,3%	8,2%	6,7%	
Samlet budgettering:	1.031	1.029	1.046	1.084	1.135	1.185	1.230	1.277	1.329	1.379	1.420
Omsætningsvækst:	0,5%	-0,2%	1,7%	3,6%	4,7%	4,4%	3,8%	3,8%	4,1%	3,7%	3,0%
Regnskabsår	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	Terminal
EBIT-margin	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	3,0%	4,0%	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Estimering af aktiekurs - Worst-case scenarie: