



Titel:	Værdiansættelse af Georg Jensen A/S.
Type:	Kandidatafhandling/cand.merc.aud.
Forfatter:	Bilal Rasul
Vejleder:	Christian Aarosin.
Institut:	Institut for Regnskab og Revision, CBS 2014.
Dato:	27. Juni 2014.

Executive summary

The purpose of this master's thesis was to estimate a valuation of the Danish high end jewelry company Georg Jensen A/S. The company has recently been sold to the Arabic owners of Investcorp for the amount of DKK. 812 million. The new owners plan to expand the new business by investing in further establishment on the Chinese market. As a part of these initiatives, they have also considered a public listing on the stock market of Hong Kong. In extension of this it is very relevant to estimate a stock value of the company.

The valuation report consists of three main chapters: an assessment of the company's current strategic position, a financial analysis and an analysis based on budgeting of the company's main markets. The assessment of the strategic position has contributed with some crucial points that need to be taken in to account on the valuation of the company. Firstly, the company is situated in a market with a stiff competition. The numbers of competitors are big and they are all focused on the same markets. Secondly, the survey analysis show that Georg Jensen have some difficulties in creating awareness among the consumers.

The financial analysis shows that the company has had great difficulties in making profit since the start of the financial crisis in year 2008. The trend analysis conclude that Georg Jensen A/S have EBIT-margins below average. The lack of profitability is due to a rising level of expenses. The expenses contain 89 % of the total revenue. As a comparison, the competitor Pandora only has a margin of 64 % costs relative to the total revenue.

The budgeting analysis shows that the company's main markets are characterized by low market growth rates in the next 4-5 years. Danish, Australian and Japanese markets are estimated to either maintain current level or to increase with minor growth rates. The only market that contains a positive growth rate is the Chinese, and with the new owners from Bahrain, it is expected that they will deliver the financial support to carry out the needed investments.

The report concludes that the valuation of the company is estimated to DKK. 171 a stock under the abovementioned conditions.

Forkortelser

AVR	Average
BCG	Boston Consulting Group
BNP	Bruttonationalprodukt
DO	Driftsoverskud
EBIT	Earnings before interests and tax
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization
ECB	European Central Bank
EK	Egenkapital
G	Growth Rate
GJ	Georg Jensen
LVMH	Louis Vuitton Möet Hennessey
NDA	Nettodriftsaktiver
NFF	Netto finansielle forpligtelser
NFO	Netto finansielle omkostninger
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
P/L	Profit/loss
PEST	Political, economical, strengths, threats
Q1	1. kvartal
ROE	Return on Equity
ROIC	Return on invested capital
SWOT	Strengths, weaknesses, opportunities, threats
WACC	Weighted Average Capital Cost

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1. Indledning.....	5
1.1 Problemformulering.....	5
1.2 Afgrænsning.....	5
1.3 Rapportens struktur.....	7
1.4 Uddybning af projektets struktur.....	8
1.5 Metodevalg.....	9
1.6 Dataindsamling.....	10
Kapitel 2. Virksomhedsinformation.....	11
2.1 Georg Jensen i dag.....	11
2.2 Forretningsmodel.....	12
2.3 Målgruppe.....	13
Kapitel 3. Strategisk analyse.....	14
3.1 PEST-analyse.....	14
3.1.1 Political.....	14
3.1.2 Economical.....	15
3.1.3 Social.....	19
3.1.4 Technological.....	21
3.2 Porters five forces.....	21
3.2.1 Truslen fra nye udbydere.....	21
3.2.2 Truslen fra leverandør.....	22
3.2.3 Truslen fra substituerende produkter.....	23
3.2.4 Truslen fra købere.....	24
3.2.5 Rivalisering fra branche.....	25
3.3 Værdikædeanalyse.....	27
3.3.1 Distributionsanalyse.....	27
3.3.2 Produktanalyse.....	28
3.3.3 Markedsføringsanalyse.....	28
3.4 Boston Consulting Group-model.....	29
3.4.1 Questionmark.....	30
3.4.2 Star.....	30
3.4.3 Cash Cow.....	31
3.4.4 Dog.....	32
3.5 Empirisk analyse.....	32
3.5.1 Kvantitativ undersøgelse.....	32
3.5.2 Kvalitativ undersøgelse.....	37
3.6 SWOT-analyse.....	37
3.6.1 Styrker.....	37
3.6.2 Svagheder.....	38
3.6.3 Muligheder.....	38
3.6.4 Trusler.....	39
3.6.5 Svagheder til styrker.....	39
3.6.6 Trusler til muligheder.....	39
3.6.7 Delkonklusion.....	40
Kapitel 4. Regnskabsanalyse.....	41
4.1 Vurdering af regnskabskvalitet.....	41
4.2 Rentabilitetsanalyse.....	41
4.2.1 Analyse af ROE, ROIC, EBIT og skatteskjold.....	42
4.2.2 Analyse og dekomponering af resultatopgørelse.....	45
4.2.2.1 Common size analyse.....	45
4.2.2.2 Udviklingen i omsætningen.....	45
4.2.2.3 Udviklingen i produktionsomkostninger.....	46
4.2.2.4 Udviklingen i salgs- og distributionsomkostninger.....	47
4.2.3 Analyse og dekomponering af balancen.....	48
4.2.3.1 Udviklingen i varebeholdninger.....	48
4.2.3.2 Udviklingen i nettodriftsaktiver.....	49

4.2.3.3 Udviklingen i netto finansielle forpligtelser.....	50
4.3 Aktivitetsanalyse.....	51
4.3.1 Driftsmæssig risiko.....	51
4.3.2 Finansiell risiko.....	52
4.4 Soliditetsanalyse.....	53
4.5 Delkonklusion.....	53
Kapitel 5. Budgettering.....	55
5.1 Fastlægning af budgetperiode.....	55
5.2 Forudsætninger for beregning af DO.....	55
5.2.1 Fremtidig udvikling i Danmark.....	55
5.2.2 Fremtidig udvikling i Australien.....	58
5.2.3 Fremtidig udvikling i Kina.....	61
5.2.4 Fremtidig udvikling i Japan.....	63
5.3 Fastlægning af DO i budgetperiode.....	66
5.4 Fastlægning af NDA i budgetperiode.....	67
5.5 Delkonklusion.....	68
Kapitel 6. Værdiansættelse.....	69
6.1 Fastlægning af WACC/diskonteringsfaktor.....	69
6.2 Fastlægning af betaværdi.....	69
6.3 Fastlægning af den risikofrie rente.....	70
6.4 Fastlægning af risikopræmie.....	71
6.5 Fastlægning af den gennemsnitlige rente.....	71
6.6 Fastlægning af skattesats.....	71
6.7 Beregning af WACC.....	72
6.8 Fastlægning af growth rate i terminalperiode.....	72
6.9 Værdiansættelse.....	75
6.10 Multiplikanalyse.....	75
6.11 Scenarieanalyse – Best Case.....	76
6.12 Scenarieanalyse – Worst Case.....	77
6.13 Følsomhedsanalyse.....	78
6.14 Delkonklusion.....	79
Kapitel 7. Konklusion.....	80
Litteraturliste.....	81
Bilag 01 – Pressemeldelse fra Nationalbanken.....	83
Bilag 02 – Reformuleret resultatopgørelse for Georg Jensen A/S.....	84
Bilag 03 – Reformuleret balance for Georg Jensen A/S.....	85
Bilag 04 – Rentabilitetsanalysens dekomponering i tre niveauer.....	86
Bilag 05 – Reformuleret balance for Pandora A/S.....	87
Bilag 06 – Reformuleret resultatopgørelse for Pandora A/S.....	88
Bilag 07 – Reformuleret balance for LVMH.....	89
Bilag 08 – Reformuleret resultatopgørelse for LVMH.....	90
Bilag 09 – Trendanalyse af Georg Jensen A/S.....	91
Bilag 10 – Trendanalyse af LVMH.....	92
Bilag 11 – Trendanalyse af Pandora A/S.....	93
Bilag 12 – Best case scenario valuation.....	94
Bilag 13 – Worst case scenario valuation.....	95
Bilag 14 – Introduktion af Georg Jensen A/S.....	96
Bilag 15 – Landefakta af Kina fra Udenrigsministeriet.....	97
Bilag 16 – Ordoptælling.....	100

Kapitel 1. Indledning

Det internationale aktiemarked er præget af stor ustabilitet. Store kursfald og antallet af konkurser har været på et højt niveau. Den høje volatilitet har medført usikkerhed for investorerne. Et eksempel på dette er konkurrenten Pandora A/S, som i løbet af de seneste 3 år har oplevet store udsving i prisen.

Tabel 01

Udviklingen i en Pandora-aktie i DKK

2012	2013	2014	AVR.
80	130	325	178

<http://borsen.dk/vaerktoejer/virksomhedsside/isin/CPROQVRPJSVK1/pandora.html>

"Det er et meget volatilt aktiemarked, vi ser i øjeblikket Vi sammenligner også med det tyske marked, hvor der er meget vilde udsving fra dag til dag, som er tiltaget igennem de sidste par måneder" udtaler aktiestrateg Michael Dröscher Jørgensen fra Nykredit Markets. Der er ikke noget at sige til, at de store aktieudsving skaber en usikkerhed for investorerne. Dette medfører, at investorerne er tilbageholdende for køb og salg af aktier, da man ikke har den store tiltro til priserne. Men om end der i de seneste år er konstateret mindre fremgang i økonomien, er investorerne stadig usikre på om de ustabile forhold på markederne og disses indflydelse på fremtidig performance. Samtidig med den store usikkerhed på finansielle markeder tyder det på, at ejerne bag danske Georg Jensen – Bahrain-selskabet Investcorp – har planer om en børsnotering i nærmeste fremtid².

Dette leder til spørgsmålet:

1.1 Problemformulering:

Hvad er fair-value af én Georg Jensen-aktie pr. dags dato?

Til besvarelse af problemstillingen er opstillet følgende erkendelsesmål:

- Hvad er virksomhedens nuværende strategiske position på markedet?
- Hvordan har virksomhedens økonomiske performance været de sidste 3 år?
- Hvordan ser den fremtidige vækst ud for GJ?

1.2 Afgrænsning

Rapporten tager afsæt i virksomheden Georg Jensen koncernen og grundet de begrænsede antal sider til rådighed, så prioriteres kun de mest centrale analyser. Der vil for eksempel ikke indgå en længere beskrivelse af virksomheden og dens aktiviteter, da det vurderes, at det ikke skaber en værdi for rapporten og dens besvarelse af problemformuleringen. Virksomhedspræsentationen afgrænses altså til at fylde max. 2 sider.

Et andet potentielt emne at uddybe kunne være hele *processen* omkring værdiansættelsen og hvilke metoder der er til rådighed. Dette vil ikke blive uddybet, men til gengæld vælges en enkelt model, som der så argumenteres for efterfølgende.

¹ http://investor.borsen.dk/artikel/1/218886/danmarks_vildeste_aktieudsving.html

² <http://e-avis.frederiksbergbladet.dk/frb/20121106?s=1&p=4>

I forhold til værdikædeanalysen vil det ikke være muligt, at dække hele kædens elementer pga. manglende kapacitet i rapporten. Derfor vil kun 2-3 af de mest centrale elementer vælges og uddybes.

Derudover vil regnskabsanalysen begrænses til at kigge på de tre foregående år, altså 2010, 2011 og 2012. Derudover vil der i regnskabsanalysen ikke udarbejdes common size-analyser og benchmark i forhold til alle konkurrenter. Disse faktorer vurderes som værende væsentlige, at inddrage i analysen, men på baggrund af de begrænsede antal sider til rådighed vil dette ikke være muligt. Derimod vil der kun indgå en eller to af de vigtigste konkurrenter til GJ.

Likviditetsanalyse udgår, da der ikke foreligger en pengestrømsopgørelse, som kan danne grundlaget for denne analyse. Skatteskjold beregnes, og kommenteres kun kort, da fokus og dermed kapaciteten i rapporten er prioriteret til posterne omkring den primære drift.

Som tidligere nævnt tager rapporten sit afsæt i koncernen som helhed. Det betyder i praksis, at det ikke er muligt at analysere hvert enkelt datterselskab individuelt. Det danske moderselskab har adskillige datterselskaber under sig, og med de begrænsede antal sider til rådighed i rapporten, vurderes det, at det ikke er muligt at gennemføre en mere dybdegående analyse af alle datterselskaber.

Derimod vil enkelte interessante datterselskaber tages op, hvis det vurderes, at have en signifikant betydning for værdiansættelsen. Koncernen råder over et utal af produktvarianter. Der vil i prognosticeringen ikke være muligt at analysere alle produkter og alle markeder. Men til gengæld prioriteres smykker, som betragtes som værende deres primære produkt.

Desuden er det ikke muligt, at gennemføre en grundigere analyse af konkurrenterne og fx af e-handel, da det i sig selv kræver en hel rapport. Til gengæld inddrages konkurrenterne i centrale elementer af rapporten. Eksempelvis i regnskabsanalysen. En regnskabsanalyse som kun indeholder nøgletal for Georg Jensen koncernen har mindre værdi, end hvis man også har nøgletal for konkurrenterne, som kan sætte fokus på ens konkurrencedygtighed og dermed være en central faktor i værdiansættelsen. Desuden vil konkurrenterne også indgå i markedsundersøgelse hvor respondenterne skal tage stilling til såvel GJ, men såvel også deres konkurrenter.

1.3 Rapportens struktur

Til besvarelse af opgavens problemformulering, anvendes følgende struktur opdelt i kapitler:

KAP. 1 - INDLEDNING

KAP. 2 - VIRKSOMHEDSINFORMATION

KAP. 3 - STRATEGISK ANALYSE

KAP. 4 - REGNSKABSANALYSE

KAP. 5 - BUDGETTERING

KAP. 6 - VÆRDIANSÆTTELSE

KAP. 7 - KONKLUSION

1.4 Uddybning af rapportens struktur:

Kapitel 1: Dette er starten på rapporten bestående af afsnit som executive summary, indledning, problemformulering, afgrænsning, disposition og metodevalg.

Kapitel 2: Kapitlet her vil give en kort præsentation af virksomheden. Altså hvordan virksomheden er organiseret, hvad deres kerneprodukter er og hvilke markeder man opererer på.

Kapitel 3: Strategisk analyse med udgangspunkt i SWOT-model. Denne model vælges, fordi det er en god overordnet model hvor alle centrale aspekter kan indtages.

Kapitel 4: Regnskabsanalyse med udgangspunkt i reformulerede regnskaber af balancen og resultatopgørelsen. Reformuleringer er nødvendige, for at se det sande billede af virksomhedens performance.

Kapitel 5: Budgettering af fremtidig vækst med udgangspunkt i den strategiske analyse. Den strategiske analyse skaber fundamentet for den fremtidige budgettering.

Kapitel 6: Værdiansættelse med udgangspunkt i FCFF-modellen. Denne model vælges, da det er den mest udbredte model og er velanerkendt i den finansielle verden. Der inddrages også en følsomhedsanalyse, som kan give investor indsigt i kursens udvikling. Der udarbejdes også worst case og best case scenarier.

Kapitel 7: På baggrund af en objektiv analyse i de foregående kapitler afgives en konklusion.

1.5 Metodevalg

I rapporten vælges kun analysemetoder og modeller, som ud fra en objektiv vurdering bidrager med størst mulig værdi for problemformuleringen. Overvejelser ved brug af modeller sker altså udelukkende i relation til problemformuleringen. Denne er hele omdrejningspunktet for rapporten.

I den strategiske analyse er hensigten, at opnå en robust forståelse for faktorer som spiller en væsentlig rolle for værdiansættelsen. En værdiansættelse afgives på baggrund af en reformulering af eksisterende regnskaber og dernæst en budgettering.

Budgetteringsdelen skaber altså retningslinjerne for værdiansættelsen. En prognose med høje væksttal vil alt andet lige give en højere værdi af virksomheden, mens en prognose med lave vækstrater vil ligeledes give en lavere værdi af virksomheden. Det kan altså konkluderes, at prognosedelen er afgørende for værdiansættelsens størrelse.

Men hvad skaber fundamentet for selve prognosticeringen? Hvad skaber selve grundlaget for om en prognose resulterer i høje, stagnerende eller lave vækstrater?

Det fører os tilbage til den strategiske analyse. Denne analyse udgør nemlig hele fundamentet for prognosticeringen. Så det er afgørende, at denne analyse er af høj kvalitet og foretaget ud fra en objektiv vurdering. På baggrund af ovenstående overvejelser vil den strategiske analyse vægtes højt i rapporten. Det vurderes, at den giver en højere værdi for selve værdiansættelsen og dermed problemformuleringen end analyser af historiske data.

I den strategiske analyse vil bl.a. indgå analysemodeller som Porters Five Forces, en værdikædeanalyse, Boston Consulting Group-modellen, en brandanalyse med bidrag fra en spørgeskemaundersøgelse. Resultaterne af dette summeres sammen til SWOT-analyse, som giver et godt og samlet overblik over virksomhedens strategiske status.

Derudover vil rapporten tage skridtet videre og bygge videre på SWOT-analysen. Altså ikke bare analysere stærke sider, svage sider, muligheder, og trusler, men også prøve at give et kvalificeret bud på hvordan fx en trussel kan vendes til en mulighed og hvordan en svag side kan vendes til en stærk side. Regnskabsanalysen udarbejdes efter principperne angivet i litteraturen³.

Indledningsvist udarbejdes en reformulering af balancen og resultatopgørelsen⁴. Dette skaber grundlaget for at få en indsigt i virksomhedens reelle performance. Blandt andet ved at eliminere de interne transaktioner. Efter en reformulering af regnskaberne udarbejdes en common size analyse, som så vil bygge videre med en mere dybdegående skriftlig analyse af resultaterne for analysen. Der vil i nøgletalsanalysen også inddrages de økonomiske resultater for konkurrenterne, som altså bruges som benchmark. Regnskabsanalysen vil derefter analysere og kom-

³ ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse” af Jens Elling og Ole Sørensen.

⁴ Disse kan ses i bilagene

mentere forhold som rentabilitet, omkostningsniveau, finansiel risiko m.v. Derefter budgetteres og fastsættes en terminalperiode. Dette gøres på baggrund af hovedkonklusionerne fra den strategiske og den regnskabsmæssige analyse. Her er det afgørende, at fastsættelsen sker ud fra en objektiv og analytisk vurdering. Selvom den tekniske del af værdiansættelsen gennemføres ved FCFF-modellen. Altså en tilbagediskontering af fremtidige pengestrømme ved en budgetperiode og en terminalperiode, som med en fastsat diskonteringsfaktor vil give en konkret værdiansættelse.

1.6 Dataindsamling

Hovedparten af det indsamlede data vil være sekundært data. Avisartikler og de officielle årsrapporter fra GJ vil være den primære kilde til data. Der er også etableret kontakt til virksomhedens PR Manager, som er behjælpelig med levering af informationer.

Derudover bruges også primær dataindsamling i form af spørgeskemaundersøgelser. Da en stor del af værdiansættelsen foregår vha. prognostisering af fremtidig vækst, så er det af afgørende betydning, at man får en analyse af forbrugernes efterspørgsel. Dette vil ske med en grundig indsamling og analyse af besvarelse fra respondenterne. I udformningen af spørgeskemaundersøgelsen lægges der vægt på at undgå bias. Fx ledende spørgsmål. Der sigtes altså efter at udarbejde spørgsmål som er 100 % neutrale.

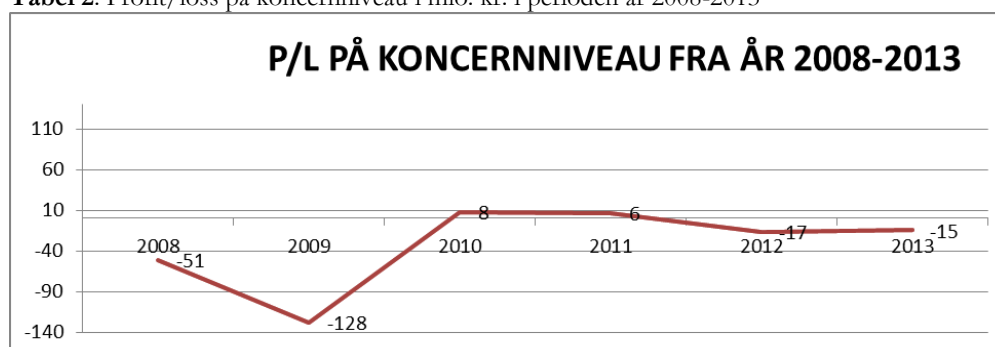
Desuden skal der også stræbes efter ikke at pålægge respondenterne forudannede meningsdannelse. Derfor vil der i selve spørgeskemaet ikke fremgå oplysninger som på nogen måde kan favorisere GJ frem for de andre. Eksempelvis vil der ikke oplyses, at rapportens undersøgelse tager udgangspunkt i GJ, da det kan tænkes, at have en indflydelse på respondenternes afgivelse af svar.

Kapitel 2. Virksomhedsinformation

2.1 Georg Jensen i dag

Georg Jensen A/S er i dag en verdensomspændende smykkevirksomhed med aktiviteter over alt i verden. Man råder i dag over forretningsenheder i fx Australien, Europa, Asien og USA⁵. Virksomheden omsætter for næsten en milliard kroner om året⁶ og har altså potentialet til at skabe en god forretning. Den seneste periode med nedgang i verdensøkonomien har dog ført til at virksomheden har en større udfordring i at skabe overskud:

Tabel 2: Profit/loss på koncernniveau i mio. kr. i perioden år 2008-2013



Kilde: egen tilvirkning. Data fra offentliggjorte årsrapporter fra GJ-koncernen.

Som ovenstående figur illustrerer, så har virksomheden været hårdt ramt af den internationale finanskrisen. År 2008 førte til et underskud på DKK 51. mio. og året efter fortsat tabet til at nå hele DKK -128 mio. i år 2009. En konsolidering af virksomheden har gjort, at man er kommet de store underskud til livs ved reduktion af kapaciteten. Men man må sige at der stadig er udfordringer med at skabe en rentabel drift, da overskuddet kun når henholdsvis DKK. 8. mio. og DKK. 6 mio. i år 2010 og år 2011. I år 2012 får man igen et underskud på DKK. 17 mio. mens det efterfølgende år er en smule forbedret, men resulterer stadig i et underskud på DKK. 15 mio. I år 2012 frasælger Axxel-fonden selskabet til arabiske Investcorp. De nye ejere proklamerer, at de har store vækstplaner for Georg Jensen A/S. Man vil blandt intensivere tilstedeværelsen på det attraktive kinesiske marked og dermed skabe vækst⁷. Dette understøttes af en potentiel børsnotering i Hong Kong, som altså skal være bidragende til at finansiere positioneringen på det kinesiske marked. Virksomheden er i dag præget af at være ramt af uro. Først har der været salget til de nye arabiske ejere, som har skabt nye ejerstruktur. Derefter har tidligere administrerende direktør forladt virksomheden og er blevet erstattet af en ny. Derudover har virksomheden været indblandet i kartel-sager, som har givet virksomheden en bøde på over en million kroner⁸.



⁵ Fremgår i årsrapporten for 2011

⁶ Årsrapport 2012

⁷ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/244961/georg_jensen_solgt_til_bahrain.html

⁸ <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-63091498:georg-jensen-f%C3%A5r-millionb%C3%B8de.html>

2.2 Forretningsmodel

Virksomheden har en bred produktportefølje. Man opererer med følgende produktkategorier; jewellery, watches, living, silver og seasonal⁹, som sælges til forhandlere og slutbrugere overalt i verden lige fra Danmark til Australien. I markedsføringen er strategien, at spille på Georg Jensens lange historie og DNA, som danner udgangspunktet for produkternes design og produktudvikling. Man rekrutterer løbende internationale modedesignere som bidrager til at opretholde virksomhedens status som værende en producent af smykker med højeste kvalitet. De internationale modedesignere arbejder tæt sammen med virksomhedens in-house design-team gennem hele udviklingsprocessen og dette skaber fundamentet for at producere produkter af ypperste kvalitet og design.

Produktionen har i en årrække været lokaliseret i Danmark, men på grund af faldende rentabilitet på driften har man valgt at udlicitere en del af produktionen til Thailand, som nu står for en stor del af produktionen. Man har dog stadig produktionsfaciliteter i Danmark, Schweiz, Kina og andre steder. Selve sølvet bliver produceret af lokale højtuddannede sølvsmede i København. Man har altså stadig bibeholdt nogle af de gamle danske dyder fra Georg Jensens tid. Distributionen og marketingen fungerer på den måde, at man opererer med multi-channel strategi med fokus på retail og high end wholesale kunder. Dette understøttes af globale marktingkampagner der støtter brandet. De helt specielle produkter sælges gennem VIP events på de enkelte markeder og ”per appointment salg”.¹⁰ Den overordnede strategi blev fastlagt i år 2007 og blev navngivet Georg Jensen Roadmap. Strategiens hovedfokus er at gøre virksomheden til det ledende Scandinavian Luxury brand. Målsætningen er altså at være det største luksusvaremærke i Skandinavien. Midlet til at nå målet er at skabe et stærkt brand ved at bygge en fælles global identitet omkring de forskellige produkter og kategorier¹¹



Strategien er operationaliseret igennem 4 strategiske målsætninger:

1. Øge brand value
2. Vækst hos de lokale forhandlere ved at optimere netværk og relationer
3. Maksimere brand-penetrering på markeder med lav markedsandele
4. Operational excellence, fastholdelse af en bæredygtig omkostningsbase og kapitalinvestering for at støtte en profitabel vækst.

I år 2011 blev strategien opdateret, da man i perioden år 2008-2010 oplevede en stor nedgang i de økonomiske resultater. Opdateringen blev iværksat med henblik på at forberede og tilpasse alle dele af forretningen til at imødegå de muligheder og udfordringer, som fandtes i den periode. Sagt med andre, så skulle man effektivisere driften og som konsekvens af det måtte mange butikker lukke.

⁹ Årsrapport 2011

¹⁰ Årsrapport 2011 side 13

¹¹ Årsrapport 2011 side 14

2.3 Målgruppe

Georg Jensen producerer luksusmykker af allerhøjeste kvalitet og derfor har man også en snæver målgruppe. Målgruppen er forbrugere, som er højtuddannet og har stor succes i erhvervslivet. De er primært i aldersgruppen 35-60 år, men det kan også være yngre forbrugere som lever en ekstravagant livsstil. De har store krav og går aldrig på kompromis med kvaliteten. Tit er prisen ikke en væsentlig parameter, men til gengæld kræve de at produktet er designmæssigt i top og at



kvaliteten er bedre end de andre produkter på markedet. De har måske også et ego-behov, som er større end gennemsnittet. De har succes i deres liv og er ikke blege for at vise det igennem fx luksusmykker fra Georg Jensen. I forhold til køn, så appellerer man primært til kvinden, da man er udbyder af produkter som smykker, ure, living-produkter og silverware. Aftagerne til disse produktkategorier er typisk kvinder. Den helt specifikke målgruppe for Georg Jensen bliver altså kvinden mellem 35-60 år som er vellønnet, højtuddannet, har succes i livet, er designinteresseret og er præget af at have egoistiske behov.

Kapitel 3. Strategisk Analyse

3.1 Pest Analyse

3.1.1 Political

Georg Jensens salgsvolumen er i høj grad udsat for beslutninger truffet af politikere i deres respektive lande. En enkelt beslutning fra politisk side kan have konsekvenser så store, at det kan medføre en signifikant vækst/fald i salget. Eksempelvis vil en stigning i indkomstskatten reducere forbrugernes købekraft og dermed begrænse salgsvæksten for GJ.

Der er ikke nogen tvivl om, at den internationale finanskrisen har været baggrunden for mange politiske beslutninger – politiske beslutninger som var nødvendige for at undgå et totalt økonomisk kollaps¹². Det danske marked har været præget af især statslig intervention i form af bankpakke I, II og III. Der hersker vist ingen tvivl om at hvis staten ikke havde intervenseret i efteråret 2008, så kunne man risikere en total nedsmeltning i det finansielle system, som så dermed vil true den danske velstand og dermed også GJ vækstmuligheder.

I Danmark har man været dygtige – *og/eller heldige* - til at styre sig igennem krisen. Bankpakkerne lagde en dæmper gemytterne og gav en smule ro på det finansielle marked og tilliden blev med tiden genskabt. Det er klart, at hele perioden har givet udfordringer for GJ i form af ustabile økonomiske resultater. Men med tiden er væksten vendt til det positive og kan især skyldes, at der i Danmark er truffet gode og stabile politiske beslutninger. Det danske marked vurderes altså til at være stabil mhp. makroøkonomiske og finanspolitiske beslutninger.

Danmark er også et udpræget velfærdsland. Og som resultat af det kan landets bryste sig af titlen som værende indehaver af verdens glædeste folkefærd¹³. Men alt har en pris. Velfærden finansieres gennem skattebetalinger og her er Danmark også blandt toppen når det gælder indkomstbeskatning. Og med henblik på det store pres der ligger på det fremtidige velfærdssamfund, så foreligger der altså en væsentlig risiko for at skattestigninger er på vej – hvis ikke på kort sigt, så i hvert fald helt sikkert på lang sigt. De øgede skatter vil udgøre en risiko for GJ, da det nedsætter forbrugernes købekraft. Lad os tage et nærmere indblik i hvordan en skattestigning påvirker forbruget. Analysen tager udgangspunkt i Keynes modeller for makroøkonomi.

Formålet med kontraktivfinanspolitik er at sænke den samlede efterspørgsel ved at lade sine indtægter (skatter) stige eller sine udgifter falde. For eksempel ved skatteforhøjelser vil befolkningen få sænket deres disponible indkomst og de kan dermed forbruge mindre. Herved kan man altså påvirke bl.a. betalingsbalance, produktion, beskæftigelse og inflation.

Ulemperne er en øget ledighed, som så også vil sætte pres på de offentlige budgetter, da overførselsindkomsterne vil stige.

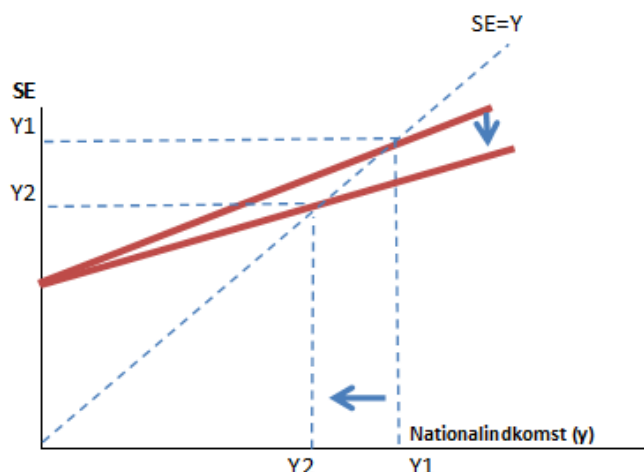
¹² Finanskrisen og den økonomiske videnskab af Peter Birch Sørensen, Økonomisk Institut, Københavns Universitet

¹³ <http://www.lykkeforskning.dk/hvorfor-er-dk-verdens-lykkelig/4570010920>

Effekten af den lempelige finanspolitik kan påvises i Keynes-modellen ved at ændre på G , R eller T . Eksempel kunne man sætte skatten op som vil sænke forbrugernes disponible indkomst og dermed sænke nationalindkomsten, da dette skaber mindre aktivitet.

I nedenstående Keynes-model vil det komme til at betyde, at man parallelforskyder SE-kurven nedad og får et nyt ligevægtspunkt ved Y_2 . Altså jo mindre den samlede efterspørgsel er – jo mindre er nationalindkomsten. I figuren ses også at SE-liniens udgangspunkt ikke ændres. Virkningen kommer jo længere man kommer ud på liniens hældning. Dette hænger sammen med, at der er en indirekte påvirkning af efterspørgslen. Hvis man for eksempel antager, at man forhøjer skatten med 10 %, så er det ikke ensbetydende med, at forbruget også vil falde med 10 %, men måske kun med 8 %, den såkaldte multiplikatorvirkning.

Figur 1: Effekten af en kontraaktiv finanspolitik



Kilde: egen tilvirkning

Effekt på Georg Jensen:

Det må altså alt andet lige konkluderes, at hvis der træffes politiske beslutninger om skattestigninger, så formindskes nationalindkomsten og dermed efterspørgslen efter Georg Jensen's produkter, som i forvejen betragtes som værende i den høje ende af prisklassen. En politisk beslutning om skattestigninger udgør en risiko for Georg Jensen. Vurderingen er dog, at man på kort sigt fastholder den lempelige finanspolitik og dermed vil der ikke komme skattestigninger eller skattelettelser inden for budgetperioden. Til gengæld vil på lang sigt komme skattestigninger, da velfærden er under pres og det skaber behovet for en yderligere af finansiering af dette. De øgede skatter vil sænke privatforbruget og dermed sænke Georg Jensens efterspørgsel. Helt konkret er dette en bidragende faktor til at omsætningen i terminalperioden skal falde med minimum 2 %.

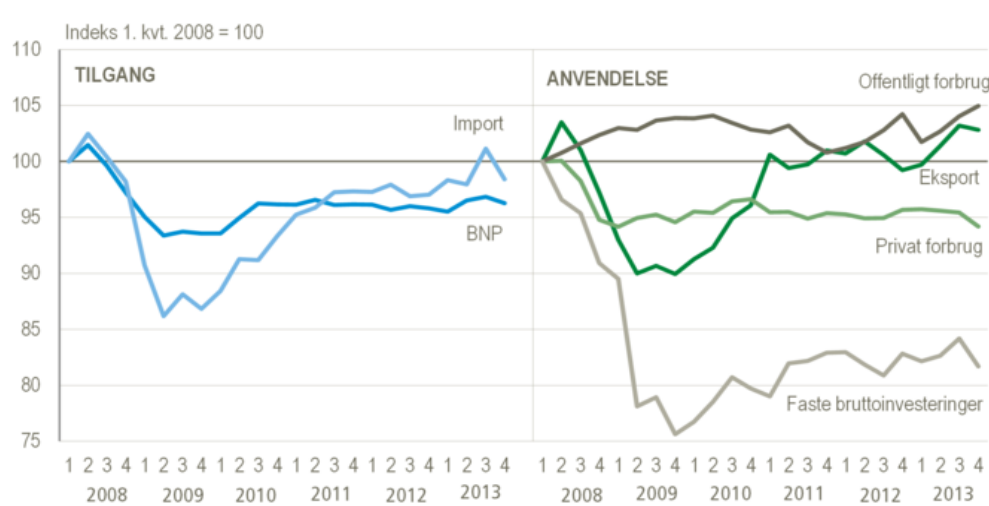
3.1.2 Economical

En væsentlig faktor for vækstrate for GJ er hvordan konjunktoren kommer til at udvikle sig. Hvis det danske BNP – bruttonationalprodukt – udvikler sig stabilt over den kommende periode, så vil det også alt andet lige skabe en positiv udvikling for GJ's afsætning. Bruttonationalproduktet er en samfundsøkonomisk indi-

kator for udviklingen i økonomien, også kaldet konjunktoren. Det er en samlebetegnelse for den samlede produktion og er ofte et godt pejlemærke for hvordan det går med økonomien.

Den internationale finanskrisen i årene 2008 og 2009 har givet et stort fald i aktiviteten i Danmark.

Figur 2: Udviklingen i samfundsaktiviteten fra 2008-2013



Kilde: <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/kvartalsvist-nationalregnskab.aspx>

Siden 2008 er den danske bruttonationalindkomst faldet kraftigt til hele indeks 87 i år 2009 som er absolut lavpunkt. Siden katastrofeåret 2009 er bruttonationalindkomsten støt steget til indeks 96 i år 2011 for derfor at stagnere frem til år 2013. Samlet set er man dog med indeks 95 stadig 5 procentpoint under basisåret 2008. Det er dog værd at bemærke at eksporten og det offentlige forbrug er steget kraftigt siden år 2009 og er faktisk i år 2013 over indeks 100. Q4 for 2013 ender i indeks 105 for offentligt forbrug mens eksporten ligeledes i Q4 2013 ender med indeks 103.

Det offentlige forbrug og eksporten har altså været centrale faktorer til at den danske økonomi ikke er i recession, men er stagneret. Finansministeriet havde håbet på en større vækst, men privatforbruget har haltet siden 2009 og er altså med til at trække økonomien ned. Forbrugerne holder på pengene af psykologiske årsager. Man er bange for at den økonomiske udvikling endnu ikke helt er oppe i gear og dermed holder man tilbage med forbruget. Der er umiddelbart ikke udsigt til at privatforbruget i de næste 2-4 år vil vende signifikant. Bruttonationalproduktet estimeres altså til at stagnere eller vokse minimalt og bidrager derfor ikke til at skabe de store ændringer i den fremadrettede budgettering¹⁴.

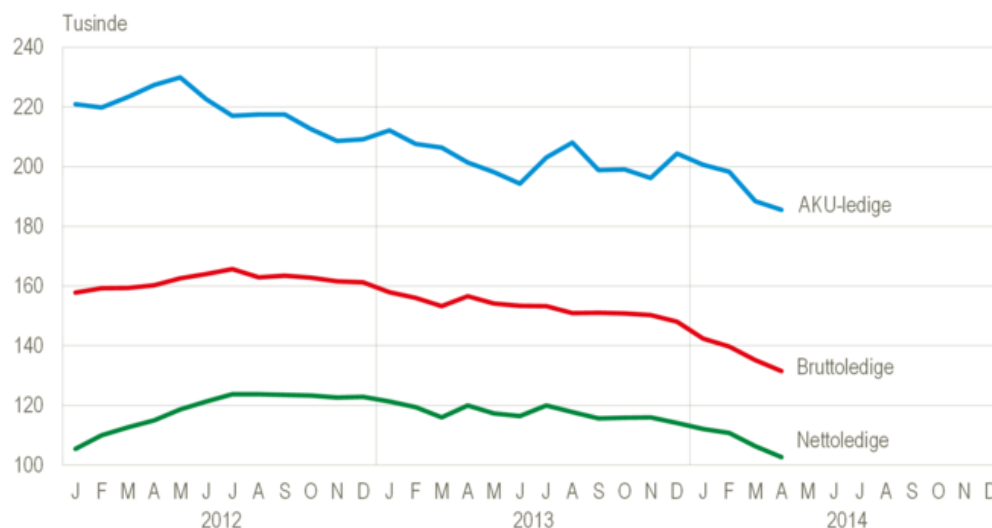
¹⁴ Finansministeriets økonomiske redegørelse

Ledighedsniveau

Ledighedsniveauet er svagt faldende. I juni 2012 var antallet af nettoledige på 122.000 men er i dag faldet til ca. 105.000. Der er altså en fin udvikling i arbejdsløsheden, som er faldende.

Figur 3: Antal nettoledige i tusinde.

Bruttoledighed, nettoledighed og AKU-ledighed, sæsonkorigeret



Kilde: Danmarks statistik

En lav ledighed vil alt andet lige skabe større forbrug i den danske befolkning og dermed skabe et større potentiale for Georg Jensen at skabe vækst i omsætningen. Derudover er der målkonflikter i at have en for lav ledighed, da det kan være med til at overophede økonomien og skabe inflation, som derved skaber et fald i den danske konkurrenceevne.

Vurderingen er dog, at ledigheden de næste 5 år vil stagnere eller falde en smule. Konklusionen er bygget op omkring følgende forudsætninger:

- En forventet forbedring i europæisk økonomi¹⁵
- En minimal indenlandsk BNP-stigning de kommende år¹⁶
- Svag amerikansk økonomi¹⁷
- Svag voksende forbrugertillid på hjemmemarked¹⁸

På baggrund af ovenstående og vurderes ledigheden altså at stagnere eller falde en smule de kommende år og dermed skabe en mindre stigning i privatforbruget.

¹⁵ <http://publikationer.di.dk/dikataloger/41/11>

¹⁶ Finansministeriets økonomiske redegørelse

¹⁷ <http://www.business.dk/global/oekonomer-svage-jobtal-fra-usa-daemper-udsigterne>

¹⁸ Danmarks Statistik – Forbrugerforventninger maj 2014

Effekten af den lavere ledighed på Georg Jensens fremtidige budgettering:

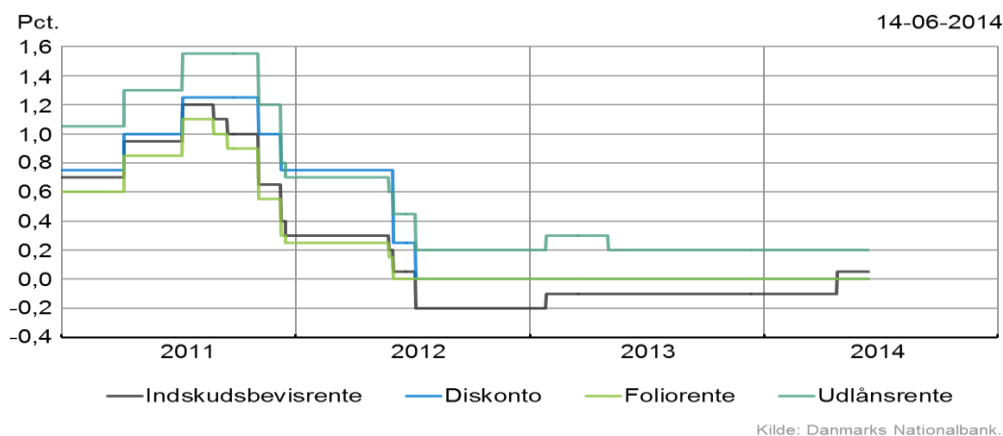
- Nettoomsætningen stiger
- EBITDA stiger
- EBIT stiger
- NOPAT stiger
- Driftsoverskud stiger

De ovenstående faktorer er bidragende faktorer til bestemmelse af niveauet for budgetteringen i budgetperioden.

Renteniveau

Danmarks Nationalbank offentliggør, at man fastholder sin udlånsrente i modsætning til ECB, som har valgt at nedsætte den med 0,1 procentpoint¹⁹. Vurderingen er, at renten stadig har et meget lavt niveau. Det er faktisk det laveste niveau nogensinde i Nationalbankens historie²⁰.

Figur 4: Renteudviklingen fra år 2011-2014 i pct.



Kilde: Danmarks Nationalbank

Og kombineret med den lempelige finanspolitik fra Finansministeriet er alle forudsætninger for at øge aktiviteten igangsat. Nationalbanken vælger altså at følge trop med den Europæiske Centralbanks rentenedsættelse. I praksis giver dette virksomhederne optimale forudsætninger og vilkår for finansiering til igangsættelse af investeringsprojekter. Dette skulle altså skabe initiativ til at kickstarte aktivitet i erhvervslivet, som derved skulle skabe flere arbejdspladser og dermed et øget privatforbrug. Det øgede forbrug resulterer i følgende effekt på Georg Jensen:

Effekten af den lave rente på Georg Jensens fremtidige budgettering:

- Nettoomsætningen stiger
- EBITDA stiger

¹⁹ Se pressemeddelelse fra Nationalbanken i bilag 1

²⁰ <http://politiken.dk/oekonomi/privatoekonomi/ECE1960312/danmarks-nationalbank-saetter-renten-ned/>

- EBIT stiger
- NOPAT stiger
- Driftsoverskud stiger
- Finansielle omkostninger fastholdes fortsat på lavt niveau

De ovenstående faktorer er bidragende faktorer til bestemmelse af niveauet for budgetteringen i budgetperioden. De ovenstående poster vil altså stige i budgetperioden med ca. 1-2 %.

3.1.3 Social factors

Den mest centrale sociale faktor er den voksende trend, individualismen. Forbrugere er i dag meget mere individualistiske end nogensinde før.²¹ Man vil gerne differentiere sig fra sin omgangskreds og det skal Georg Jensen udnytte ved at sælge designersmykker. En virksomhed som har opnået det fulde potentiale med at udnytte denne trend er amerikanske Apple. Man har skabt produkter, som afviger radikalt fra konkurrenternes. Strategien for Georg Jensen er altså at skabe produkter af en hel ny standard, som ikke er set tidligere. Der skal tænkes nyt i produktudviklingen og her er det afgørende, at man er i besiddelse af de dygtigste designere. Det er afgørende, at virksomheden holder sig orienteret omkring samfundets trends og tilpasser sine produkter efter det. Hele ens eksistensgrundlag hænger tæt sammen med at man giver kunderne, det de vil have. Hvis man stopper med at analysere og respondere på kundens behov, så mistes markedsandele. Et godt eksempel på dette er business casen omkring Nokia²². For en del år siden var Nokia utvivlsomt den største markedsleder indenfor telefonbranchen, men den manglende evne til at imødekomme markedets efterspørgsel efter funktionalitet og design gjorde, at de i dag er meget langt bag konkurrenterne Apple og Samsung.



En anden vigtig faktor i analysen er den demografiske udvikling i Danmark. Danmarks Statistik estimerer at den danske befolkning vil stige helt frem til år 2050. Stigningen skyldes primært to faktorer:

- Positivt fødselsoverskud²³
- Stigning i nettoindvandring²⁴

Desuden lever danskerne længere og længere. Og det kommer til at betyde, at alderssammensætningen kommer til at udvikle sig således, at de ældre vil udgøre

²¹

<https://www.danskerhverv.dk/MinBranche/handel/Forbrugerpolitik/tendenserogundersogelser/Sider/portraetafdennoderneforbruger.aspx>

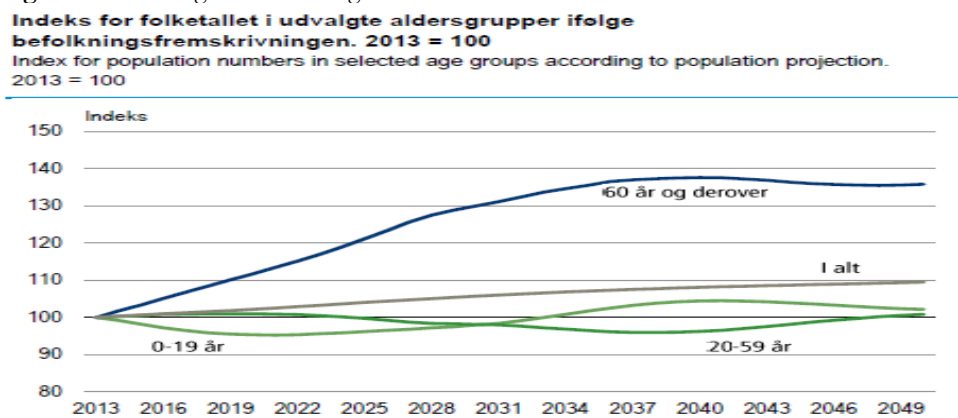
²² <http://www.version2.dk/artikel/derfor-tabte-nokia-kaploebet-med-iphone-og-android-18110>

²³ <http://www.dst.dk/da/statistik/publikationer/vispub.aspx?cid=017960>

²⁴ <http://www.dst.dk/da/statistik/publikationer/vispub.aspx?cid=017960>

en stigende andel af befolkningen, mens andelen af børn og unge under 20 år mindskes²⁵. Stigningen i antallet af de ældre kommer derved til at betyde at den danske befolknings gennemsnitsalder også kommer til at stige. I år 2013 er gennemsnitsalderen 40,7 år, mens den i år 2050 er estimeret til at ramme 43,8 år²⁶.

Figur 5: Befolkningsfremskrivning frem til år 2049



Kilde: <http://www.dst.dk/da/statistik/publikationer/vispub.aspx?cid=017960>

Som ovenstående figur viser, så vil andelen af borgere i alderen 60 år og derover stige kraftigt. Men det betyder også, at andelen af borgere i alderen af 20-59 år kommer til at falde i perioden år 2022 til år 2046. Netop denne aldersgruppe betragtes som værende Georg Jensens målgruppe og denne udvikling er altså ugunstig for virksomheden. Størrelsen på målgruppen er faldende og det gør altså, at der i fremtiden er færre til at aftage Georg Jensens produkter.

Effekten af den negative demografiske udvikling på Georg Jensens fremtidige budgettering:

- Nettoomsætningen falder
- EBITDA falder
- EBIT falder
- NOPAT falder
- Driftsoverskud falder
- Finansielle indtægter falder

De ovenstående faktorer danner grundlaget for bestemmelse af g i terminalperioden. Den demografiske analyse viser, at målgruppen vil falde med 5 procentpoint frem mod år 2049. Dermed vil ovenstående regnskabsposter blive budgetteret i samme rate. Altså med et fald på 5 % point. Budgetperiodens forudsætninger fastholdes, da prognosen viser, at målgruppen hverken falder eller stiger frem til år 2020.

²⁵ <http://www.dst.dk/da/statistik/publikationer/vispub.aspx?cid=017960>

²⁶ <http://www.dst.dk/da/statistik/publikationer/vispub.aspx?cid=017960>

3.1.4 Technological factors

Den overordnede vurdering af smykkebranchen er, at her spiller den teknologiske udvikling en mindre rolle. Det kan dog argumenteres for, at man i forhold til produktionen skal være opmærksomme på, at man har de bedste produktionsmaskiner. Det er afgørende for virksomheden, at kvaliteten af de producerede produkter er helt i top. Med de høje priser, som Georg Jensen opererer med, så har kunderne ligeledes høje forventninger til produktets kvalitet. Ud over kvaliteten af produktet, så indgår der også driftsøkonomiske fordele ved et moderne produktionsfacilitet:

- Lavere spildprocent
- Hurtigere og bedre produktion
- Mindre nedbrud
- Lavere serviceomkostninger
- Automatisering af produktionsprocesser, som potentielt kan frigøre ressourcer til andre værdiskabende forretningsområder.

Moderne produktionsfaciliteter er i dag et *must have* for alle virksomheder. Hvis man fravælger at investere i produktionsteknologien, så skades virksomhedens konkurrenceevne, som i forvejen er presset hos Georg Jensen²⁷. Produktionsomkostningerne ligger et pænt stykke over konkurrenternes²⁸.

3.2 Porters Five Forces

3.2.1 Truslen fra nye udbydere

Truslen fra nye udbydere afhænger i høj grad af den økonomiske gevinst man kan opnå i branchen. I forhold til smykkebranchen må man sige, at den økonomiske gevinst har været begrænset i forhold til årene 2004, 2005 og 2006. Flere og flere nuværende virksomheder oplever kraftige fald i de økonomiske resultater, og derfor vil det andet end lige ikke være attraktivt for nye virksomheder at komme ind på markedet, som det ser ud lige i øjeblikket.

Det ser dog ud til at den sociale trende individualismen for alvor har slået sig fast i især de vestlige lande²⁹. Det betyder altså at man i stigende grad godt kan opnå en fin økonomisk gevinst ved at operere i denne branche. Det er i hvert fald noget som godt kan tillokke nye aktører.

Udviklingen i smykkebranchen er i dag, at der i stigende kommer flere små aktører som udelukkende opererer på internettet. Der er vist ingen tvivl om at den næste generation af smykkeforbrugere vil primært købe smykker fra internettet³⁰. Dette bekræftes også i den kvalitative undersøgelse, hvor interviewpersonen udtalte:

²⁷ Konkluderet fra regnskabsanalysen

²⁸ Se regnskabsanalysen for nærmere uddybning.

²⁹ <https://www.danskerhverv.dk/MinBranche/handel/Forbrugerpolitik/tendenserogundersogelser/Sider/portraetafdenmoderneforbruger.aspx#Individualisering>

³⁰ <http://www.fdi.dk/nyheder/2014/feb/dansk-e-handel-fortsætter-væksten-danskerne-gennemførte-106-mio-handler-paa-nettet-for-62,4-mia-kr-i-2013/>

ler, at hun er i stigende grad lader sig lokke af annoncer på internettet.³¹ For at beskytte sig mod denne trussel skal Georg Jensen både investere mere i sit varemærke og investere intensivt i salgskanalen e-commerce.

Den øgede investering i varemærket vil ramme Georg Jensen på posten markedsføringsomkostninger og vil altså andet lige medføre lavere driftsoverskud³² og dermed en lavere værdiansættelse. Det skal dog ses som en langsigtet investering, som kan øge omsætningen fremadrettet. Desuden skal man investere i NDA i form af bedre IT, som kan understøtte en stærkere e-commerce forretning.

3.2.2 Truslen fra leverandører

Som nedenstående graf viser, så er guldpriserne faldende i øjeblikket³³. De faldende priser i guld betyder for Georg Jensen, at man kan få en større forhandlingsstyrke (fx i form af større mængderabat), da guldproducenterne er pressede.

Figur 6: Guldprisens udvikling fra 2009-2014



Kilde: <http://www.guldforum.dk/guldprisen-live>

Man kan eksempelvis få bedre finansieringsløsninger med leverandørerne som gør at ens renteomkostninger vil falde. Desuden kan man få længere betalingsfrister, som gør at Georg Jensens renteindtægter og likviditet forbedres væsentligt. Dermed kan virksomheden også opnå lavere produktionsomkostninger og dermed øge overskudsgraden. Den øgede overskudsgrad vil give en større EBIT og dermed en større værdiansættelse.

³¹ Se afsnittet ”kvalitativ undersøgelse” senere i kapitlet.

³² Budgetteret i kapitel 5

³³ www.guldforum.dk

Effekten af de faldende guldpriser på Georg Jensens fremtidige budgettering:

- Produktionsomkostningerne falder
- EBITDA stiger
- EBIT stiger
- NOPAT stiger
- Finansielle omkostninger falder
- Finansielle indtægter stiger

Et andet middel til at begrænse truslen fra leverandørerne er diversificeret produktionsfaciliteter, altså flere forskellige produktionsfabrikker. Georg Jensen har i en årrække haft produktionsanlæg i Danmark, men har nu udvidet til også at etablere smykkeproduktion til Thailand³⁴. Flytningen til Thailand indeholder fordele såvel som ulemper. En væsentlig fordel er at produktionsomkostningerne holdes på et minimalt niveau, mens truslen fra leverandørerne begrænses ved, at man nu ikke længere er afhængige af kun ét produktionsanlæg i Danmark.

Ulempen er at oversøisk produktionsanlæg indeholder en stor risiko for at kvaliteten af produktioner er udfordrende at styre. For Georg Jensen koncernen er dette en ganske betragtelig risiko, da et fald i kvaliteten af produkterne kan medføre dårligt omdømme, som kan skade det internationale brand, som man i høj grad satser på at opbygge.

En anden ulempe er at det vil kræve en del rejseaktivitet – især i den indledende etableringsfase. Det vil kræve større ressourcer, at udsende videntstunge medarbejdere til at oplære medarbejderne i udlandet i produktionen. Det kan indeholde væsentlige udfordringer, da udenlandske medarbejdere sandsynligvis har en mindre effektivitetsgrad end danske. Det kan dog argumenteres for, at den lave effektivitet kan opvejes af et større forbrug på produktionstimer til en lavere enhedsomkostning. Kassationsprocenten vil også ligeledes stige, men vurderingen er at det samlet set vil være økonomisk rentabelt at udlicitere produktionen.

Vurderingen er, at siden produktionen er udliciteret, så er leverandørtruslen faldet kraftigt. Man er ikke længere i så høj grad afhængige af de danske guldsmede, men kan i højere grad også drage nytte af de udenlandske guldsmede i forbindelse med produktionen.

3.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Der er en hel række produkter, som kan tænkes at være substitut til Georg Jensens smykker. Vurderingen er at følgende produktkategorier anses som potentielle substitutter for Georg Jensens smykker:

- Dyr mobiltelefoner
- Tøj (Lacoste poloer, Hugo Boss bukser, Ralph Lauren skjorter m.fl.)
- Møbler (High end møbler, som Bo Concept sofaer m.fl.)

³⁴ Årsrapport 2013

- Biler (Maserati, Audi, Mercedes, Tesla, Porsche Cayenne m.fl.)
- Elektronikvarer (Bang & Olufsen fjernsyn, Apple produkter m.fl.)

De ovenstående produktkategorier indeholder et potentiale for at udgøre en trussel for Georg Jensen. En af styrkerne ved Georg Jensen produkter er at disse er med til at efterleve forbrugernes behov i form af ego. Der henvises til Maslow's behovspyramide. Hans model er bygget op omkring fem områder:

- Fysiske behov
- Tryghedsbehov
- Sociale behov
- Egobehov (Georg Jensen)
- Selvrealisering

Her spiller egobehovet en væsentlig rolle, da et smykke fra Georg Jensen kan bruges til at vise, at man har succes i livet. Dette skal Georg Jensen spille lidt mere på i markedsføringen, da de jo i forvejen har et godt brand ude i befolkningen. Trenden i dag er, at forbrugerne er mere individualiseret. Individualismen har for alvor slået sig fast³⁵ og ønsket om at skille sig ud fra mængden er øget. Til dette bruges ikke bare smykker, men også produktkategorier som nævnt foroven. Der vil altså i den nærmeste fremtid være stor konkurrence om forbrugerne, som ønsker at være individuelle og med ønsket om at skille sig ud fra mængden.

3.2.4 Truslen fra købere

De private forbrugeres forhandlingsstyrke er steget væsentligt siden højkonjunktoren toppede i år 2006. Virksomhederne er pressede og man er i stigende grad villige til at give lidt rabat på produkterne. Derfor kan flere og flere købere i dag tillade sig at kræve mere. Ellers kan de bare benytte sig af konkurrenten. Og da Georg Jensen i forvejen er under hårdt pres på indtjening, så er der altså større villighed til at forhandle nu end bare for 8 år siden. Mange forbrugere er i dag mindre villige til at købe *nice-to-have* produkter, og køber i langt højere grad *need-to-have* produkter. Og det presser en luksusvareproducent som Georg Jensen.

Derudover kan butiksførere også betragtes som værende kunder til Georg Jensen. Utallige forhandlere overalt i verden fører Georg Jensens produkter i deres butikker for luksussmykker. Idet man kører med konceptet shop-in-shop³⁶, så er butiksførerne forpligtet til at føre de produkter, som Georg Jensen udbyder. Butiksførerne kan anmode og specificke ønsker til varesortiment m.m. men det er Georg Jensen, som træffer den endelige beslutning og det er altså med til at begrænse forhandlernes forhandlingsstyrke.

Den primære årsag til at butiksførernes forhandlingsstyrke er begrænset, er at den enkelte forhandler kun udgør en mindre andel af den samlede omsætning for Georg Jensen og dermed er afhængighedsgraden til de enkelte forhandlere

³⁵<https://www.danskerhverv.dk/MinBranche/handel/Forbrugerpolitik/tendenserogundersogelser/Sider/portraetafden-moderneforbruger.aspx#Individualisering>

³⁶ Årsrapport 2011

relativ lav. Det giver koncernen - i rollen som leverandør - mulighed for at have en fast prisstyring. Altså mulighed for at kræve bindende videresalgspriser af forhandlerne og dermed opretholde en aftalt pris, som man tænker har en sammenhæng til visionen om at være en af verdens mest luksuriøse smykkeforhandlere.

Selvom afhængigheden på koncernniveau er lav, så skal modervirksomheden stadig være forsigtig med at fastsætte priser for forhandlere, da det er på kanten til at være ulovligt³⁷. Koncernen har allerede modtaget en betragtelig bøde for implementering af konkurrencebegrænsende aftaler med de lokale forhandlere. Der er altså ikke mulighed for at udarbejde aftaler med fastsatte priser. Priserne skal fastsættes af det frie marked – alt andet kan betragtes som værende ulovligt. Det er ydermere i koncernens interesse at undgå negativ PR-omtale og dermed skade brandet, som er koncernens største styrke. Desuden straffes ulovligheder med konkurrencebegrænsende aftaler hårdt med bøder i millionklassen³⁸. Det vurderes at hvis ulovlighederne fortsætter, så vil beløbsstørrelsen på bøderne stige progressivt. Det anbefales at udarbejde handlingsplaner for procedurer for undgåelse af fremtidige ulovlige prisaftaler, som på sigt kan skade koncernen med store bøder.

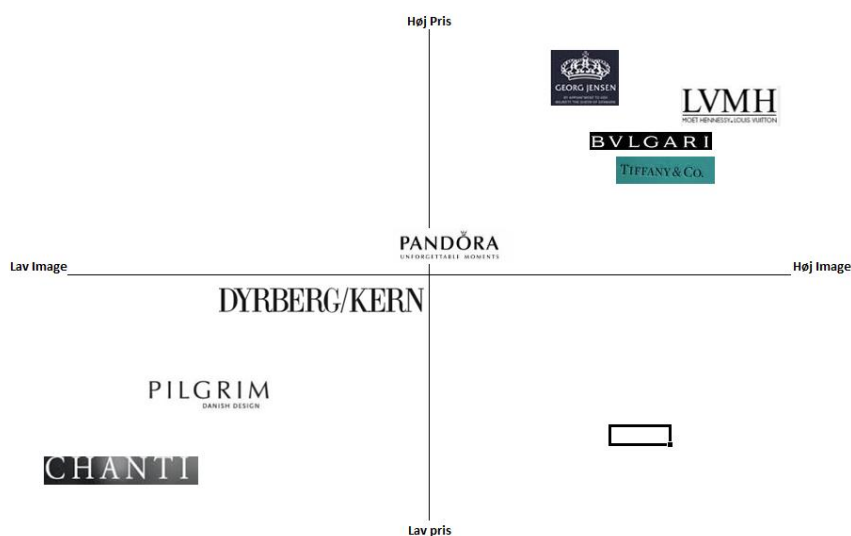
3.2.5 Rivalisering i branchen

Den internationale smykkebranche er præget af at have mange udbydere. Som de mest centrale i branchen kan nævnes Pandora, LVMH, Tiffany & Co., Bulgari m.fl. Det kan diskuteres om alle ovennævnte smykkevirksomheder er direkte konkurrenter til Georg Jensen. Vurderingen er, at GJ befinder sig på markedet for luksussmykker til høje priser. Det betyder, at Pandora er i mindre grad en konkurrent end fx LVMH. Georg Jensen opererer med fokuseret differentiering som vækststrategi. Til gengæld vurderes det, at forhandlere som LVMH og Tiffany & Co. er direkte konkurrenter til Georg Jensen. De opererer også med konceptet om høj kvalitet og har også priser som ligger i den høje ende af prisklassen. Der er altså en stor konkurrenceintensitet i en branche, som allerede er under stort pres. Der stilles derfor i dag krav til ens konkurrencedygtighed og evne til at differentiere sig og dermed skabe præferencer hos forbrugerne. De økonomiske resultater viser med al tydelighed, at Georg Jensen ikke har været i stand til at differentiere fra sine konkurrenter og dermed skabe vækst.

³⁷ <http://www.kfst.dk/Indhold-KFST/Synspunkter/20131014-Forbrugerne-nyder-godt-af-frie-priser?tc=CA315E68AD9C434B877F05592AFAC6C8>

³⁸ http://www.google.dk/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.business.dk%2Fdetailhandel%2Fgeorg-jensen-faar-millionboede&ei=ts2iU-GICor9ygPlyoDwBQ&usq=AFQjCNGxLt_Hgy2R10qfyX-ckoyFMlJxBw&bvm=bv.69411363,d.bGQ

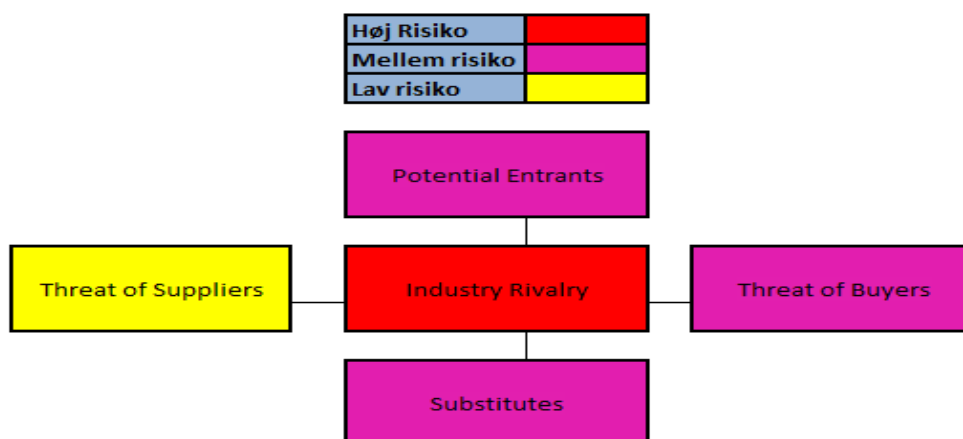
Figur 7: Konkurrentmapping på image og pris



Kilde: egen tilvirkning

Det globale brand som man ønsker at positionere sig på er ikke slået igennem. Derudover har den høje konkurrenceintensitet i luksussegmentet medført, at det ikke har været muligt at opretholde en positiv rentabel drift. Og da prisnedsættelser ikke er en mulighed for Georg Jensen, så har der i stedet koncernens side, været fokus på driften. Man har i en årrække nu iværksat initiativer, med mål for en effektivisering af driften og dermed en nedbringelse af driftsomkostninger. Konsolideringen har betydet, at man har reduceret produktionsapparatet i Danmark, og efterfølgende udvidet i Thailand, som betragtes som værende et lavtlønsland.

Figur 8: Risiko-opdelt Porters 5 Forces



Kilde: egen tilvirkning

3.3 Værdikædeanalyse

Georg Jensen A/S er et selskab, som udbyder et stort antal af produktvarianter³⁹. Som eksempler på produkter kan nævnes smykker – herunder halskæder, øreringe og ure, boligudstyr – herunder bestik, vaser, lysestager, skåle og meget mere. Deres hovedfokus er dog på smykker, herunder halskæder, ringe, ure m.m. Boligudstyret har dog også efterhånden udviklet sig til at udgøre en større andel af deres udbudte produkter. Et hurtigt kig på deres nærmeste konkurrent, Pandora A/S, viser, at de også har deres primære fokus på smykker⁴⁰. Der er altså en skarp konkurrence mellem de to spillere på smykkemarkedet. Og ud fra de økonomiske resultater ser det ud som om at Georg Jensen A/S halter langt efter deres konkurrenter. Georg Jensen A/S kom ud af år 2013 med et underskud på DKK. 13 mio. Til sammenligning kunne Pandora A/S fremvise et flot overskud på DKK. 2,2 mia. Pandora A/S har altså i særdeleshed været dygtige til at skabe vækst, og det er i høj grad gået ud over Georg Jensen A/S.

Det er vanskeligt at klarificere hovedårsagen til Pandoras vækst, og årsagen til Georg Jensens nedtur. Men en af forklaringerne kunne være, at deres produktvarianter ligger meget tæt på hinanden. Meget groft sagt kan det nogle gange være svært at se forskel på de to virksomheders produkter. Forskellen er dog, at priserne hos Pandora A/S ligger lavere end Georg Jensens. Og set i lyset af de seneste års økonomiske vanskeligheder – ikke bare i Danmark, men på globalt plan – er det måske at foretrække lidt billigere smykker end de absolut dyreste. Og især når smykkerne er svære at adskille i forhold til design og kvalitet.



3.3.1 Distributionsanalyse

En anden årsag til forskellen mellem de to kunne være distributionen. Pandora eksekverer en meget frontal og aggressiv distributionsstrategi på det internationale marked. Man har over 10.000 butikker på verdensplan⁴¹, og er altså i høj grad ude hvor kunderne er. Georg Jensen er langt mere selektive i deres presence og man har nøje udvalgte forhandlere. Ulempen ved denne strategi er, at man i langt mindre grad er synlige på markederne og dermed mister potentiel vækst. Fordelen er, at man fastholder lave kapacitetsomkostninger. Vurderingen er dog, at man i højere grad skal satse på de globale markeder med mere synlighed, da det alt andet lige vil skabe højere vækst. Mange forbrugere er i dag impuls købere⁴², men hvis produktet ikke er fysisk tilgængeligt foran forbrugerne, så er det udfordrende at skabe øget vækst. Især når Georg Jensens produkter rent kvalitetsmæssigt er bedre end Pandora, så der ingen tvivl om at der foreligger et væsentligt potentiale, som skal realiseres gennem mere aggressiv salgsdistribution.

³⁹ www.georgjensen.dk

⁴⁰ www.pandora.dk

⁴¹ Pandora Årsrapport 2012

⁴² <http://newsroom.nordea.com/da/blogpost/vi-impulshopper-pa-nettet-for-milliarder/>

3.3.2 Produktanalyse

I forhold til produktudvikling og design er det afgørende, at Georg Jensen er førende på markedet. Som forhandler af et nichesegment som luksuriøse smykker er parametre som kvalitet og design nogle af de faktorer, som skal være med til at differentiere virksomheden fra sine konkurrenter. Man har i løbet af de sidste 4-5 år udvidet sit produktsortiment til nu også indeholder living produkter m.m.⁴³. Timingen af udvidelsen kan dog diskuteres.

Man har dog siden år 2009 skabt stigende vækst i salget. Udfordringen er dog, at stigningen i salget ikke har været nok til at opveje de tilhørende driftsomkostninger. Og dette har resulteret i de negative resultater for EBITDA. Det er dog sådan, at Georg Jensen stadig formår at producere produkter af ypperste kvalitet – også bedre end konkurrenterne. Produktionen af Georg Jensens produkter foregår primært i København og Hjørring. Man har dog også investeret i en ny fabrik i Malaysia, og det vurderes at være fornuftigt, da lønniveauet i Danmark er for højt til at man kan producere til priser som kan konkurrere med konkurrenternes. Desuden er den udprægede egenproduktion også forbundet med høje kapacitetsomkostninger, og det kan være en potentiel svaghed når efterspørgslen stagnerer eller falder.

3.3.3 Markedsføringsanalyse

I forhold til markedsføringen har Georg Jensen valgt at køre en strategi med fokuseret differentiering. Man vælger altså ikke at konkurrere på prisen, men på kvalitet, design og brand. Georg Jensen reklamerer ofte med at være det danske flagskib inden for luksussmykker. Man spiller altså i høj grad på de nationalistiske følelser hos forbrugerne. Og det er i høj grad også lykkedes. Hjemmemarkedet står stærkt i forhold til samtlige KPI'er. Men på de internationale markeder er der væsentlige udfordringer. Her er det ikke lykkedes at skabe præferencer i forbrugernes bevidsthed. Der er behov for en strategi til at håndtere udfordringen om at skabe en øget bevidsthed om GJ og deres tilhørende produkter.

I forhold til distribution kører GJ med principperne Retail eller Wholesale. Begge distributionsformer er præget af høj kontrol fra GJ, men også ligeledes et højt omkostningsniveau og dermed en risiko. Man kunne evt. overveje en distributionsform som franchising. I den model er der nedsat risiko og man undgår de høje omkostninger der er ved at indhente viden om lokalkendskab ved etablering.

Georg Jensens serviceniveau ligger også på et højt niveau. Butikkerne står stjerneflotte og personalet er topuddannet deres fag. Det hersker der ingen tvivl om. Men som det er med deres produkter, sådan er det også med service, altså kvalitet koster. At have egne butikker som er dekoreret helt præcist efter koncernens retningslinjer koster en del. Og det gør personalet i særdeleshed også. Og som markedet ser ud lige nu, så viser det sig at forbrugerne ikke er villige til at betale den medudgift der er med de flotte retailshops og den gode service.

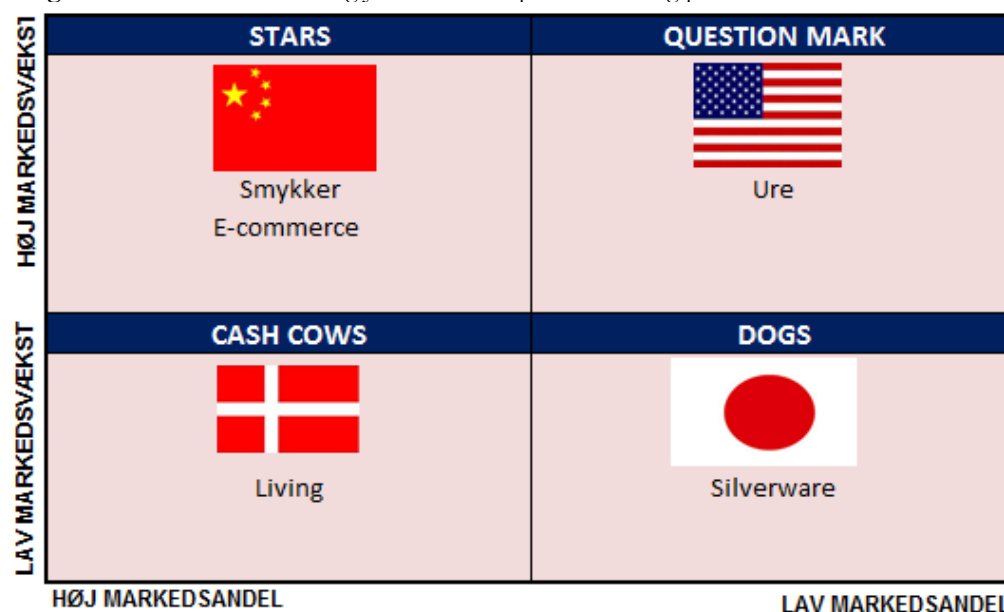


⁴³ www.georgjensen.dk

3.4 Boston Consulting Group-modellen

I følgende analyseres de forskellige markeder ud fra Boston Consulting Group-modellen.

Figur 9: BCG-matrix for Georg Jensen baseret på markeder og produkter



Kilde: egen tilvirkning

3.4.1 Questionmark

Omsætningen på det amerikanske marked har de seneste år været støt faldende og Nord Amerika udgjorde i året 2011 kun 6 % af totalomsætningen⁴⁴. Siden har markedet fortsat sit fald og i året 2012 udgjorde markedet 5 % af totalomsætningen. Et fald på et procentpoint på et år. Sidste år var absolut bundniveau med kun 4,7 % af totalomsætningen. Man har altså et marked med forholdsvis lav vækst med lav markedsandel. Georg Jensen har ikke formået at skabe succes på dette marked, på trods af at det i forhold til størrelse indeholder et stort potentiale.

Ur-produkterne kan klassificeres som værende et question mark, da man har en lav markedsandel med kun 10 % af totalomsætningen⁴⁵. Produktet har dog de seneste år været i stærk stigning og er altså i høj markedsvækst⁴⁶. Hvis man skal gøre kapital af denne vækst, så kræver det at virksomheden Georg Jensen A/S investerer yderligere drifts- og anlægsinvesteringer, mens den anden lave markedsandel fører til lave afkast på grund af manglende omkostningseffektivitet⁴⁷. Vurderingen er dog at de nye ejere prioriterer det kinesiske marked og dette marked vil derfor ikke prioriteres.

⁴⁴ Årsrapport 2012

⁴⁵ Årsrapport 2011

⁴⁶ Udvikling analyseret ud fra årsrapporterne

⁴⁷ Regnskabsanalyse side 100

Effekt på Georg Jensen konkrete regnskabsposter

Da det amerikanske marked forventes at blive nedprioriteret, så betyder det for GJ, at man vil opretholde sine nuværende operationer som de er. Helt konkret vil det betyde en stagnation af de faste omkostninger, og et mindre fremtidigt salg, da man ikke vælger at prioritere markedet. Det mindre salg vil give mindre omsætning og dermed også mindre produktionsomkostninger. Det vil så medføre en faldende EBIT og potentielt også større varebeholdninger, da man ikke formår at afsætte varerne og dermed hober de sig op på lageret. Disse faktorer er bidragende til at skabe mindre driftsoverskud og dermed også en lavere værdiansættelse.

Tabel 3: Konkret effekt på regnskabsposter ved at opretholde US-marked.

Område	Relevant post	Effekt
Salget falder gradvist	Omsætning	Falder
Mindre indkøb af råvarer	Produktionsomk.	Falder
Opretholdelse af faste omk.	Salgs- og administrationsomk.	Stagnerer
Overskudsgrad	EBIT	Falder
Mindre salg medfører større lagre	Varebeholdninger	Stiger

Kilde: egen tilvirkning

3.4.2 Star

Det asiatiske marked er klart Georg Jensens stjernemarked i deres markedsportefølje. Næst efter hjemmemarkedet er dette marked det største bidrag til omsætningen. Det asiatiske marked udgør 45 %⁴⁸ af den samlede omsætning, mens det europæiske marked (primært Skandinavien) også ligeledes bidrager med 51 %⁴⁹ af totalomsætningen. De resterende markeder står for 4 %. Forskellen ligger dog, i at det danske marked betragtes som værende mættet, mens det asiatiske marked (primært drevet af Kina) stadig indeholder et større potentiale for yderligere vækst. Det asiatiske marked har i de seneste oplevet stor industriel vækst, og dette har også ført til en større velstand blandt den asiatiske befolkning. Det gør at de asiatiske forbrugere i større grad efterspørger luksussmykker. De asiatiske markeder har i lang tid været præget af lokale udbydere af smykker, men efterhånden som de udenlandske investorer har fået øjnene op for det store potentiale, er flere og flere større koncerner ved at få etableret sig. Heri blandt Georg Jensen. Desuden er e-commerce også i stærk vækst⁵⁰ og en langt større andel af omsætningen er ved at udvikle sig til at stamme fra E-commerce. Der er altså et behov for yderligere it-investeringer for at følge med efterspørgslen via denne salgskanal.

Effekt på Georg Jensen konkrete regnskabsposter

Da dette stjernemarked forventes at stige, så betyder det for GJ, at man skal øge investeringerne for at opretholde væksten. Helt konkret vil det betyde en stigning i driftsaktiver og øgede markedsføringsomkostninger. Blandt andet er det nødvendigt at finde nye potentielle franchise-tagere med stort lokalbekendtskab og evnerne til at skabe en profitmaksimerende forretning. Dette vil øge salgs- og distributionsomk. Hvis dette lykkes i en optimal grad, så har man også altså mu-

⁴⁸ Årsrapport 2013 side 7

⁴⁹ Årsrapport 2013 side 7

⁵⁰ Årsrapport 2011

ligheden for at øge driftsoverskuddene betragteligt og dermed få en højere værdiansættelse.

Tabel 4: Konkret effekt på regnskabsposter ved at investere i Asien.

Område	Relevant post	Effekt
En øget markedsføringsindsats	Markedsføringsomk.	Stiger
Investering i drift og produktion	Driftsaktiver	Stiger
Analyse af lokale markeder	Salgs- og administrationsomk.	Stiger
Et øget salg	Omsætning	Stiger
Et øget salg	Produktionsomk.	Stiger
Optage lån for at investere i drift	Finansielle omk. I form af renter	Stiger
Større lagerbinding for at følge med efterspørgsel	Varebeholdninger	Stiger
Åbning af flere butikker	Grunde og bygninger, lønomk., adm. Omk	Stiger
Større indtjening	Overskudsgrad og EBIT	Stiger
It-investeringer	Salgs- og distributionsomk.	Stiger

Kilde: egen tilvirkning

3.4.3 Cash Cow

Det danske marked er Georg Jensens kernemarked. Ud af totalomsætningen udgør Danmark og det skandinaviske marked hele 42 %. Man har altså godt fat i hjemmemarkedet. Samtidig er ufordringerne og investeringsniveauet ikke så stort som på det kinesiske marked. Det betyder i praksis, at en stor del af likviditeten stammer fra netop hjemmemarkedet.

Der er ikke nogen tvivl om, at Georg Jensen har været dygtige til at positionere sig på markedet. Hovedparten af de danskere forbrugere har præferencer for Georg Jensen. Dette skyldes, at man betragter Georg Jensen som et eksklusivt brand. Alle kender Georg Jensen og ved hvad de står for. Dette er dog ikke kommet af sig selv, men er resultatet af mange års arbejde med markedsføring og branding.

Udfordringen for Georg Jensen er at det Skandinaviske marked oplever minimal vækst. Vækstraten i forhold til de asiatiske markeder er meget lav. Markedet er mættet, og der forventes minimal til ingen vækst i den kommende periode. Behovet for øgede investeringer i driftsaktiver er altså også ligeledes minimal. Den stærke presence på hjemmemarkedet har gjort Georg Jensen til en af de helt store spillere på markedet, hvilket har resulteret i stordriftsfordele, begrænset priskonkurrencen og dermed skabt et pænt overskud. Det store overskud kombineret med et lavt investeringsniveau skaber fundamentet for et betydeligt cash flow, som kan bruges på de asiatiske markeder. Vurderingen er altså, at man skal fastholde markedet og så prioritere investeringerne på stars. Der er en mindre effekt

på regnskabsposterne for dette marked, da det forventes at strategien og salgsraten opretholdes, som vi kender det i dag.

3.4.4 Dog

Det japanske marked er det marked, som kommer tættest dog-strategien. Markedet har givet store fald i omsætningen og fylder mindre og mindre i markedsandele. Desuden er markedet estimeret til at have enten meget minimal eller ingen vækst i fremtiden jf. euromonitor analysen på kap. 5. Produktet silverware har ligeledes oplevet en mindre og mindre efterspørgsel og har i dag medført at det i dag kun udgør ca. 3-4 % af totalomsætningen.⁵¹

Effekt på Georg Jensen konkrete regnskabsposter

Markedet er altså mættet, og der forventes minimal til ingen vækst i den kommende periode. Behovet for øgede investeringer i driftsaktiver og andre poster er altså også ligeledes minimal. Til gengæld forventes en nedgang i salget og dermed de tilhørende regnskabsposter. De konkrete effekter ser således ud:

Tabel 4: Konkret effekt på regnskabsposter ved at opretholde drift i Japan.

Område	Relevant post	Effekt
Salget falder gradvist	Omsætning	Falder
Mindre indkøb af råvarer	Produktionsomk.	Falder
Opretholdelse af faste omk.	Salgs- og administrationsomk.	Stagnerer
Overskudsgrad	EBIT	Falder
Mindre salg medfører større lagre	Varebeholdninger	Stiger

Kilde: egen tilvirkning

3.5 Empirisk analyse

3.5.1 Kvantitativ analyse

Til brug for indsamling af primær empiri er udarbejdet et elektronisk spørgeskema, og desuden er der udført et dybdegående interview af en respondent, som svarer til hovedmålgruppen for Georg Jensen. Undersøgelser bidrager til at skabe viden omkring forbrugeren og dennes tanker omkring fremtidigt forbrug af smykker. Undersøgelsens resultater skal være med til at danne grundlaget for en mere korrekt fastsættelse af fremtidig vækst senere i værdiansættelsen. Produktionen af det elektroniske spørgeskema er udført på internetportalen www.surveymonkey.com. Herefter er spørgeskemaet offentliggjort og delt på diverse sociale medier, med tilhørende opfordring til besvarelse. Det optimale scenarie for besvarelse af spørgeskemaet ville være en ligelig fordeling på køn, alder og geografisk spredning, men af praktiske grunde har dette ikke været muligt. Betingelse for kønsopdelingen er opfyldt, men betingelserne for alder og geografisk adspredelse kan ikke vurderes som værende opfyldt. Der er en overrepræsentation af unge respondenter fra Sjælland og opfylder dermed ikke kravene til optimal repræsentativitet, men bidrager alligevel til brugbar viden om forbrugere og deres tanker omkring smykker og forbrug.

⁵¹ Årsrapport 2011

Det elektroniske spørgeskema er bygget op omkring 10 spørgsmål, hvoraf de indledende spørgsmål er af demografisk art omkring alder, køn og bopæl. Det viser sig, at langt størstedelen (92,3 %) af respondenterne er fra Sjælland og er i alderen mellem 15 og 35 år. Derudover er lidt over halvdelen af respondenterne fuldtidsstuderende. Helt præcist er 52,9 % af respondenter studerende. Derudover er 33,3 % af respondenterne fuldtidsarbejdende. Resultaterne fra undersøgelsen skal ses i lyset af en stor overrepræsentation af unge respondenter. Forbrugeranalysen tager sit afsæt i de vaner og købsadfærd, som unge har til køb af smykker. Resultaterne fra undersøgelsen er altså ikke direkte henførbare til de lidt ældre forbrugere. Argumentation er dog, at undersøgelsens resultater stadig indebærer en stor værdi, da de unge er fremtidens vækstmotor. Og dermed bidrager undersøgelsen til at fastlægge og budgettere fremtidig vækst senere i rapporten.. En væsentlig faktor for at øge salget for en virksomhed er at skabe awareness hos forbrugerne. Eksempelvis er ingen tvivl om at man ved køb af billige møbler har IKEA som en potentiel udbyder. En meget aggressiv markedsføring fra IKEA gør at ingen forbrugere er i tvivl om virksomhedens værdier og produkter. Men hvor godt forbinder forbrugerne Georg Jensen med produktet smykker. Resultaterne fra undersøgelsen viser:

Kendskabsgrad til Georg Jensen:

Sp. 5

Eksporter ▼

Kan du nævne 5 smykkeforhandlere?

Besvaret: 45 Sprunget over: 8

Svarvalg	Besvarelser	Besvarelser	
▼ 1.	Besvarelser	100,00%	45
▼ 2.	Besvarelser	82,22%	37
▼ 3.	Besvarelser	66,67%	30
▼ 4.	Besvarelser	48,89%	22
▼ 5.	Besvarelser	37,78%	17

Resultaterne viser, at det er en udfordring i sig selv at nævne 5 smykkeforhandlere. Den første forhandler har en gennemførelsesprocent på 100 % og alle respondenter har altså været succesfulde med at nævne en forhandler af smykker. Derefter er den degressivt faldende til henholdsvis 82,2 %, 66,7 %, 48,9 % og ved femte og sidste rubrik er vi helt nede på 37,8 %. Undersøgelsen viser dog, at den smykkeforhandler med størst kendskabsgrad (42 %) er Pandora. Dvs. hele 42 % af respondenterne nævner Pandora, som den første smykkeforhandler, som kommer op i deres bevidsthed. Andenpladsen går til Carat og Ure og Guld med henholdsvis 11 % af stemmerne til begge. Tredjepladsen går så til Avenue som får 7 % af stemmerne. Derefter kommer henholdsvis Georg Jensen, Pilgrim, Plaza og diverse andre. Så ud fra denne analyse, må man konkludere, at Georg Jensen har udfordringer med at positionere sig i forbrugernes bevidsthed. De overgås klart af Pandora, som jo også har fremvist store økonomiske resultater. Georg Jensen får 4 % i svarandel i første svarmulighed. Det vil sige, at kun 4 % af respondenterne kan nævne Georg Jensen i første svarmulighed. Så umiddelbart

må man sige, at Georg Jensen klarer sig nogenlunde, men der er stadig rum til forbedringer. Selvom man får en 4. plads, så er der stadig langt op til Pandora, Carat og Ure&Guld.. Det hænger måske også sammen med, at Pandora har et større finansielt fundament og har dermed flere resurser til at positionere sig. GJ er i forvejen presset rent økonomisk, og har derfor ikke de samme resurser til rådighed. Det stiller krav til, at Georg Jensen må tænke nyt.

I sjette spørgsmål er fokus på forbrugernes købsadfærd. Forbrugerne og deres køberutiner ændrer sig kontinuerligt og det stiller krav til at Georg Jensen kan omstille sig til disse behov. Undersøgelsens resultater fordeler sig således:

Svarvalg	Besvarelser
▼ Jeg finder smykkeforhandlere på Internettet og leder efter et smykke, som passer til mig.	46,94% 23
▼ Jeg finder tilbudsaviserne frem og ser om jeg kan finde et smykke, som passer til mig.	4,08% 2
▼ Jeg kører ud til mine nærmeste/favoritte butikker for at finde et smykke, som passer til mig.	48,98% 24
I alt	49
Kommentarer (6)	

Resultaterne er tvetydige. Forbrugsadfærden ved søgning af nye smykker er forskellig. Halvdelen er målgruppen bruger Internettet, som en aktiv del af deres søgning efter smykker, mens den anden halvdel foretrækker at besøge den nærmeste smykkebutik. Det skal medtages, at en stor del af undersøgelsens respondentgruppe under 30 år og skaber et mere ensartet resultat i undersøgelsen. Det vurderes, at en mere repræsentativ undersøgelse havde fremvist en større andel, som bruger de fysiske butikker, som søgningskilde. Den ældre forbrugsgruppe er dog faldende og derfor er det afgørende at der fokuseres på at analysere den fremtidige trend og dermed bruge dette i sin fremtidige strategi. Hovedpointen er altså at den fremtidige forbruger bruger de elektroniske medier, som en aktiv del af deres køb, mens tilbudsaviserne nærmest ingen effekt har. Fysiske butikker i nærheden af forbrugeren er dog også en central faktor. Det afgørende for Georg Jensen er at forretningen i langt højere grad digitaliseres. Webshops er i dag en stærk vækstmotor end for bare 10 år siden. Det stiller krav til at nutidens virksomheder tilpasser ens webshops, så de på en lang række områder er konkurrencedygtig. De unge forbrugere i dag kræver at alt skal ske i et højt tempo. Man har ikke tid til at bruge for meget tid på et enkelt køb. Man er i højere grad styret af impulsivitet end tidligere. For GJ stiller det krav til at ens webshop er let tilgængelig, har en hurtig responsetid og er brugervenlig.

I spørgsmål 7 undersøges hvilke kriterier nutidens forbrugere prioriterer. Er prisen den afgørende faktor? Eller er det kvaliteten? Eller leveringstiden? I spørgsmål 7 spørges ind til hvilke faktorer der er mest betydende for en forbruger ved valg af et smykke. Spørgsmålet er konstrueret på en sådan måde, at der kun kan vælges én svarmulighed, så respondenterne netop skal prioritere. Resultaterne fordeler sig således:

Svarvalg	Besvarelser
▼ Pris	18,75% 9
▼ Design	66,67% 32
▼ God service fra forhandler	2,08% 1
▼ Kvalitet	12,50% 6
I alt	48

[Kommentarer \(3\)](#)

Som vi kan se på figuren er der en klar vinder. Design står for lidt mere end halvdelen af stemmerne og man må sige, at design er absolut noget som tæller rigtig meget ved køb nye smykker. Det skal GJ naturligvis tage til efterretning og bruge fremadrettet. De skal fortsætte med at investere i nye designere og smede og sørge for at have fingeren på pulsen så at sige, så man hele tiden er bevidste om hvilke trends der er in og hvilke der ikke er. Næste punkt i analysen var at afklare hvor lang tid bruger forbrugerne egentlig på at finde deres drømmesmykke? Nutidens forbrugere er præget af en stresset hverdag og mange ting skal gå hurtigt, så man kan nå alle ting de man har sat sig mål for. Men hvor lang tid bruger man så på at finde en ny sofa. Resultaterne her er ikke så entydige som i foregående case:

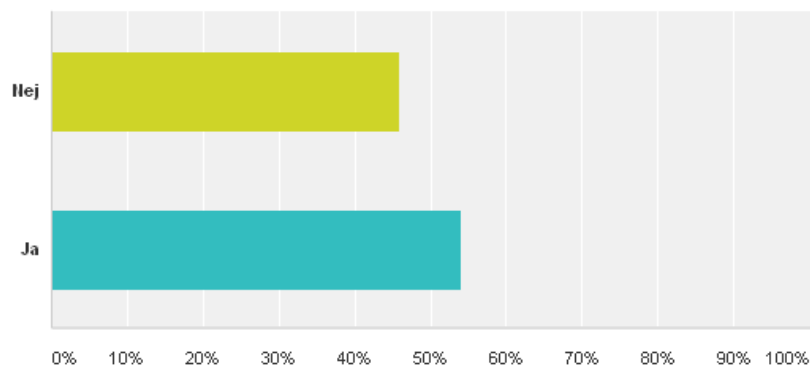
Svarvalg	Besvarelser
▼ 1-10 min.	16,00% 8
▼ 11-20 min.	36,00% 18
▼ 21-30 min.	24,00% 12
▼ 31-40 min.	12,00% 6
▼ 41-50 min.	2,00% 1
▼ 51-60 min.	0,00% 0
▼ Mere end 60 min.	10,00% 5
I alt	50

36,0 % svarer at de bruger 11-20 minutter på at finde et smykke. På andenpladsen ligger 21-30 min med 24,0 %. Andelen af forbrugere der bruger max. 10 min. ligger på 16,0 %. Der er altså en variation i forhold til tidsforbrug i forbindelse med køb af et nyt smykke. Derfor virker det hensigtsmæssigt at finde et gennemsnitstal. Resultatet viser, at en forbruger bruger gennemsnitligt 24 minutter i en butik ved søgningen efter nye smykker. Det betyder altså at forbrugerne vurderer det som et vigtigt køb, som er forbundet med flere overvejelser og tanker bag købet. Det er afgørende for Georg Jensen, at man udnytter den tid, som man har med kunden i butikkerne. Det handler om at skabe gode rammer i butikken og give kunden en hel oplevelse i forbindelse med købet.

Sidst men ikke mindst kigges der nærmere på prognose for fremtidig salg. Hvor mange regner egentligt med at købe smykker i den nærmeste fremtid. Lad os kigge lidt nærmere på resultaterne:

Regner du med at købe smykker indenfor de kommende 12 måneder?

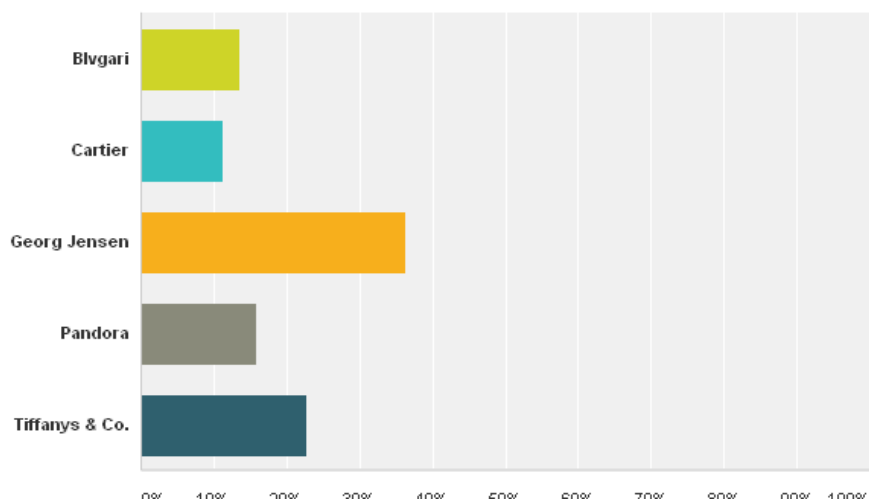
Besvaret: 50 Sprunget over: 3



Halvdelen af respondenterne regner med at købe nye smykker inden for de næste 12 måneder, mens halvdelen ikke påregner at købe nye smykker. Dvs. over halvdelen af respondenterne regner med at foretage et smykke køb inden for nærmeste fremtid, og det betragtes som værende positivt for smykkebranchen. Afslutningsvis har respondenterne svaret på hvilket mærke smykke de ville vælge, hvis de gratis kunne vælge et. Resultaterne kom til at forløbe sig således:

Du kan frit vælge et smykke fra en af disse forhandlere. Hvilken forhandler vælger du?

Besvaret: 44 Sprunget over: 9



Resultaterne kom til at forløbe sig således, at 36,6 % af de adspurgte respondenter valgte Georg Jensen, som det mærke de favoriserer. 22,7 % vælger Tiffanys & Co og Pandora kommer som nr. 3 med en andel på 15,91 %. Det viser altså at hvis forbrugerne selv kunne vælge et smykke fra en vilkårlig forhandler, så vil

over 1/3 af respondentgruppen rent faktisk vælge Georg Jensen. Det tyder på, at Georg Jensen har formået at skabe et stærkt brand i forbrugernes bevidsthed.

3.5.2 Kvalitativ analyse

Til validering af forbrugeranalysen er der også foretaget et interview med en tidligere kunde. Interviewpersonen matcher virksomhedens kriterier for målgruppe. Personen er højtuddannet og har en stor interesse i designerprodukter, da hun altid går efter at differentiere sig fra sin omgangskreds. Hun har for 1 år siden købt en halskæde fra Georg Jensen og i den forbindelse er det relevant at undersøge, hvad hun synes om både kvalitet og service hos Georg Jensen.

Det afgørende ved interviewet er altså, at få afklaret hendes oplevelser med købet. Der er valgt et fænomenologisk perspektiv, da dette er den optimale metode til at fortolke og forstå hendes meninger og holdninger. Selve interviewet er foregået ved en semistruktureret interviewguide.

Der er stillet mange HV-spørgsmål til interviewpersonen, da målsætningen er få et indblik i hendes oplevelser. Der er desuden lagt stor fokus på ikke at stille ledende spørgsmål. Fx *synes du at GJ har flottere produkter end konkurrenterne?* Fokus har været at holde spørgsmålene så neutrale som mulige for at få interviewperson egne meninger og oplevelser frem. Interviewet var af ca. 10-15 min. varighed og konklusionen på hendes svar ser således ud:

- Mener at GJ har produkter af høj kvalitet
- Synes at GJ har flotte smykker
- Produkterne er prismæssigt dyre
- Oplever lang leveringstid
- Synes at butikken i København er ret hyggelig
- Indlevering af smykke til reparation tog for lang tid
- Hun lader sig i stigende grad lokke af annoncer på Internettet
- Hun foretrækker butikken *ure og guld* da der ligger en butik nær hendes bopæl

3.6 SWOT-analyse (opsamling på den strategiske analyse)

3.6.1 Styrker

Georg Jensen har igennem årene haft held med at etablere sig på de internationale markeder. Omsætningen er fordelt på flere delmarkeder og denne diversitet giver en fordel. Eksempelvis var det europæiske marked i negativ vækst under finanskrisen for 5-6 år siden, mens BRIK-landene i selvsamme periode oplevede positiv vækst. Diversiteten gør altså, at man rent økonomisk står mere robust over for krisetider. Derudover har man et stærkt varemærke på det danske marked og det er med til at generere en ganske betragtelig andel af totalomsætningen. Andre stærke markeder for GJ som er værd at nævne er det australske marked. Man besidder desuden en stærk forhandlingsstyrke over for leverandørerne, idet man er en stor international spiller i smykkebranchen og er dermed en fordelagtig kunde for leverandørerne. Dette medfører at leverandørerne er afhængige af GJ, og det giver virksomheden en forhandlingsmæssig styrke.

Smykkebranchen er også en branche med lys fremtidsudsig⁵². Euromonitor prognosticerer en fin vækst. Derudover har samfundet også udviklet sig således, at forbrugerne i dag er meget mere individualistiske og ønsker ligeledes produkter, som gerne være med til at signalere denne individualisme. Dette kan GJ tilbyde i deres store udvalg af designprodukter.

3.6.2 Svagheder

Den største svaghed hos Georg Jensen-koncernen er deres konjunkturfølsomhed. I tider med økonomisk krise er det udfordrende for virksomheden at tilpasse kapaciteten til efterspørgslen. Det forventes, at en så stor koncern *burde og skal* være mere omstillingsparat og kunne håndtere lavkonjunkturer optimalt⁵³. Det forventes at virksomheden kan agere og ikke reagere når skaden er sket. Konsekvensen af manglende evne til at omkostningstilpasse vil medføre lukninger af butikker og dermed dårlig omtale og vurderinger i aviser, fagblade, magasiner mm. For en virksomhed som Georg Jensen, som i høj grad lever af deres varemærke og omdømme er det kritisk, at man opretholder et godt ry. Det gode ry skal opretholdes gennem et kontinuerligt arbejde med public relation aktiviteter. Eksempelvis kan en dårlig kundeservice have store konsekvenser, da forbrugerne har en tendens til at mundtligt viderefortælle uheldige oplevelser. Og studier viser, at vi mennesker er bedst modtagelige for budskaber leveret af ens nære venner og familie. Det er især risikofyldt, da nutidens samfund er et videnssamfund. Det betyder i praksis, at det nyheder leveres med stor hastighed og netop af den grund er det afgørende for Georg Jensen at undgå uheldige begivenheder, som kan skade omdømmet.

3.6.3 Muligheder

En lempelse i skatten kan være en potentiel mulighed for Georg Jensen, da en lempelse i indkomstskatten alt andet lige medfører øgede disponible indkomster hos forbrugerne. Dette kan bidrage til at øge salgsraten i virksomheden og dermed skabe en øget vækst. En anden mulighed som koncernen kan benytte sig af er at øge sin eksport til de såkaldte BRIK-lande. Altså Brasilien, Rusland, Indien og Kina. Disse lande har den fælles karakter, at de alle er præget af høj vækst i en tid hvor det europæiske marked og amerikanske marked har lavkonjunktur. Desuden har alle nationerne store befolkningstal og har altså potentialet til at indeholde en stor købekraft. Især Kina vokster med abnorme vækstrater. Så er der også samfundsudviklingen, som ser ud til at gå hen imod at forbrugerne bliver mere og mere individualiseret. Det betyder at man i stigende grad efterspørger produkter, som kan være med til at individualisere det enkelte individ i forhold til andre. Der er en konstant behov for at skille sig ud fra mængden. Dette behov har Georg Jensen en god mulighed for at profitere på, da man i sin produktportefølje har et stort antal af produkter, som er karakteriseret ved at have et flot design. Det gør at man bedre kan imødekomme forbrugerens krav og dermed øge salget.

⁵² Fra analysen i kapitel 5

⁵³ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/83122/artikel.html>

3.6.4 Trusler

Den største trussel mod Georg Jensen A/S er den øgede konkurrence indenfor smykkebranchen. Et godt eksempel på dette er Pandora A/S, som har fået konsolideret forretningen og fremviser imponerende regnskaber år for år. Der hersker ikke tvivl om at konkurrencen er hårdere end nogensinde før og kan næsten karakteriseres som værende et red ocean marked. Samtidigt med at der kontinuerligt fremkommer nye konkurrenter, så bliver forbrugerne mere og mere illoyale mod varemærkerne. Et godt eksempel på dette er Bang & Olufsen, som i mange år har været et hit blandt danskerne, men er nu overhalet indenom af producenter som Samsung og Sony. Et godt varemærke i sig selv er ikke nok længere. Der stilles bare større krav i dag. Man skal ikke bare have et godt varemærke, men også kunne konkurrere på parametre som design, pris og service. Desuden skal ens omstillingsparathed være i top. Forbrugerne er yderst modebevidste og foretager kun køb, som er i tråd med nutidens mode. Det stiller krav til Georg Jensens supply chain management. Man skal kunne tilrettelægge sin produktion således at man hurtigt kan omlægge hele sin produktion i forhold til nye trends, som kommer med moden. Man skal ikke bare være hurtig, men også *hurtigere* end sine nærmeste konkurrenter.

Desuden foreligger der også en trussel på det kinesiske marked. Georg Jensen har tidligere ikke haft succes med at etablere sig på dette marked. Det tyder på, at man har haft udfordringer med at tilpasse sig den kinesiske kultur, som afviger meget fra den danske.

3.6.5 Svagheder til styrker

Georg Jensen primære svagheder den manglende evne til at tilpasse kapaciteten til aktiviteten. Man har i en årrække haft et omkostningsniveau som ikke kunne retfærdiggøres af den tilhørende aktivitet i salget. De økonomiske resultater har medført en del butikslukninger og dermed en negativ omtale i pressen. Dette har ikke bare svækket forretningen, men også skadet varemærket.

Til fremtiden skal koncernen være dygtigere til at bruge krisen som en mulighed for at konsolidere forretningen. Et godt eksempel på dette er Niels Smedegaard Andersens arbejde med APMM-koncernen⁵⁴. Krisen skal altså ikke bare bruges til at reducere omkostningsniveauet, men i lige så høj grad bruge tiden til at realisere investeringsplaner og tiltag som kan øge væksten. En mulig strategi kunne være at opkøbe leverandører og dermed have en øget kontrol med sin værdikæde. Fordelen her er at det alt andet lige vil være billigere at foretage opkøbene i fx en finanskrisen end i en periode med højkonjunktur. Hvis de ovennævnte implementeres succesfuldt, så formår man altså at konvertere ens svaghed til styrke.

3.6.6 Trusler til muligheder

En væsentlig trussel mod Georg Jensens performance er den store konkurrence på markedet. Mange dygtige konkurrenter gør, at Georg Jensen mister markedsandele og kan inden for de næste 4-5 år for alvor komme til at miste terræn. Der er altså krav til at tænke nyt og innovativt til at imødegå denne udfordring. Og

⁵⁴ <http://www.maritimedanmark.dk/?Id=22762>

den eneste mulighed for at konkurrere med de stærke konkurrenter er at styrke konkurrenceevnen væsentligt.

En af mulighederne for at gøre dette er at opkøbe upstream-delen af værdikæden. Kravet til dette er man har en stærk egenkapital, som kan være med til at finansiere opkøbene. Yderligere låntagning til investeringerne vil belaste økonomien unødigt, da man både vil miste renteindtægter af indestående kapital og samtidig få øget renteomkostningerne til optagelse af yderligere lån. Anbefalingen er at bruge egenkapitalen til at finansiere opkøbene. Den mest væsentlige fordel ved at opkøbe leverandørerne er, at man får reduceret sit omkostningsniveau. Og det lave omkostningsniveau er med til at øge konkurrenceevnen og dermed skabe fundamentet for yderligere vækst.

En anden fordel ved opkøb er at man effektiviserer sit supply chain. Et opkøb af leverandørerne betyder nemlig, at man i højere grad selvstændigt kan styre sin produktion. Eksempelvis er man ikke længere afhængige af leveringstiden af råvarerne og dermed kan man forbedre sin evne til at tilpasse sin produktion til de enkelte markeders konkrete efterspørgsel⁵⁵ og dermed i højere grad imødekomme kundernes behov. Dette kan skabe fundamentet for yderligere vækst og dermed Er truslen konverteret til en mulighed.

3.6.7 Delkonklusion på kapitel 3

Tabel 5: Opsamling på strategisk analyse

STYRKER	EFFEKT PÅ GJ	SVAGHEDER	EFFEKT PÅ GJ:
Produkter af ypperste kvalitet	Øger omsætningen	Højt omkostningsniveau	EBIT falder
Stærk på hjemmemarked	Stabilt salg i DK	Svag økonomi	Dyrere fremmedkapital
Adspredelse i investeringer	Stabiliserer forretningen	Retssag svækker GJ-brandet	Skader varemærket og dermed salget
Stor eksporterfaring	Øger omsætningen	Manglende even til at tilpasse kapacitet	EBIT falder
Stærkt brand i DK	Stabil indtjening	Lav awareness hos forbrugere	Omsætningen falder
OPPORTUNITIES	EFFEKT PÅ GJ	THREATS	EFFEKT PÅ GJ:
Stigende individualisme	Øger omsætningen	Nye udbydere	Omsætningen falder
Udlisitering af produktion	Øger avance	Kulturforskelle i Kina	Omsætningen falder
Faldende guldpriser	Øger avance	Veletablerede konkurrenter	Omsætningen falder
Urealiseret potentiale på kinesisk marked	Vil øge NDA	Illoyale forbrugere	Ustabil omsætning
Større behov efter unikke produkter	Øger omsætningen	Lavkonjunktur	Omsætningen falder

Kilde: egen tilvirkning

⁵⁵ <http://www.scm.dk/europas-bedste-til-scm>

Kapitel 4: Regnskabsanalyse

4.1 Vurdering af regnskabskvalitet

Årsregnskaberne for regnskabsårene 2010, 2011 og 2012 har ikke givet anledning til yderligere bemærkninger. PriceWaterHouseCoopers har revideret regnskaberne og afgivet erklæring på, at regnskaberne retvisende og uden væsentlig fejlinformation. Den strukturelle metode til opstilling af regnskaberne er også ensartet og skaber altså et fint grundlag for sammenlignelighed.

Det vurderes dog, at detaljeringsgraden i regnskaberne er for lav. Det ville være ønskværdigt, at man eksempelvis havde en mere dybdegående allokering af både indtægter og omkostninger. Altså en mere dybdegående indsigt i allokeringen af total net revenue og omkostningsstruktur.

Desuden er en del af posterne behæftet med en vis risiko, da de skal skønnes og estimeres. Eksempelvis tilgodehavende og goodwill er eksempler på poster, som indeholder en risiko for at være overestimeret af ledelsen. Det forventes dog, at PriceWaterHouseCoopers i tråd med International Standard of Accounting 540 har udført en revision, som tager forbehold for disse poster. Det forventes altså, at der er udført en validering af de usikre poster.

Koncernen har desuden fastholdt samme regnskabspraksis gennem årene og det skaber et fint grundlag for gennemsigtighed i årsrapporterne og virksomhedens udvikling. Den anvendte rapporteringsramme har været Årsregnskabsloven⁵⁶ i både 2010, 2011 og 2012 og det bevirker, at der ikke foreligger fortolkningsudfordringer i regnskaberne. En komparativ analyse af regnskabskvaliteten med konkurrenten Pandora A/S viser, at Georg Jensen A/S har en hel række forbedringspunkter i forhold til kvalitet i årsrapporterne. Eksempelvis har Pandora A/S udførligt beskrevet foreliggende planer for etablering og styrkelse af sit varemærke. Desuden er der en fin introduktion til virksomhedens forretningsmodel igennem hele værdikæden. Ydermere kan Pandora A/S fremvise en mere omfattende og udførlig nøgletalsanalyse. De to årsrapporter skal dog ses i det perspektiv, at Pandora er børsnoteret og har dermed en større efterspørgsel efter transparens fra regnskabsbrugernes side. Desuden er mange økonomiske og strategiske forhold i en virksomhed fortrolige og af konkurrencemæssige årsager og derfor ønsker man ikke at offentliggøre følsomme oplysninger om virksomhedens drift og strategiske planer.

4.1 Rentabilitetsanalyse

Som en del af regnskabsanalysen til den historiske udvikling, udarbejdes en rentabilitetsanalyse. Formålet med denne analyse er, at kunne fremvise virksomhedens evne til at skabe økonomisk vækst og dermed få et indblik i rentabiliteten, som skal hjælpe os med at budgettere senere i rapporten. Til at få skabt kvalitet i analysen er der reformuleret i forhold til balancen og resultatopgørelsen⁵⁷.

⁵⁶ Revisors erklæringer i Årsrapport 2011, 2012 og 2013.

⁵⁷ Se bilag 2-3

Formålet med at reformulere er, at man får rensket regnskabet for dirty surplus poster som finansieringsaktiviteter og transaktioner med ejerne, og dermed står man kun tilbage med driftsaktiviteterne, som er det interessante, at analysere i en virksomheds performance. Der indgår ikke en reformulering af egenkapitalopgørelse, da der ikke foreligger data af dette, og det har af den grund ikke været muligt at inkorporere dette i analysen.

De totale antal år som er analyseret er begrænset til 3 år; år 2010, år 2011 og år 2012. Det kan diskuteres om sammenligningsperioden skulle indeholde en større løbetid, som fx 5-8 år. I en længere tidsperiode får man et bedre billede, da det både kan indeholde en højkonjunktur og lavkonjunktur. I denne analyse er det dog valgt at begrænse sig til de seneste 3 år, da en større løbetid vil kræve yderligere kapacitet i rapporten. Og vurderingen er, at en analyse af den historiske performance – uanset løbetidens længde – ikke har lige så stor en værdi i forhold til besvarelse af problemformuleringen, som budgetteringsdelen. Derfor fastholdes løbetiden til kun 3 år og i stedet for prioriteres budgetteringsdelen, som giver os et bedre input til den fremtidige vækst.

Regnskabsanalysen vil i høj grad basere sig på den udvidede Dupont-model, som er baseret på 2 områder; værdidrivere for drift i venstre side af træstrukturen og finansieringsaktiviteter i højre⁵⁸

Det øverste niveau er ROIC, som altså er det afgørende nøgletal for en virksomhedens performance. Den kan så dekomponeres i underniveauer, fx afkast på driftsaktiviteter, afkast på netto driftsaktiviteter og afkast på finansieringsaktiviteter.

Hele grundlaget for ovenstående punkter kræver dog en reformulering af både resultatopgørelse og balance. Disse reformuleringer er udarbejdet og kan ses i bilagene. Der er reformuleret for både år 2010, år 2011 og år 2012. Selve det tekniske element af reformuleringen kommenteres ikke yderligere, men til gengæld analyseres resultaterne af reformuleringerne i skikkelse af en trendanalyse. Denne trendanalyse er baseret på nøgletal⁵⁹ i forlængelse af reformuleringen.

Der er også reformuleret og udarbejdet nøgletal for peer gruppen, som altså danner grundlaget for en analyse med Georg Jensen A/S.

4.2.1 Analyse af ROE, ROIC, EBIT og skatteskjold

ROIC

I de senere år har udviklingen gået mod, at der i finansielle analyser af virksomheder i højere grad fokuseres på virksomhedens drift og den i virksomheden investerede kapital (Enterprise Value). Afkastningsgraden måles således ikke i forhold til de samlede aktiver i virksomheden, men i forhold til den i virksomheden investerede kapital.

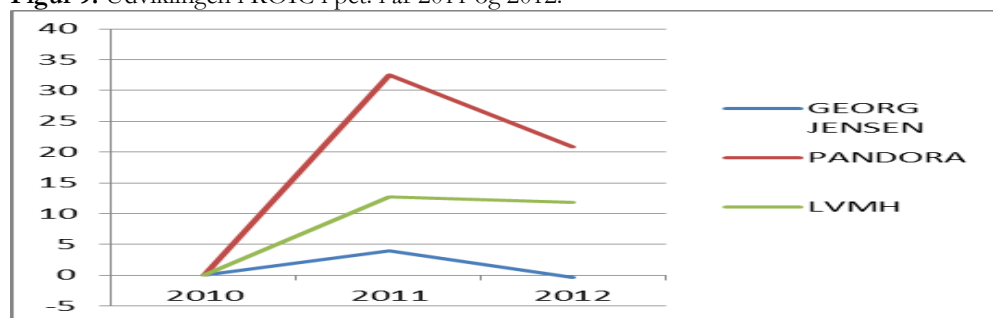
⁵⁸ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse af Ole Sørensen, side 255.

⁵⁹ Nøgletallene kan ses i bilagene.

Dermed mindskes de forvrængninger, der skyldes forskelle i virksomhedernes finansielle gearing og eksempelvis skattereguleringer. Den største fordel ved investeret kapital metoden er, at den adskiller afkastet fra finansielle aktiver (fx valutakursgevinster) med afkastet af driftsaktiverne, således at der opnås et mere reelt billede af virksomhedens afkast af dens primære drift.

Nøgletallet for ROIC viser altså Georg Jensens rentabilitet i kernerdriften og her kan man se, at virksomheden har udfordringer. Man har en ROIC på 3,9 % i år 2011, mens der er et drastisk fald til -0,4 % året efter. Det har altså ikke været muligt at skabe en rentabel drift i år 2012, mens man i år 2011 havde et forholdsvis lavt afkast på den investerede kapital.

Figur 9: Udviklingen i ROIC i pct. i år 2011 og 2012.



Kilde: egen tilvirkning

Til sammenligning har Pandora A/S en ROIC på 32,5 % året 2011 og 20,8 % i året 2012. Virksomheden har altså været særdeles dygtige i at skabe en rentabel drift af forretningen og det giver et højt afkast på den investerede kapital. Året 2012 har også været profitabel og indbringer et afkast på 20,8 % i forhold til den investerede kapital. Til sammenligning havde Georg Jensen A/S et afkast på -0,4 % i samme periode.

LVMH har en ROIC-grad på 12,7 % i året 2011 og 11,85 % i året 2012. Man har altså haft fin succes med at skabe en tilfredsstillende rentabilitet i forretningsdriften. I året 2012 har man ligesom de andre mistet lidt terræn, men faldet er kun på 0,91 %. Til sammenligning har Georg Jensen slet ikke formået at skabe noget afkast i samme periode (2012).

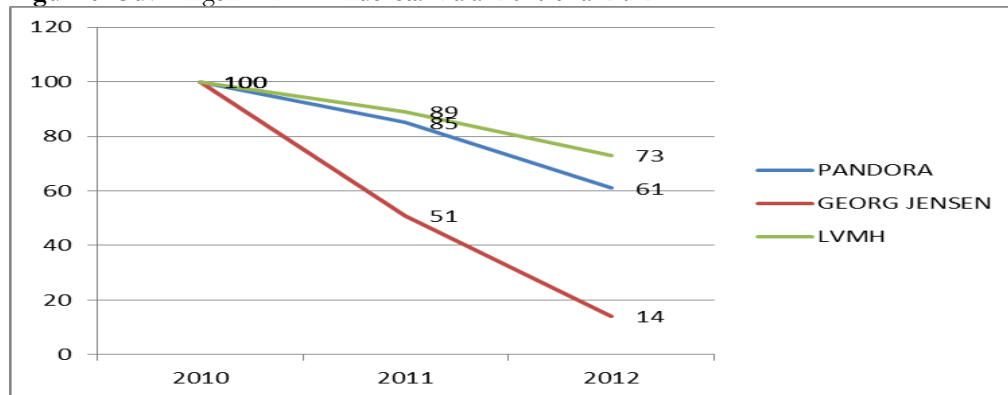
Vurderingen er, at Georg Jensen A/S ikke har haft succes i at tilpasse forretningen til de nye markedsvilkår efter finanskrisen indtog i år 2008. Der har ikke været den nødvendige reduktion af omkostningerne og det ses tydeligt i de økonomiske resultater. Konkurrenterne har derimod tilpasset deres forretninger i forhold til markedsforholdene og det har givet dem højere afkast i forhold til den investerede kapital.

EBIT

Vi kan se, at EBIT for GJ er støt faldende over de tre år. EBIT er i basisåret 2010 på DKK 39,4 mio. Året efter falder EBIT til DKK. 20,1 mio. og er nede på indeks 51, altså en næsten halvering af EBIT på bare et år. I år 2012 er der yderligere fald i EBIT, og man er nu nede på DKK 5,6 mio. Det svarer til indeks 14 og

det totale fald i hele sammenligningsperioden ender på 86 procentpoint. Man har altså store vanskeligheder ved skabe profit fra driften.

Figur 10. Udviklingen i EBIT i indekstal fra år 2010 til år 2012.



Kilde: egen tilvirkning.

Som vist ved ovenstående figur har LVMH også haft udfordringer igennem de 3 år. De har indeks 89 i år 2011 og det er et fald på 11 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen en forværring på 49 procentpoint. Forskellen er altså på 38 procentpoint til fordel for LVMH imellem de to. I år 2012 har LVMH indeks 73 og det er altså et fald på hele 27 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 14 og det er altså et fald på 86 procentpoint.

Pandora A/S har nogenlunde samme udvikling i EBIT-udviklingen som GJ, men bare ikke i så stor grad. De har indeks 85 i år 2011 og det er et fald på 15 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen A/S et fald på 49 procentpoint i samme periode. Forskellen er altså 34 procentpoint til Pandoras fordel imellem de to konkurrenter. Men der er altså stadig tale om et fald. I år 2012 har Pandora indeks 61 og det er altså et fald på 39 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 14 med et fald på 86 procentpoint. Pandora klarer sig altså "bedre" med 47 procentpoint i forhold til GJ i år 2012.

Den samlede vurdering er, at Georg Jensen A/S har haft betydelige udfordringer med at tilpasse omkostningsniveauet og dermed opnå en rentabel drift. Georg Jensen formår ikke at skære på omkostningerne i samme grad som peer gruppen og den øgede vækst i omsætningen har ikke været sufficient til, at kunne dække det høje omkostningsniveau.

De ovenstående resultater viser, at Georg Jensen har væsentlige udfordringer med driften og det er derfor nødvendigt at grave lidt dybere ned og analysere hvilke konkrete poster der adskiller sig fra konkurrenterne. Der foretages en dekomponering af resultatopgørelsen og balancen.

Skatteskjold

Skatteskjoldet er beregnet i den reformulerede resultatopgørelse ved brug af top-down-metoden⁶⁰. Skattefordelen fremkommer ved at fratrække de netto finansielle omkostninger fra i skatteregnskabet og så fordele beløbet til driftsoverskuddet. Skattefordelen kommer ved at skatteomkostningen bliver større og dermed får man et mindre driftsoverskud før skat og dermed et ”bedre” billede af driftens resultat.

4.2.2 Analyse og dekomponering af resultatopgørelsen

4.2.2.1 Common size analyse

Tabel 6: Common size analyse

Commonsize analyse						
Resultatopgørelser	2010		2011		2012	
	GJ	LVMH	GJ	LVMH	GJ	LVMH
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomkostninger	38,2%	35,3%	37,3%	34,2%	37,3%	35,4%
EBITDA	61,8%	64,7%	62,7%	65,8%	62,7%	64,6%
Salgs- og distributionsomkostninger	47,3%	35,9%	50,5%	35,3%	51,9%	34,9%
Administrationsomkostninger	9,6%	7,7%	10,0%	8,2%	10,3%	8,4%
Andre driftsomkostninger	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%
EBIT	4,7%	21,1%	2,2%	22,2%	0,6%	21,3%
Skat på EBIT	1,9%	6,5%	0,3%	6,1%	0,2%	7,2%
NOPAT	2,1%	14,7%	1,6%	16,0%	-0,2%	15,0%
Andet driftsoverskud	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Driftsoverskud efter skat - DO	2,1%	13,9%	1,6%	15,4%	-0,2%	14,1%
Netto finansielle omkostninger	2,4%	0,1%	1,3%	1,0%	2,0%	-3,0%
Totalindkomst før minoriteter	0,4%	13,9%	0,7%	14,6%	-1,7%	16,3%
Minoriteter	0,0%	1,7%	0,0%	1,7%	0,0%	1,4%
Totalindkomst ordinære aktionærer	0,4%	12,2%	0,7%	13,0%	-1,7%	14,9%
Balancer						
Varebeholdninger-margin	48,2%	19,8%	44,8%	19,7%	44,2%	19,8%
Tilgodehavender fra salg-margin	18,2%	4,9%	22,4%	4,9%	24,0%	5,2%
Andre anlæg og driftsmateriel og inventar	18,0%	0,0%	6,7%	0,0%	6,4%	0,0%
Leverandørgæld	24,2%	18,0%	23,0%	18,1%	29,1%	16,8%
Gæld til tilknyttede virksomheder	30,0%	0,0%	32,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Anden gæld	45,8%	14,9%	41,7%	16,7%	66,9%	15,6%

Kilde: egen tilvirkning

Common size-analysen viser, at Georg Jensen klarer sig fint i forhold til konkurrenten når det gælder om at skabe EBITDA. Så omsætning og produktionsomkostninger er på et niveau med konkurrenterne. Problemet ligger i at skabe EBIT. I nedenstående analyseres de ovennævnte poster nærmere i forhold til peer gruppen.

4.2.2.2 Udviklingen i omsætning

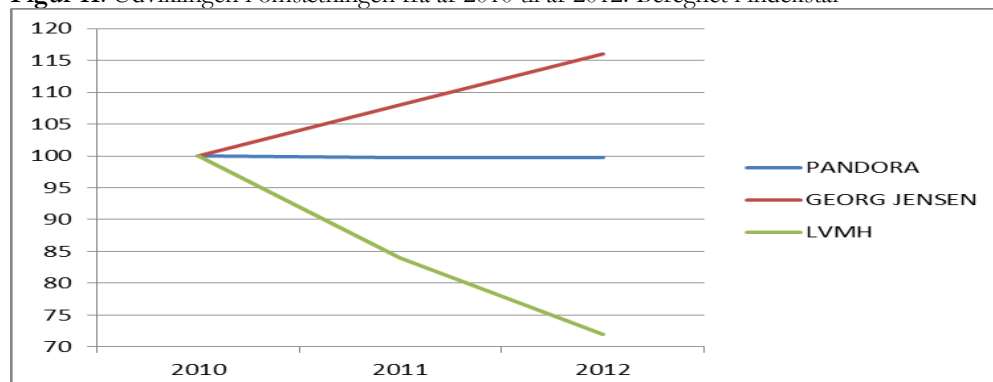
En objektiv vurdering af omsætningen tager udgangspunkt i en trendanalyse⁶¹, hvor basisår er sat til år 2010. Trendanalysen viser, at omsætningen er støt stigende over de tre år. Omsætningen er i basisåret 2010 på DKK 845 mio. Året efter når omsætningen DKK. 913 mio. og er oppe på indeks 108, altså en stigning på 8

⁶⁰ Side 201 i Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen og Jens Elling

⁶¹ Kan ses på bilag 8-10.

procentpoint. I år 2013 er der yderligere vækst i omsætningen, og man når hele DKK. 985 mio. Det svarer til indeks 116 og den totale vækst i hele sammenligningsperioden er på 16 procent point.

Figur 11: Udviklingen i omsætningen fra år 2010 til år 2012. Beregnet i indekstal



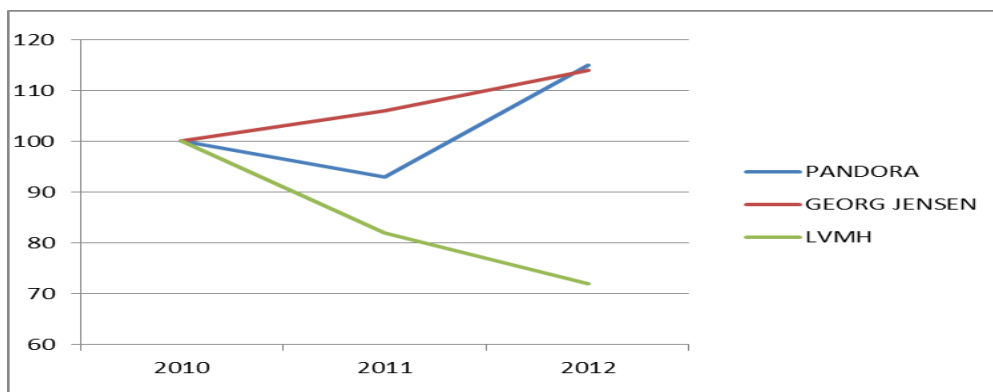
Kilde: egen tilvirkning.

Som vist ved ovenstående figur, klarer LMVH sig negativt igennem de 3 år. De har indeks 84 i 2011 og det er et fald på 16 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen en forbedring på 8 procentpoint. Forskellen er altså på 24 procentpoint mellem de to konkurrenter. I år 2012 har LMVH indeks 72 og det er altså et fald på 28 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 116. Georg Jensen klarer sig altså 44 procentpoint bedre end konkurrenten LMVH. Pandora A/S bærer præg af at være mere stabile i perioden og har altså ikke de store udsving som Georg Jensen A/S og LMVH.. De har indeks 99,8 og det er et fald på 0,2 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen A/S en stigning på 8 procentpoint i samme periode. Forskellen er altså 8,2 procentpoint mellem de to konkurrenter. I år 2012 har Pandora indeks 99,7 og det er altså et fald på 0,3 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 116. Georg Jensen klarer sig altså hele 16,3 procentpoint bedre end konkurrenten i år 2012. Den samlede vurdering er, at Georg Jensen A/S har klaret sig flot i krisen. Georg Jensen formår at skabe mervækst i omsætningen i en periode med stor økonomisk usikkerhed og man opnår et resultat på næsten en milliard kroner. Den samlede vækst i omsætningen er på 16,47 %.

4.2.2.3 Udviklingen i produktionsomkostninger

Trendanalysen viser, at produktionsomkostningerne for GJ er støt stigende over de tre år. Produktionsomkostningerne er i basisåret 2010 på DKK 323 mio. Året efter når omsætningen DKK. 341 mio. og er oppe på indeks 106, altså en stigning på 6 procentpoint. I år 2012 er der yderligere vækst i omkostningerne, og man når hele DKK. 368 mio. Det svarer til indeks 114 og den totale vækst i hele sammenligningsperioden resulterer på 14 procent point. Til sammenligning har man en øget vækst i omsætningen på 16 procentpoint. Man har altså formået at skabe 2 procentpoint større omsætning end de tilhørende produktionsomkostninger.

Figur 12: Udviklingen i produktionsomkostningerne i indeks fra år 2010 til år 2012.



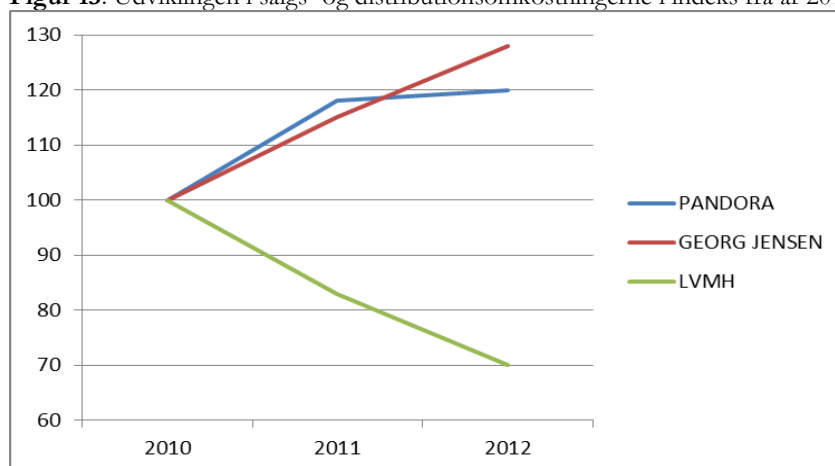
Kilde: egen tilvirkning.

Som vist ved ovenstående figur, klarer LMVH sig ganske flot igennem de 3 år. I år 2011 er man succesfuld med at skabe et fald i omkostningerne. De har indeks 82 og det er en forbedring på 18 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen en forværring på 8 procentpoint. Forskellen er altså på hele 26 procentpoint mellem de to konkurrenter. I år 2012 har LMVH indeks 72 og det er altså en forbedring på 28 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 114. Georg Jensen klarer sig altså 42 procentpoint dårligere end konkurrenten. En stor del af forklaringen er dog, at GJ har haft stigning i omsætningen, mens LMVH har haft nedgang i salget. Pandora A/S er noget mere svingende i perioden og har altså forholdsvis store udsving i forhold til GJ og LMVH. De har indeks 93 i år 2011 og det er et fald på 7 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen A/S en stigning på 6 procentpoint i samme periode. Forskellen er altså 13 procentpoint mellem de to konkurrenter. I år 2012 har Pandora indeks 115 og det er altså en stigning på 15 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 114. Georg Jensen klarer sig altså ét procentpoint bedre end Pandora i år 2012, men man er stadig langt fra LMVH's niveau. Det skal dog tages i betragtning, at stigningerne primært skyldes omsætningsvækst.

4.2.2.4 Salgs- og distributionsomkostninger

Trendanalysen viser, at salgs- og distributionsomkostningerne for GJ er støt stigende over de tre år. Produktionsomkostningerne er i basisåret 2010 på DKK 400 mio. Året efter når salgs- og distributionsomkostningerne DKK. 461 mio. og er oppe på indeks 115, altså en stigning på 15 procentpoint. I år 2012 er der yderligere vækst i omkostningerne, og man når hele DKK. 511 mio. Det svarer til indeks 128 og den totale vækst i hele sammenligningsperioden resulterer på 28 procent point. Til sammenligning har man en øget vækst i omsætningen på 16 procentpoint i samme periode. *Væksten i salgs- og distributionsomkostningerne har altså været 12 procentpoint større end den tilhørende vækst i omsætningen.*

Figur 13: Udviklingen i salgs- og distributionsomkostningerne i indeks fra år 2010 til år 2012.



Kilde: egen tilvirkning.

Som vist ved ovenstående figur har LVMH haft fin succes med at skære på omkostningerne i de 3 år. De har indeks 83 i år 2011 og det er et fald på 17 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen en forværring på 15 procentpoint. Forskellen er altså på 32 procentpoint til fordel for LVMH imellem de to. I år 2012 har LVMH indeks 70 og det er altså et fald på hele 30 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 128. Georg Jensen klarer sig altså 58 procentpoint dårligere end konkurrenten. Pandora A/S har nogenlunde samme udvikling i salgs- og distributionsomkostningerne som GJ. De har indeks 118 i år 2011 og det er en stigning på 18 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen A/S en stigning på 15 procentpoint i samme periode. Forskellen er altså 3 procentpoint til GJ's fordel imellem de to konkurrenter. I år 2012 har Pandora indeks 120 og det er altså en stigning på 20 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 128. Pandora klarer sig altså 8 procentpoint bedre end GJ i år 2012.

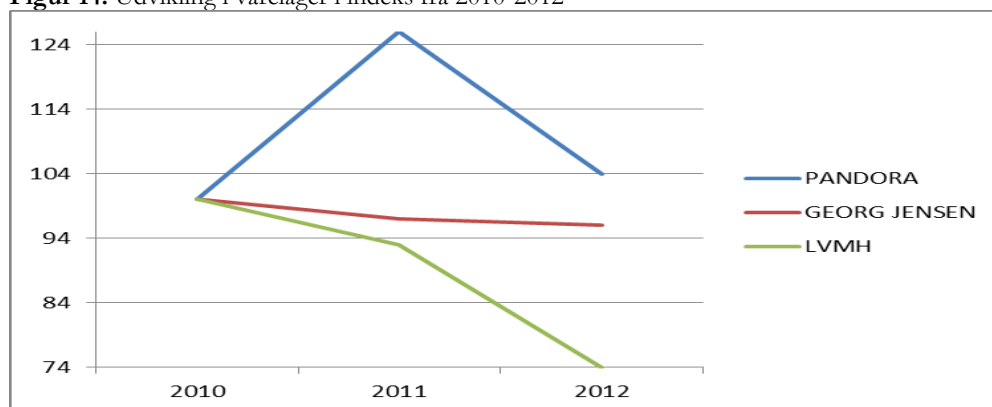
Den samlede vurdering er, at Georg Jensen A/S har haft betydelige udfordringer med at tilpasse salgs- og distributionsomkostningerne. Georg Jensen formår ikke at skære på omkostningerne i samme grad som peer gruppen har formået og det høje niveau i denne omkostningspost er den mest væsentlige faktor bag underskuddet i år 2012.

4.2.3 Analyse og dekomponering af balance

4.2.3.1 Udviklingen i varebeholdninger

Vi kan se, at varelageret for GJ er aftagende over sammenligningsperioden. Varelageret har i basisåret 2010 en værdi på DKK 287,8 mio. Året efter falder EBIT til DKK. 278,9 mio. og er nede på indeks 97. I år 2012 er der yderligere fald i varebeholdningen, og man er nu nede på DKK 275,5 mio. Det svarer til indeks 96 og det totale fald i hele sammenligningsperioden ender på 4 procentpoint. Man har altså haft succes med at nedbring lagerbindingen og det er helt i tråd med, at omsætningen i samme periode også er vokset. Set i lyset af at omsætningen i samme periode er vokset med 16 procentpoint, så vurderes det, at en større nedbringelse af varelager ville have været optimal.

Figur 14: Udvikling i varelager i indeks fra 2010-2012



Kilde: egen tilvirkning.

Som vist ved ovenstående figur har konkurrenten LVMH haft succes i at få nedbragt lagerbindingen. De har indeks 93 i år 2011 og det er et fald på 7 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen en forbedring af deres varelager på 3 procentpoint i selvsamme periode. I år 2012 har LVMH indeks 74 og det er altså et fald på 26 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 96 og det er altså et fald på 4 procentpoint.

Pandora A/S har en mere volatil udvikling i lagerbindingen. De har indeks 126 i år 2011 og det er en stigning på 26 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen A/S et fald på 3 procentpoint i samme periode. Forskellen er altså 29 procentpoint til Georg Jensens fordel imellem de to konkurrenter. I år 2012 har Pandora indeks 104 og det er altså en stigning på 4 procentpoint i forhold til basisåret. Til sammenligning har Georg Jensen i samme år indeks 96 med et fald på 4 procentpoint.



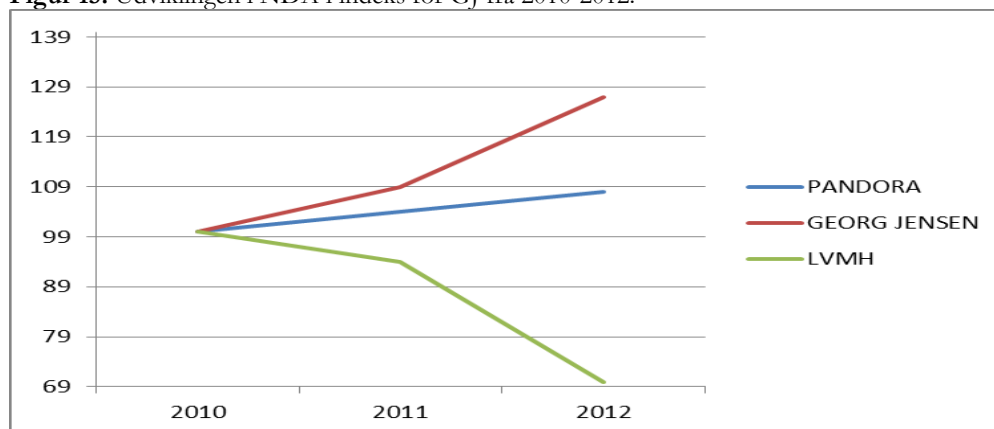
Den samlede vurdering er, at Georg Jensen A/S har haft fin succes med at reducere lagerbindingen og dermed opnå en mere rentabel drift. Georg Jensen formår i hele perioden, at reducere varelageret med 4 procentpoint, mens Pandora øger varebeholdningen med 4 procentpoint. LVMH har større fald i lagerbindingen, men det skal også ses i lyset af deres faldende omsætning.

4.2.3.2 Udviklingen i nettodriftsaktiver

Vi kan se på indeks af NDA, at Georg Jensen A/S har valgt at investere i driften. Der er en vækst til indeks 109 og indeks 127 i henholdsvis år 2011 og år 2012. I omsætningen var der en vækst til indeks 107 og indeks 116 i de to år. Det interessante ved den analyse er, at NDA er steget *mere* end nettoomsætningen. Det kan diskuteres om det er det rigtige tidspunkt at investere i driften i en periode med i

forvejen for høje omkostninger. Det tyder på en forværret kapitaltilpasning og bidrager altså til at skabe underskuddet.

Figur 15: Udviklingen i NDA i indeks for GJ fra 2010-2012.



Kilde: egen tilvirkning.

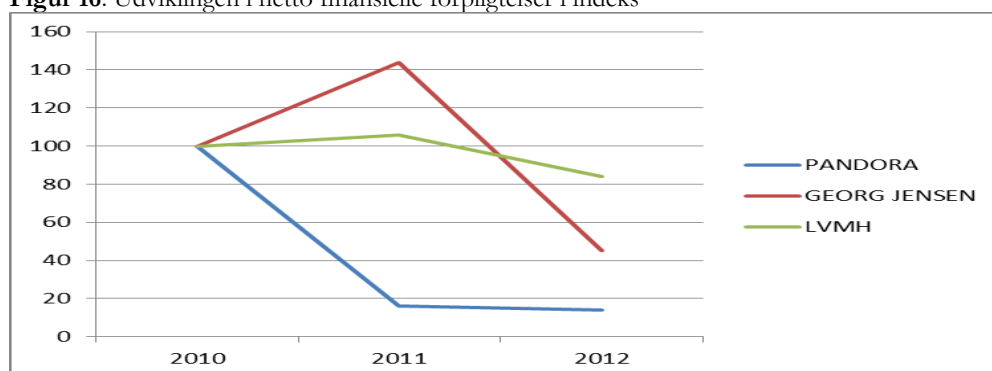
Pandora har også valgt at investere i driften i samme periode. NDA'en er på indeks 104 i år 2011 og 108 i år 2012. Omsætningen er nogenlunde konstant i perioden og man vælger altså at øge udbuddet, mens efterspørgslen er konstant. LVMH har derimod valgt at reducere sine nettodriftsaktiver væsentligt. NDA'en er på indeks 94 i år 2011 og 70 i år 2012. Omsætningen er ligeledes faldende i den periode, hvor nettodriftsaktiverne er reducerede, så det tyder på en fin kapitaltilpasning. Det tyder på, at den intensive reduktion af driftsaktiverne har været den rigtige strategi. LVMH kommer ud af år 2011 og år 2012 med det mindste fald i EBIT, mens Georg Jensen A/S fremviser store fald i deres EBIT-grader. GJ har haft store vanskeligheder i året 2012 med at frembringe et godt driftsresultat før skat.

4.2.3.3 Udviklingen i netto finansielle forpligtelser

Indeks for NFF viser udviklingen i Georg Jensens nettogældsætning⁶² og her kan man se, at virksomheden først har en stigning i sin gældsætning. Man er oppe på indeks 144 i år 2011, mens der året efter er et drastisk fald til indeks 45. Den øgede gældsætning i år 2011 er igen en medvirkende faktor til underskuddet i 2012 pga. en stigning i renteomkostninger. Posten for renteomkostninger i år 2012 stiger med 75 % og udgør i kroner og ører en samlet stigning på DKK. 8,7 mio. Det totale underskud for regnskabsåret 2012 udgjorde DKK 16,7 mio.

⁶² side 210, regnskabsanalyse og værdiansættelse

Figur 16: Udviklingen i netto finansielle forpligtelser i indeks



Kilde: egen tilvirkning.

Det tyder på, at de faldende profitmarginer har fået virksomheden til at optage mere gæld (øget finansiell gearing), mens man i år 2012 har fået mere styr på likviditeten og dermed fået skåret ned på sin gæld. Den store optagelse af gæld er en central del af årsagsforklaringen til underskuddet i 2012.

Til sammenligning har Pandora A/S indeks 16 i året 2011 og indeks 14 i årets 2012. Man har altså valgt at skære kraftigt ned i sin eksterne gældssætning og det medfører en reduktion af posten for renteomkostninger og det er – i modsætning til Georg Jensen – bidragende til at forbedre de økonomiske resultater. LVMH har indeks 106 i året 2011 og indeks 84 i året 2012. Man har altså valgt at øge den eksterne gældssætning, og det medfører en forøgelse af posten for renteomkostninger og det er – i tråd med Georg Jensen – bidragende til, at forværre de økonomiske resultater. I året 2012 få man dog vendt udviklingen til indeks 84.

Vurderingen er, at den øgede gældssætning for GJ ikke har været succesfuld. Der har ikke været sufficient vækst nok til at retfærdiggøre den øgede optagelse af gæld. Man har været for optimistiske i sine prognoser og det rammer på bundlinjen. Man har altså ikke formået at nedsætte gælden i en periode med lav efterspørgsel. Det belaster bl.a. regnskabsposten renteomkostninger.

4.3 Aktivitetsanalyse

4.3.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko for Georg Jensen er forholdsvis høj. Sandsynligheden for at man kan vokse progressivt de kommende år er ikke høj og skyldes primært følgende årsager:

Konkurrenceintensitet

Som tidligere analyseret, så er konkurrenceintensiteten på smykkemarkedet høj. Markedet er præget af mange veletablerede aktører i form af fx LVMH, Tiffany & Co., Cartier og Pandora. Disse virksomheder har en stærk global tilstedeværelse og har varemærker i det et internationalt topniveau. Desuden viser rentabilitetsanalysen konklusioner, at disse konkurrenter ovenikøbet opererer med højere profitmarginer end Georg Jensen A/S. Derudover er konkurrenterne ud fra årsrapporten mere ambitiøse og offensive i deres vækststrategier og det kan potentielt skade Georg Jensen A/S på længere sigt.

Awareness hos forbrugere

Den tidligere spørgeskemaundersøgelse viser at Georg Jensen har udfordringer med at skabe awareness hos forbrugerne. Undersøgelsen viser, at den smykkeforhandler med størst kendskabsgrad (42 %) er Pandora. Dvs. hele 42 % af respondenterne nævner Pandora, som den første smykkeforhandler, som kommer op i deres bevidsthed. Andenpladsen går til Carat og Ure og Guld med henholdsvis 11 % af stemmerne til begge. Tredjepladsen går så til Avenue som får 7 % af stemmerne. Derefter kommer henholdsvis Georg Jensen, Pilgrim, Plaza og diverse andre. Så ud fra denne analyse, må man konkludere, at Georg Jensen har udfordringer med at positionere sig i forbrugernes bevidsthed. De overgås klart af Pandora, som jo også har fremvist store økonomiske resultater. Georg Jensen får 4 % i svarandel i første svarmulighed. Det vil sige, at kun 4 % af respondenterne kan nævne Georg Jensen i første svarmulighed. Så umiddelbart må man sige, at Georg Jensen klarer sig nogenlunde, men der er stadig rum til forbedringer. Selvom man får en 4. plads, så er der stadig langt op til konkurrenterne og den manglende awareness er altså en stor risiko.

Markedsafhængighed

Vurderingen er, at Georg Jensen A/S i en høj grad er afhængige af enkelte delmarkeder. Som tidligere analyseret, så kommet hovedparten af revenue fra hjemmemarkedet og det australske marked. Denne afhængighed gør, at hvis bare et af markederne svigter i forventet salg, så står man tilbage med yderligere negative EBIT-grader end man har i forvejen. Desuden er den fremtidige vækst udelukkende koncentreret omkring det kinesiske marked. De nye ejere har flere gange været ude og udtale, at man i høj grad satser på Kina. Spørgsmålet er bare om succes på det kinesiske marked er en selvfølge. Især set i lyset af at GJ allerede har haft vanskeligheder med at skabe en succesfuld vækst på netop det kinesiske marked.

4.3.2 Finansiell risiko

Finansiell gearing

Når man løbende skal investere i driften (nettodriftsaktiverne) så er der behov for finansiering. Denne finansiering kan stamme fra to kilder:

1. Netto finansielle forpligtelser – NFF
2. Egenkapitalen – EK

Nøgletallet for finansiell gearing viser hvor meget man er *finansielt gearet* i forhold til egenkapitalen.

FGEAR for 2010, 2011 og 2012 – GJ	0,53	0,84	0,14
-----------------------------------	------	------	------

Nøgletallene for FGEAR viser, at man i år 2010 havde en finansiell gearing på 0,53. Året efter er gearingen steget til 0,84 og skyldes primært behovet for at investere løbende i NDA, som har skabt grundlaget for væksten i omsætningen i samme periode. Det bemærkelsesværdige er dog, at man i året 2012 har nedbragt den finansielle gearing samtidigt med at man har skabt omsætningsvækst.

SPREAD

Udviklingen i SPREAD er som vist i nedenstående figur meget ustabil og svingende. I år 2010 har man et SPREAD på -12,8 %, mens den i efterfølgende år falder til -2,6 % og derefter stiger til -37,1 %. Årsagen til dette kan primært findes i ROIC, som ligger på et meget lavt niveau. Det betyder altså det er dyrere for

SPREAD for 2010, 2011 og 2012 – GJ	-12,8%	-2,6%	-37,1%
---	---------------	--------------	---------------

virksomheden at investere i NDA, end det er at skabe afkast ud den selvsamme kapital. Det er en uheldig udvikling og bevidner om de problemer, som GJ har i rentabiliteten. Man får godt nok nedbragt den uheldige udvikling til -2,6 % i år 2011, som følge af at r falder kraftigt. I år 2012 stiger SPREAD kraftigt til -37,1 % og ud fra dekomponeringen viser det sig, at det skyldes både et stort fald i ROIC og samtidigt en stor stigning i r. D.v.s. man betaler meget mere for at låne til driften, samtidigt med at man skaber endnu mindre afkast fra den selvsamme drift.

4.4 Soliditetsanalyse

Som investor er det vigtigt at passe på ens investeringer. Hvis en given virksomhed har lav soliditetsgrad, så har den også alt andet lige en høj risiko for at gå konkurs. Derfor er det afgørende at sætte sig ind i nøgletallene for soliditetsgraden. Den fortæller nemlig hvor stort et tab virksomheden kan bære før man kommer i finansielle vanskeligheder.

Soliditetsgrad for 2010, 2011 og 2012	39,07%	34,02%	63,95%
--	---------------	---------------	---------------

Georg Jensen A/S har en soliditetsgrad på 39,07 % i år 2010 og det må betegnes som værende en fin grad. Til sammenligning kan man sige, at soliditetsgrader omkring 20 % betegnes som lav⁶³, så GJ ligger på et fint niveau. I år 2011 falder den smule, men opretholder stadig et acceptabelt niveau. I år 2012 er der en kraftig forbedring med 29,93 %. Den kraftige forbedring skyldes primært at de langsigtede lån falder kraftigt i forhold til året før og er dermed med til at skabe en langt større egenkapital, som dermed øger soliditetsgraden. Det ser ud som at virksomheden er solid over for eventuelle fremtidige tab og dette er en central bidragende faktor i fastlæggelsen af beta senere i rapporten.

4.5 Delkonklusion

Det kommer ikke som den store overraskelse, at Georg Jensen A/S i den sidste periode har haft betydelige udfordringer med at præsentere positive årsregnskaber. En af forklaringerne kunne være, at den manglende forbrugertillid har været den største faktor bag de negative resultater. Men ud fra ovenstående analyse viser det sig, at problemer er større end som så. Man har en ROIC på 3,9 % i år 2011, mens der er et drastisk fald til -0,4 % året efter. Det har altså ikke været muligt at skabe en rentabel drift i år 2012, mens man i år 2011 havde et forholdsvis lavt afkast på den investerede kapital. Til sammenligning har Pandora A/S en ROIC-margin på 32,5 % året 2011 og 20,8 % i året 2012. LVMH har en ROIC-margin på 12, % i året 2011 og 11,8 % i året 2012. Konkurrenterne klarer sig altså væsentligt bedre, så det tyder på at Georg Jensen A/S har udfordringer med sin forretningsmodel og den helt grundlæggende drift. Især salgs- og distributionsomkostningerne er for høje. Hovedårsagen til de økonomiske udfordringer og

⁶³ Rapport fra rigsrevisionen

dermed konklusionen på regnskabsanalysen er, at Georg Jensens hele forretningsmodel er uholdbar til at skabe profit fra driften. Andelen af omkostninger i forhold til omsætningen er for høj. Man har i år 2011 en EBIT-margin på indeks 51 og i år 2012 er den på indeks 14. Man har altså en negativ udvikling i driften og det kan enten skyldes for lav omsætning eller for høje omkostninger. Men som omsætningsanalysen viser, så er Georg Jensen A/S faktisk i fin omsætningsvækst, så det er ikke her problemet ligger. Problemer ligger til gengæld i omkostningsniveauet. Hvis man eksempelvis tager udgangspunkt i år 2012, så udgør salgs- og distributionsomkostninger 51,9 % af totalomsætningen, mens de for LMVH kun udgør 34,9 %. Denne post er altså den mest væsentlige faktor bag Georg Jensen negative rentabilitet i driften.



Kapitel 5. Budgettering

Det hårde benarbejde i forhold til strategisk analyse og regnskabsanalyse er nu udført og dette fastlægger forudsætningerne for at udføre en budgettering og værdiansættelse. Resultaterne i de foregående analyser skal ses som en assistance til at fastlægge budgettet eller proforma-opgørelsen. I første omgang afgives et bud på den mest sandsynlige udvikling og en værdiansættelse deraf. Afslutningsvis foretages en scenarieranalyse og en følsomhedsanalyse. Ved budgetteringen er der udarbejdet en proforma-opgørelse af resultatopgørelsen og balancen. De centrale valuedrivere vurderes at være DO, NDA mm⁶⁴.

5.1 Fastlægning af budgetperiode

Det mest optimale ville være, at have en lang budgetperiode, med estimerer på hver enkelt post. Det er dog ikke muligt i praksis, da det både ville kræve omfattende ressourcer, men også fordi valideringen falder i takt med, at man øger budgetperioden. Budgetperioden i denne opgave er fastsat til 5 år, nemlig fra år 2015 – 2019. Budgetperiodens længde afhænger af, hvor langt ude i fremtiden man er i stand til at give en kvalitativ prognose af væksten. I dette tilfælde er det sat til 5 år og der vurderes, at denne periode er nok til at både dække et opsving og nedsving i økonomien.

5.2 Forudsætninger for beregning af DO

Processen omkring budgettering af driftsoverskuddet er stor og omfattende. Der kan ligge rigtig mange overvejelser omkring hvorvidt man skal afgøre hvor stor væksten skal være. På grund af rapportens begrænsede antal sider til rådighed vil der derfor her kun inddrages de mest centrale og afgørende faktorer som spiller en rolle i forhold til budgetteringen. Den mest centrale faktor i fastlæggelsen af DO er udviklingen i den fremtidige omsætning. For at få et underbygget prognoseestimat af omsætningen, så er totalomsætningen dekomponeret i forhold til Georg Jensens primære markeder. En objektiv analyse af væksten på deres primære markeder år for år skal danne grundlaget for udviklingen i den fremtidige vækst.

5.2.1 Fremtidig udvikling i Danmark⁶⁵

Hjemmemarkedet er et centralt marked for GJ, da dette udgør en stor del af totalomsætningen. Det er derfor afgørende, at analysere det danske marked for fremtidig vækst, som derved kan bidrage til at fastlægge den samlede vækst for koncernen. Danmark var den nation i Skandinavien, som blev ramt hårdest under finanskrisen i år 2008⁶⁶. Boligmarkedet bristede og netop dette var især med til at bremse for privatforbruget, da forbrugerne havde mindre friværdis og dermed en større usikkerhed i økonomien. Landet har dog et rådighedsbeløb pr. indbygger, som ligger i den høje ende, men noget af den købekraft er modvirket af at leveomkostningerne ligeledes ligger på et højt niveau og dermed udligner det høje lønningsniveau. Samlet set faldt forbrugsniveauet pr. indbygger med 4,9 % og endte på DKK. 152.524 pr. år pr. indbygger.

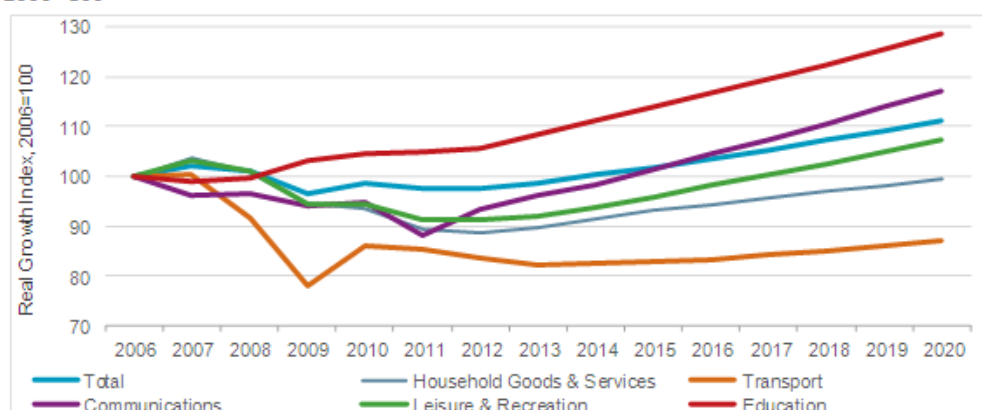
⁶⁴ Disse er prognosticeret i figur 37 og 38.

⁶⁵ <http://www.portal.euromonitor.com/Portal/Pages/Search/SearchResultsList.aspx>

⁶⁶ Landeanalyse fra Euromonitor

Det danske privatforbrug faldt med 2,6 % i perioden fra 2006-2011. Den mest centrale faktor bag faldet i privatforbruget skyldes den store usikkerhed, som boligboblen førte med sig. Usikkerheden er så småt ved at aftage sig, men der forventes ikke det store forbrug i den nærmeste fremtid. Der forventes en total vækst i privatforbruget på ca. 1,7 % i perioden 2013-2020. Til sammenligning var væksten på 2,2 % i perioden 2000-2007. Desuden er boligmarkedet ved at stabilisere sig og har endda oplevet prisstigninger – især i hovedstadsområdet. Det tyder altså på, at det danske marked er på vej mod rette kurs og en mindre økonomisk vækst er indenfor rækkevidde:

Figur 17: Udviklingen i privatforbrug fordelt på kategorier fra 2006-2020.
2006=100



Kilde: Euromonitor – Real growth index of consumer expenditure 2006-2020

Privatforbruget er estimeret til at vokse helt frem til år 2020. År 2006, som var tidspunktet for den økonomiske højkonjunktur er sat som basisår. Industrien inden for uddannelse og kommunikation er prognosticeret til at have den højeste vækstrate. Det total privatforbrug er estimeret til at vokse fra indeks 100 (basisår) til indeks 111 i år 2020. Vurderingen er dog, at prognosen er en anelse for optimistisk. Det vurderes, at væksten vil stige frem mod år 2020, men ikke i så stor grad, som Euromonitor estimerer. Vurderingen bygges på følgende forudsætninger:

- Høje danske lønninger forringer dansk konkurrenceevne, og begrænser dermed bruttonationalproduktet.
- En fortsat stor forbrugerusikkerhed, som begrænser privatforbruget.
- En voksende gruppe af ældre, som sætter velfærden under pres. Denne udfordring vil med stor sandsynlighed blive mødt med skattestigninger, som igen begrænser privatforbruget.

Det lokale danske smykkemarked er også estimeret til at vokse. Smykkemarkedet er estimeret til at vokse med følgende vækstrater:

Figur 18: Fremtidig salgsudvikling for smykker i mia. kr. i Danmark



Kilde: egen tilvirkning med data fra prognosedata fra Euromonitor.

Smykkebranchen har været under pres under finanskrisen og det fremgår tydeligt af ovenstående graf. Det totale salg for smykker på markedet er under DKK. 5 mia. i hele perioden fra 2009-2014. Fra år 2014 er det estimeret at markedet vil vokse kontinuerligt frem mod år 2020. Året 2016 er estimeret til DKK. 5,3 mia., år 2018 til DKK. 5,8 mia. og 2020 til DKK. 6,2 mia. Samlet set vurderes smykkebranchen at vokse med totalt DKK 1,1 mia. fra år 2014 til år 2020.

Det pointeres, at prognosen er behæftet med en vis usikkerhed og kan ikke betragtes som værende facit. Det er et kvalificeret bud fra Euromonitor. For at validere kvaliteten af rapportens resultater er der yderligere udarbejdet en kvantitativ undersøgelse. Se kapitel 3 resultaterne den kvantitative undersøgelse gennemgås.

Den kvantitative undersøgelse underbygger den trend, som Euromonitor prognosticerer. I spørgsmål 9 er der undersøgt om forbrugerne påregner, at købe et smykke inden for de næste 12 måneder. Resultatet af spørgsmålet viser, at lidt over halvdelen af respondenterne regner med at købe nye smykker inden for de næste 12 måneder. Dvs. over halvdelen af respondenterne regner med at foretage et smykke-køb inden for nærmeste fremtid, og det er i fin tråd med Euromonitors prognose, om at markedet vil vokse.

Som opsummering af ovenstående markedsanalyse er væksten prognosticeret således:

Tabel 7: Beregning af forventet omsætningsvækst i Danmark

Beregning af forventet omsætningsvækst i Danmark fordelt på forventet smykke salg og privatforbrug.												
Alle beløb er i mia. kr.												
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
kr. 5,51	kr. 4,89	kr. 4,86	kr. 4,81	kr. 5,11	kr. 4,94	kr. 4,96	kr. 5,17	kr. 5,34	kr. 5,54	kr. 5,75	kr. 5,97	kr. 6,20
Forventet vækst for smykke salg i procent						0,47%	4,27%	3,18%	3,89%	3,82%	3,72%	3,87%
Forventet privatforbrug i indeks						100	102	104	105	107	109	111
Forventet vækst i privatforbrug i %						0%	2%	2%	1%	2%	2%	2%
Total forventet vækst i gennemsnit						0,23%	3,14%	2,57%	2,43%	2,86%	2,80%	2,85%

Kilde: Egen tilvirkning med data fra Euromonitor.

I ovenstående figur kan ses den forventede vækstrate for smykke salg på det danske marked fra år 2014-2020. Den analyse er så suppleret med det forventede

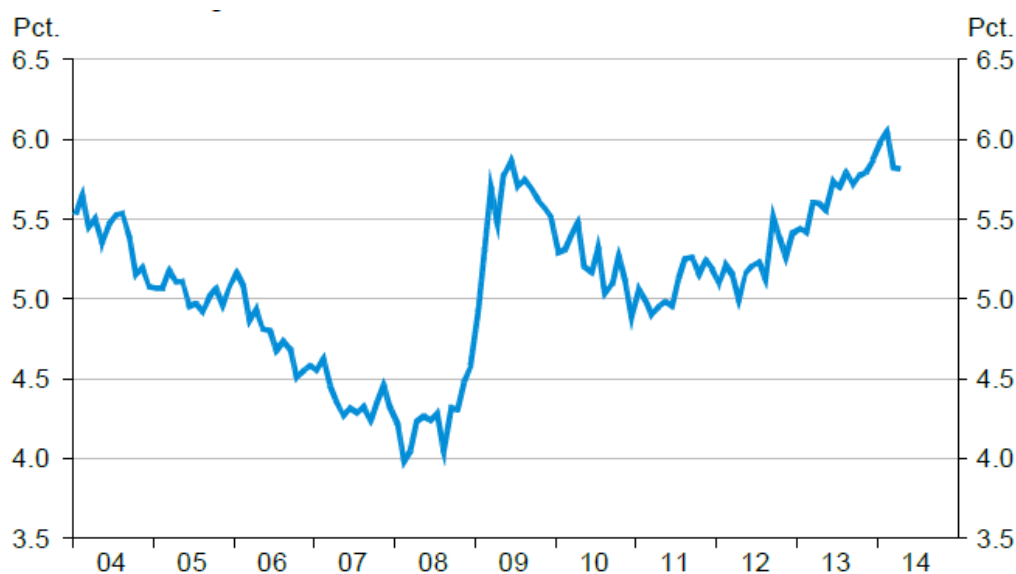
estimat for udviklingen i privatforbruget på markedet i samme periode. Der er så taget et gennemsnit af det, som fx ender på 0,23 % for år 2014 i forventet vækst. Denne vækstrate vil adderes med de forventede vækstrater i de andre lande og et gennemsnit af alle landene vil så give det endelige estimat på vækstraten i budgetperioden.

5.2.2 Fremtidig udvikling i Australien

Australien er også et væsentligt marked for GJ, da dette udgør en stor del af totalomsætningen. Det er derfor afgørende, at analysere det australske marked for fremtidig vækst, som derved kan bidrage til at fastlægge den samlede vækst for koncernen. Australien blev ligesom mange andre nationer, hårdt ramt af finanskrisen og det har medført et faldende forbrug.

Det australske marked er så småt ved at konsolidere sig, men er endnu ikke helt i top. Krisen har medført, at mange virksomheder har været nødsaget til at erklære sig konkurs, og det har givet et stort tab af arbejdspladser⁶⁷. I nedenstående graf ses konsekvenserne af den økonomiske krise:

Figur 19: Ledigheden i pct. i Australien



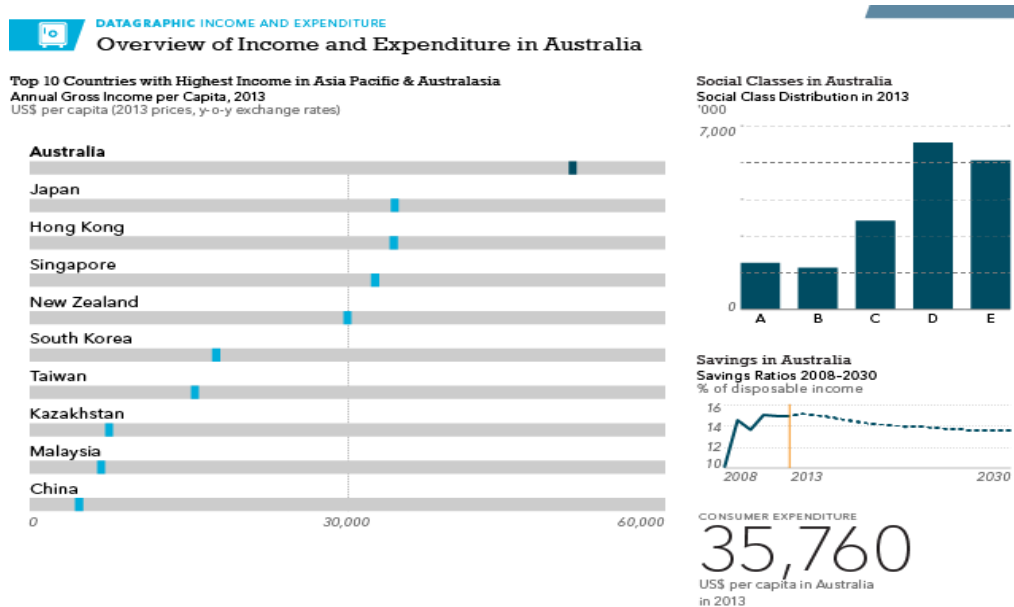
Kilde: Dansk industri

I perioden år 2003 til år 2008 har der været højkonjunktur i landet, og det har givet en faldende arbejdsløshedsprocent. Graden af arbejdsløshed er faldet fra 5,6 % i år 2003 til 4,0 % i år 2008. Den lave arbejdsløshed giver et større rådighedsbeløb til de australske forbrugere og dette vil andet lige være en positiv faktor for Georg Jensen A/S, da der dermed foreligger et større potentiale for mersalg. Fra år 2008, hvor finanskrisen indtræffer, er arbejdsløsheden støt steget. I år 2008 var arbejdsløsheden 4,0 % og i år 2013 var den på 6,1 %. Det er altså en stigning på 2,1 %. Den høje arbejdsløshed giver et mindre rådighedsbeløb til de australske forbrugere og dette vil andet lige være en negativ faktor for Georg Jensen A/S,

⁶⁷ Landeanalyse fra Euromonitor

da der dermed foreligger en risiko for en stagnation eller et mindre fald på markedet. Australien er desuden det marked, som har den højeste årsindkomst pr. indbygger i hele Asien og det australske kontinent:

Figur 20: Niveau for årsindkomst pr. indbygger i Asien og Australien



© 2014 Euromonitor International

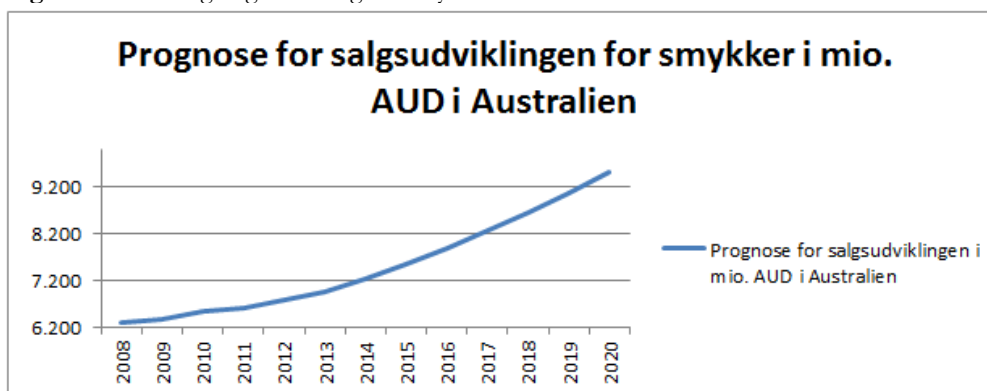
Kilde: Euromonitor – Overview of Income and Expenditure

Selv store markeder, som Japan og Kina kan ikke toppe Australien. Uligheden er dog høj i Australien og andel af indbyggere fra lavere sociale klasser som C,D og E er overrepræsenteret. Socialklasse A og B er forholdsvist lavt i forhold til det samlede marked. Det betyder i praksis, at velstanden er ulige fordelt. En meget lille del af befolkningen sidder med stor velstand, mens en langt større del sidder med mindre velstand. Det er derfor afgørende for GJ at man geografisk set er placeret korrekt i Australien. På baggrund af fine omsætningstal fra Australien, vurderes det, at virksomheden har været succesfuld i ens valg af placeringer.

Effekt på Georg Jensen: vurderingen er, at GJ i forvejen har geografisk set placeret sig korrekt og derfor er det ikke nødvendigt med at investere i nye salgskanaler i form af retail wholesales mv. NDA forventes at blive fastholdt. Desuden bliver den høje indkomst pr. indbygger udlignet af, at der er en forholdsvis høj ledighed. Det er derfor vurderingen, at disse faktorer ikke giver anledning til at justere *yderligere* på DO i form af udviklingen i omsætningen.

Det lokale australske smykkemarked er også estimeret til at vokse. Smykkemarkedet er estimeret til at vokse med følgende vækstrater:

Figur 21: Fremtidig salgsudvikling for smykker i mio. AUD. i Australien



Kilde: egen tilvirkning med data fra prognosedata fra Euromonitor.

Smykkebranchen i Australien har som så mange andre markeder været under pres under finanskrisen. Det totale salg for smykker er i perioden år 2008 til år 2013 vokset fra AUD. 6,3 mia. til AUD. 6,9 mia. Der har altså kun været en minimal vækst på AUD. 0,6 mia. på 5 år. Fra år 2014 er det estimeret, at markedet vil vokse kontinuerligt frem mod år 2021. Året 2016 er estimeret til AUD. 6, mia., år 2018 til AUD. 8,6 mia. og 2021 til AUD. 9,9 mia. Samlet set vurderes smykkebranchen at vokse med totalt AUD 2,7 mia. fra år 2014 til år 2021. Til sammenligning ville det danske marked vokse med totalt DKK 1,1 mia. fra år 2014 til år 2020. Det australske marked er altså prognosticeret til at vokse hurtigere end det danske og det skal Georg Jensen A/S tage forbehold for i fremtidige vækstinvesteringer. Det pointeres, at prognosen er behæftet med en vis usikkerhed og kan ikke betragtes som værende facit, men som et estimat. Som opsummering af ovenstående markedsanalyse er vækstraterne prognosticeret således:

Tabel 8: Beregning af forventet omsætningsvækst i Australien

Beregning af forventet omsætningsvækst i Australien fordelt på forventet smykke salg og privatforbrug.												
Alle beløb er i mio. kr i AUD.												
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
6.304	6.378	6.529	6.610	6.772	6.953	7.222	7.547	7.889	8.258	8.652	9.070	9.517
Forventet vækst for smykke salg i procent						3,87%	4,49%	4,53%	4,68%	4,76%	4,84%	4,92%
Forventet opsparing i % af rådighedsbeløb						14,5%	14,4%	14,2%	14,1%	14,0%	14,0%	13,9%
Forventet vækst i privatforbrug i %						0,00%	0,69%	1,39%	0,70%	0,71%	0,00%	0,71%
Total forventet vækst i gennemsnit						3,87%	2,59%	2,96%	2,69%	2,73%	2,42%	2,82%

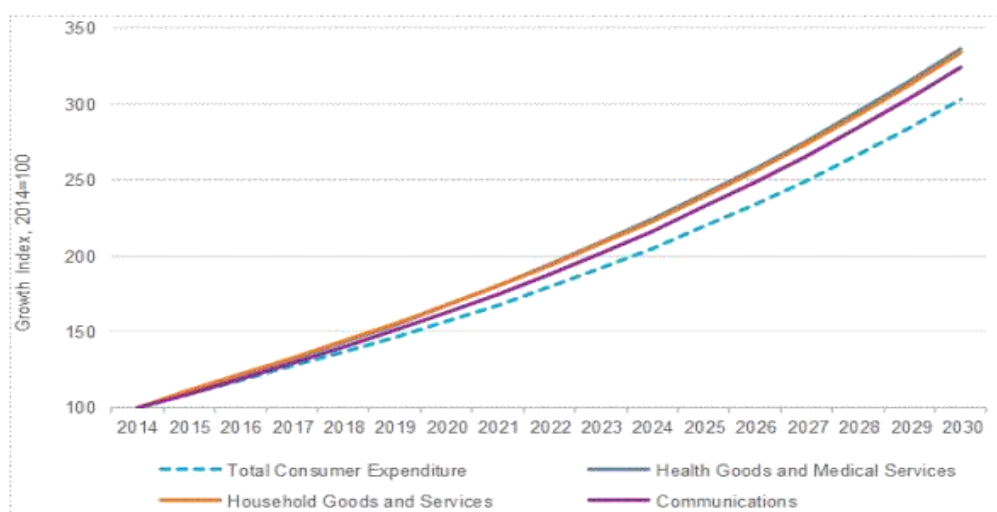
Kilde: Egen tilvirkning med data fra Euromonitor.

I ovenstående figur kan ses den forventede vækstrate for smykke salg på det australske marked fra år 2014-2020. Den analyse er så suppleret med det forventede estimat for udviklingen i opsparingen af rådighedsbeløbet på markedet i samme periode. Udviklingen tillægges prognosen for salget. Fx er der i 2015 estimeret, at opsparingen vil falde med 0,69 %. De 0,69 % bruges så som et estimat for at privatforbruget vil vokse med 0,69 %. Der er så taget et gennemsnit af det, som fx ender på 2,59 % i forventet vækst for året 2015. Denne vækstrate vil adderes med de forventede vækstrater i de andre lande og et gennemsnit af alle landene vil så give det endelige estimat på vækstraten i budgetperioden.

5.2.3 Fremtidig udvikling i Kina

Det kinesiske marked har ikke været ramt af den internationale finanskrisen, som så mange andre markeder. Før finanskrisen havde Kina abnormt høje vækstrater, men under finanskrisen har det stillet en smule. Der har stadig været vækst, men slet ikke i samme tempo, som set tidligere. Det totale kinesiske privatforbrug steg med 65,8 % i perioden fra 2008-2013⁶⁸. Den mest centrale faktor bag stigningen i privatforbruget skyldes den store økonomiske vækst, som Kina nu høster frugten af. Stigningerne i privatforbruget ser ikke ud til at aftage foreløbig. Derimod er det forventet, at der i nærmeste fremtid vil være højere vækstrater. Der forventes en total vækst i privatforbruget på ca. 203 % i perioden fra år 2014-2030⁶⁹.

Figur 22: Forventet privatforbrug i indeks i Kina fra 2014-2030



Kilde: Euromonitor – Total consumer expenditure in China

Til sammenligning var væksten i Danmark prognosticeret til indeks 111 i perioden 2014-2020⁷⁰. I en beregning med indekstal ville den kinesiske vækst ligge over indeks 300 i løbet af år 2030. Altså en tredobling af det nuværende niveau.

Det skal dog pointeres, at her er der prognosticeret helt frem til år 2030 og det er en løbetid på 16 år fra nu. Der er altså en vis usikkerhed forbundet med prognosen, da det er udfordrende, at forudsæ så langt ude i fremtiden. Der vil i denne rapport nedjusteres væksten en smule jf. forsigtighedsprincippet og der påregnes en vækst, men ikke i så stor grad som Euromonitor forventer. Vurderingen er bygget på følgende betragtninger:

- Øget konkurrenceevne fra andre BRIK-lande. Vil på sigt stjæle markedsandele fra Kina.
- Høj social ulighed, som kan skabe uro i befolkning internt og dermed skade produktionen.

⁶⁸ Euromonitor

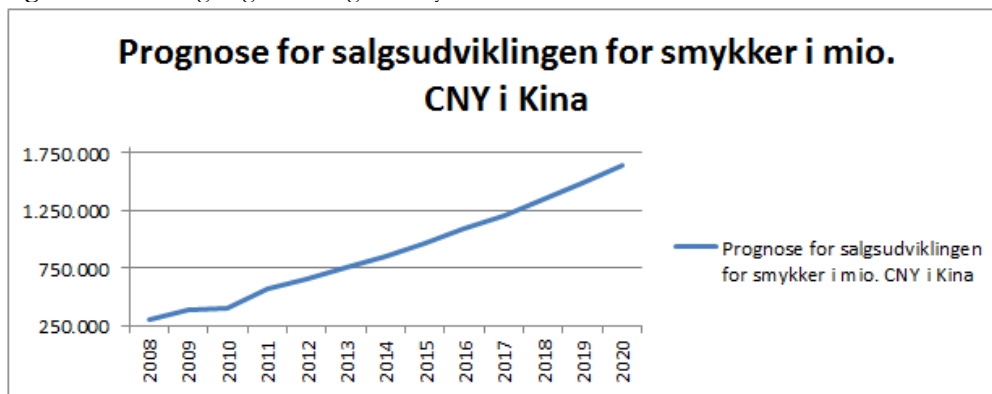
⁶⁹ Consumer expenditure by category in China - Euromonitor

⁷⁰ Euromonitor

- Stærkere valuta. Kineserne har ikke de samme velfærdsydelser, som vi kender fra vesten. Derfor er de nødsaget til at spare op til disse og dette medfører et mindre privatforbrug. Et mindre privatforbrug til fx at købe varer fra udlandet vil skabe udbuddet af den kinesiske valuta mindre. Og et lavt udbud giver alt andet lige en højere pris, som vil sænke efterspørgslen efter kinesiske varer.

Den samlede vurdering er, at den kinesiske økonomi de næste 5-10 år fortsat vil vokse med samme hastighed. Men på længere sigt vil der altså opstå strukturelle udfordringer, som overfor nævnte og derfor er pålideligheden af prognosen for mere end 10 år ret lav. Det specifikke kinesiske smykkemarked er også estimeret til at vokse i et højt tempo. Smykkemarkedet er estimeret til at vokse med følgende vækstrater:

Figur 23: Fremtidig salgsudvikling for smykker i mio. CNY. i Kina



Kilde: egen tilvirkning med data fra prognosedata fra Euromonitor.

Smykkebranchen i Kina ser generelt meget positiv ud. Det totale salg for smykker på markedet er steget med CNY 101 mia. i perioden fra 2008-2010. Til sammenligning har væksten i perioden år 2011 til år 2013 været CNY 184 mia⁷¹. Fra år 2014 er det estimeret at markedet vil vokse kontinuerligt frem mod år 2020. Året 2016 er estimeret til CNY. 967 mia., år 2018 til CNY. 1.345 mia. og 2020 til CNY. 1.645 mia. Samlet set vurderes smykkebranchen til at vokse med totalt CNY 789 mia. fra år 2014 til år 2020.

Som opsummering af ovenstående markedsanalyse er væksten prognosticeret således:

⁷¹ Beregnet ud fra data fra Euromonitor

Tabel 9: Beregning af forventet omsætningsvækst i Kina

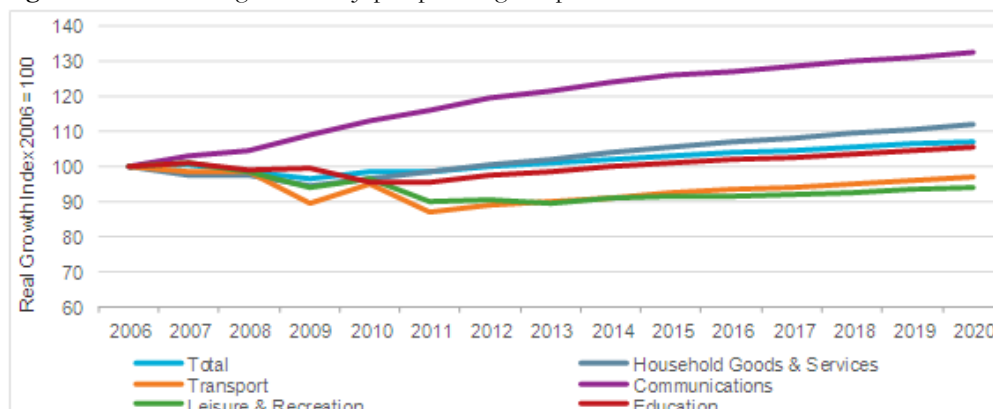
Beregning af forventet omsætningsvækst i Kina fordelt på forventet smykkasalgs og privatforbrug.												
Alle beløb er i mio. kr./CNY												
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
297.330	383.865	398.544	572.812	659.878	756.549	856.278	967.306	1.087.891	1.212.949	1.345.305	1.488.770	1.645.139
Forventet vækst for smykkesalg i procent						13,18%	12,97%	12,47%	11,50%	10,91%	10,66%	10,50%
Forventet privatforbrug i indeks						100	112	119	126	135	140	150
Forventet vækst i privatforbrug i %						0,00%	12,00%	6,25%	5,88%	7,14%	3,70%	7,14%
Total forventet vækst i gennemsnit						13,18%	12,48%	9,36%	8,69%	9,03%	7,18%	8,82%

Kilde: Egen tilvirkning med data fra Euromonitor.

I ovenstående figur kan ses den forventede vækstrate for smykkesalg på det kinesiske marked fra år 2014-2020. Den analyse er så suppleret med det forventede estimat for udviklingen i privatforbruget på markedet i samme periode. Der er så taget et gennemsnit af det, som fx ender på 13,18 % i forventet vækst for året 2014. Denne vækstrate vil adderes med de forventede vækstrater i de andre lande og et gennemsnit af alle landene vil så give det endelige estimat på vækstraten i budgetperioden.

5.2.4 Fremtidig udvikling i Japan

Den økonomiske udvikling i Japan har været ramt i årene 2008-2011. Som konsekvens af dette, har der været en nedgang i det årlige rådighedsbeløb pr. indbygger. Og som resultat af det, er det totale privatforbrug i Japan ligeledes faldet. Salget på markedet er også faldet støt siden finanskrisen begyndelse i år 2008.

Figur 24: Privatforbrug i indeks i Japan pr. kategori i perioden år 2006 til år 2020.

Kilde: Euromonitor

Det totale japanske privatforbrug faldt en smule i perioden fra 2008-2010⁷². Den mest centrale faktor bag faldet i privatforbruget skyldes den store økonomiske nedtur. Japansk økonomi er i høj grad afhængig af eksport til bl.a. USA og Europa. Faldene i privatforbruget ser ikke ud til at fortsætte foreløbigt. Derimod er det forventet, at der i nærmeste fremtid vil være vækst - dog i en moderat rate. Der forventes en total vækst på 6 procentpoint i perioden fra år 2014-2030⁷³. Altså en stigning fra indeks 101 i år 2014 til indeks 107 i år 2020. Til sammenligning var væksten i Danmark prognosticeret til indeks 111 i perioden 2014-2020⁷⁴. Den

⁷² Euromonitor

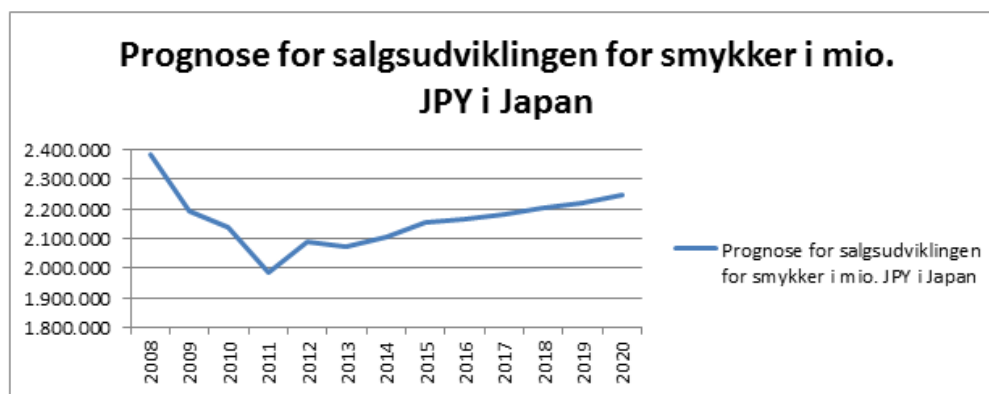
⁷³ Consumer expenditure by category in China - Euromonitor

⁷⁴ Euromonitor

japanske økonomi er altså i høj grad i tråd med den danske. Man råder over købestærke forbrugere, men der er ikke udsigt det store forbrug. Man holder på pengene. Det skal dog pointeres, at prognosen er for alle kategorier og viser altså totalforbruget på alle produkter. Derfor skal grafen læses med skepsis, da nogle brancher kan være i høj vækst og nogle kan være faldende. Der er altså en vis usikkerhed forbundet med prognosen, men vurderingen er, at prognosen giver et udmærket pejlemærke for, hvordan forbruget kommer til at udvikle sig de kommende år.

Den samlede vurdering er, at den japanske økonomi de næste 5-10 år vil være præget af stagnation. Men på længere sigt er det ikke helt utænkeligt, at den japanske økonomi kan aftage. Især set i lyset af den positive udvikling i BRIK-landene. Det helt specifikke lokale japanske smykkemarked er estimeret til at stige med minimale rater i den kommende periode. Smykkemarkedet er estimeret til at stige med følgende konkrete vækstrater:

Figur 25: Fremtidig salgsudvikling for smykker i mio. JPY. i Japan



Kilde: egen tilvirkning med data fra prognosedata fra Euromonitor.

Den lokale smykkebranche i Japan har også været ramt af finanskrisen og det fremgår i form af at den årlige udvikling i årene fra 2008-2011 har været støt faldende. Det totale salg for smykker på markedet er faldet med JPY 398 mia. i perioden fra 2008-2011. Efter krisen har væksten i perioden år 2011 til år 2013 været på JPY 87 mia.⁷⁵ Fra år 2014 er det estimeret at markedet vil vokse kontinuerligt frem mod år 2020. Året 2016 er estimeret til JPY. 2.164 mia., år 2018 til JPY. 2.201 mia. og 2020 til JPY. 2.244 mia. Samlet set vurderes smykkebranchen til at vokse med totalt JPY 140 mia. fra år 2014 til år 2020. Det japanske ligner til en forveksling det danske hjemmemarked, som også er præget af at have meget lav vækst.

Som opsummering af ovenstående markedsanalyse er væksten prognosticeret således:

⁷⁵ Beregnet ud fra data fra Euromonitor

Tabel 10: Beregning af forventet omsætningsvækst i Japan.

Beregning af forventet omsætningsvækst i Japan fordelt på forventet smykkosalg og privatforbrug.												
Alle beløb er i mio. kr. i JPY												
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
2.385.614	2.189.427	2.135.773	1.987.258	2.086.600	2.073.795	2.103.636	2.154.981	2.164.283	2.180.904	2.201.380	2.220.853	2.243.976
Forventet vækst for smykkosalg i procent						1,44%	2,44%	0,43%	0,77%	0,94%	0,88%	1,04%
Forventet privatforbrug i indeks						100	102	103	105	107	107	108
Forventet vækst i privatforbrug i %						0,00%	2,00%	0,98%	1,94%	1,90%	0,00%	0,93%
Total forventet vækst i gennemsnit						1,44%	2,22%	0,71%	1,35%	1,42%	0,44%	0,99%

Kilde: Egen tilvirkning med data fra Euromonitor.

I ovenstående figur kan ses den forventede vækstrate for smykkosalg på det japanske marked fra år 2014-2020. Den analyse er så suppleret med det forventede estimat for udviklingen i privatforbruget på markedet i samme periode. Der er så taget et gennemsnit af det, som fx ender på 2,22 % i forventet vækst for året 2014. Denne vækstrate vil adderes med de forventede vækstrater i de andre lande og et gennemsnit af alle landene vil så give det endelige estimat på vækstraten i budgetperioden.

Der er nu prognosticeret vækst i omsætning for alle primære markeder fordelt på budgetperioden 2014-2020. I nedenstående beregnes et gennemsnit af de enkeltes markeders vækst pr. år. Gennemsnittet giver så det endelige estimat for den budgetterede vækst for nettoomsætning:

Tabel 11: Beregning på total forventet omsætningsvækst i pct. pr. år for GJ i budgetperioden

Salgsprognose for Georg Jensen		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DANMARK	Total forventet vækst i gennemsnit	0,23%	3,14%	2,57%	2,43%	2,86%	2,80%	2,85%
KINA	Total forventet vækst i gennemsnit	13,18%	12,48%	9,36%	8,69%	9,03%	7,18%	8,82%
AUSTRALIEN	Total forventet vækst i gennemsnit	3,87%	2,59%	2,96%	2,69%	2,73%	2,42%	2,82%
JAPAN	Total forventet vækst i gennemsnit	1,44%	2,22%	0,71%	1,35%	1,42%	0,44%	0,99%
Gennemsnitlig vækst pr. år		4,68%	5,11%	3,90%	3,79%	4,01%	3,21%	3,87%

Kilde: Egen tilvirkning med data fra Euromonitor

5.3 Fastlægning af DO i budgetperiode

Tabel 12: DO-budget efter implementering af forventet omsætningsvækst.

Budgettering af budgetperiode									
T.kr.	2013	Proforma-opgørelse							
		2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Nettoomsætning	kr. 985.000	kr. 1.031.098	kr. 1.083.787	kr. 1.126.055	kr. 1.168.732	kr. 1.215.598	kr. 1.254.619		
Forventet vækst i omsætning		4,68%	5,11%	3,90%	3,79%	4,01%	3,21%		
Produktionsomkostninger	kr. 384.800	kr. 398.781	kr. 410.775	kr. 413.991	kr. 416.791	kr. 420.499	kr. 420.978		
Bruttoresultat - EBITDA	kr. 600.200	kr. 632.317	kr. 673.012	kr. 712.063	kr. 751.941	kr. 795.099	kr. 833.642		
Salgs- og distributionsomkostninger	kr. 465.600	kr. 487.390	kr. 512.296	kr. 532.275	kr. 552.448	kr. 574.602	kr. 593.046		
Administrationsomkostninger	kr. 130.800	kr. 136.921	kr. 143.918	kr. 149.531	kr. 155.198	kr. 161.422	kr. 166.603		
Andre driftsomkostninger	kr. 2.000	kr. 2.094	kr. 2.201	kr. 2.286	kr. 2.373	kr. 2.468	kr. 2.547		
Driftsoverskud fra salg (før skat) - EBIT	kr. 1.800	kr. 5.912	kr. 14.598	kr. 27.971	kr. 41.921	kr. 56.608	kr. 71.445		
Rapporteret skatteomkostning	kr. 100,00	kr. 104,68	kr. 102,00	kr. 103,00	kr. 104,00	kr. 105,00	kr. 106,00		
Skattefordel på finansielle omkostninger	kr. 4.125,00	kr. 4.318,05	kr. 4.125,00	kr. 4.125,00	kr. 4.125,00	kr. 4.125,00	kr. 4.125,00		
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Skatteeffekt i alt	kr. 4.225,00	kr. 4.422,73	kr. 4.227,00	kr. 4.228,00	kr. 4.229,00	kr. 4.230,00	kr. 4.231,00		
Driftsoverskud fra salg (efter skat) - NOPAT	kr. -2.425	kr. 1.490	kr. 10.371	kr. 23.743	kr. 37.692	kr. 52.378	kr. 67.214		
Andet driftsoverskud (før-skat-poster)									
Andre driftsindtægter	kr. -								
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -			kr. -		kr. -			
Andet driftsoverskud i alt	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)									
Opskrivninger	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Nedskrivninger af langsigtede aktiver	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Resultat af kapitalandele	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Valutakursreguleringer	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Gevinst/tab på Sikringsinstrumenter	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Skat af egenkapitalbevægelser	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -		
Driftsoverskud (efter skat) - DO	kr. -2.425	kr. 1.490	kr. 10.371	kr. 23.743	kr. 37.692	kr. 52.378	kr. 67.214		

Kilde: egen tilvirkning

De første par år er prægede af at være en periode med konsolidering. De nye ejere har egne ideer til hvordan forretningen skal drives på længere sigt. De nye planer vil kræve resurser og tid til at tilpasse. Derfor forventes ikke det store DO de første 2 år. År 2015 estimeres til et DO på DKK. 10 mio. mens år 2016 forventes at give et driftsoverskud på DKK. 23,7 mio. Derefter er forventningen, at konsolideringen af forretningen i år 2015 og år 2016 for alvor vil bære frugt i år 2017, år 2018 og år 2019. Desuden forventes det, at salget på det kinesiske marked vil næsten fordobles i netop denne periode. Den stærke vækst på det kinesiske marked vil med stor sandsynlighed forbedre DO for GJ, men det forventes ikke at det vokser i samme hastighed, som den kinesiske markedsprognose for smykke salg. GJ har nemlig ikke det stærke brand på de internationale markeder, som de har herhjemme. Til gengæld forventes at udlicitering af produktionen til Thailand, vil give lavere produktionsomkostninger og derfor er år 2014, 2015 og 2016 nedjusteret med henholdsvis 1,2 og 3 %. Det forventes, at der vil være en oplæringsperiode som gør, at man med tiden bliver mere og mere effektiv og derfor er produktionsomkostningerne eksponentielt faldende de første 3 år. Efter 3 år forventes de at have nået det optimale potentiale. Ud fra ovenstående betragtninger estimeres driftsoverskuddet til DKK. 37,6. mio. i år 2017, DKK. 52,3. mio. i år 2018 og DKK. 67,2 mio. i år 2019.

5.4 Fastlægnings af NDA i budgetperioden

Budgettering af NDA vil som udgangspunkt ske i samme hastighed, som omsætningen. Så hvis fx det danske marked forventes at stige med 2 %, så forventes det, at NDA ligeledes stiger med 2 % for at imødekomme udviklingen. Mere salg kræver flere aktiver og modsat ved mindre salg er der behov for mindre driftsaktiver. Omsætningen er dog ikke det eneste kriterium for fastlæggelsen af NDA. Det bliver suppleret af andre lokale relevante forhold, som også tænkes at påvirke væksten for NDA. I Danmark har man en forholdsvis stabil omsætningsvækst og derfor er NDA som udgangspunkt ikke påvirket. Vi ved dog fra værdikædeanalysen, at det danske produktionsapparat er for dyrt, og at man i koncernen udliciterer mere og mere produktion til Thailand. Det forventes, at denne udvikling vil fortsætte for at fastholde konkurrenceevnen og derfor er der prognosticeret et eksponentielt udviklende fald i NDA. I Kina er der forventet en høj omsætningsstigning og derfor er NDA ligeledes forventet til at stige.

Derudover ved vi fra den strategiske analyse, at de nye arabiske ejere har planer om store udvidelser i Kina og derfor er der ligeledes prognosticeret yderligere vækst i NDA. Især de første 5 år. Det forventes, at man om 5 år har nået den kapacitet som man efterstræber. Desuden skal man i Kina have en stigning i varebeholdningen. Som tidligere analyseret i den strategiske analyse, så opererer GJ med høje priser og derfor forventer kunderne ligeledes høj service. Derfor er det nødvendigt, at altid have den relevante vare på lager, så kunder ikke går forgæves. For at imødekomme dette krav, så er det nødvendigt at man altid som minimum har 2 % mere i varebeholdninger end den tilhørende efterspørgsel. Dette kriterium er ligeledes indregnet i NDA-udviklingens hastighed.

Tabel 13: NDA-budget efter implementering af forventet omsætningsvækst.

Budgettering af netto driftsaktiver	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NDA - DK							
Omsætningsvækst	0,23%	3,14%	2,57%	2,43%	2,86%	2,80%	2,85%
Produktion udliciteres til Thailand	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-7%	-8%
Total udvikling for NDA i DK	-1,77%	0,14%	-1,43%	-2,57%	-3,14%	-4,20%	-5,15%
NDA - KINA							
Omsætningsvækst	13,18%	12,48%	9,36%	8,69%	9,03%	7,18%	8,82%
Strategisk satsning	5,00%	4,00%	3,00%	2,00%	1,00%	0,00%	0,00%
Varebeholdninger - 2% over efterspørgsel	0,00%	1,30%	-1,12%	1,33%	2,34%	0,15%	3,64%
Total udvikling for NDA i KINA	18,18%	17,78%	11,24%	12,02%	12,37%	7,33%	12,46%
NDA - AUS							
Omsætningsvækst	3,87%	2,59%	2,96%	2,69%	2,73%	2,42%	2,82%
Stærk presence på australsk marked fastholdes							
Total udvikling for NDA i AUS	3,87%	2,59%	2,96%	2,69%	2,73%	2,42%	2,82%
NDA - JAP							
Omsætningsvækst	1,44%	2,22%	0,71%	1,35%	1,42%	0,44%	0,99%
Strategisk underprioriteret	-1%	-2%	-3%	-4%	-5%	-6%	-7%
Total udvikling for NDA i JAP	0,44%	0,22%	-2,29%	-2,65%	-3,58%	-5,56%	-6,01%
Total gennemsnitlig NDA-udvikling	5,18%	5,18%	2,62%	2,37%	2,10%	0,00%	1,03%

Kilde: egen tilvirkning

Det australske marked ligner det hjemlige marked på mange punkter. GJ har en stærk presence her⁷⁶ og omsætningen forventes at stige i et moderat tempo. Det forventes, at man ønsker, at bibeholde denne stærke presence og derfor forventes ingen ekstraordinær udvikling. NDA stiger her i samme tempo, som omsætningen. Det japanske marked derimod har meget lave vækstrater i sigte. Det er endda ikke helt utænkeligt, at markedet også kan falde en smule. Desuden har ejerne planer om at investere intensivt i Kina og det kan meget vel gå ud over det japanske marked. Forventningen er, at man gradvist over de næste 5 år vil nedbringe kapaciteten på markedet.

5.5 Delkonklusion på kapitel 5

Der er fastsat DO for hvert enkelt år i budgetperioden. Fastsættelse af omsætningsvæksten er budgetteret ud fra konklusionerne fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen og prognoser for fremtidig smykkesalg og privatforbrug på Georg Jensens primære markeder. Desuden er der fastlagt en vækst i NDA, som ligeledes bygger på konklusionerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen.



⁷⁶ Har et højt antal af butikker i AUS. Fremgår af årsrapporten for 2011.

Kapitel 6. Værdiansættelse

Værdiansættelse foretages med FCFF-modellen, også kaldet cash flow modellen. Modellen gennemgås ikke yderligere, men til gengæld argumenteres for fastlæggelsen af modellens variable.

6.1 Fastlægning af WACC/diskonteringsfaktor⁷⁷

Som en del af beregningen til værdiansættelsen er der behov for en beregning af WACC, også kaldet de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Dette består i de omkostninger finansieret af virksomhedens egenkapital og de omkostninger, som er finansieret af fremmedkapitalen. Altså eksterne lån. Formlen til beregning af WACC ser således ud:

$$WACC = r_E * E/VL + r_D * D/VL * (1-T)$$

Før denne beregning kan udføres, er der en hel række variable, som skal fastlægges. Fx betaværdi, risikofri rente, risikopræmie mv. De påkrævede variable og argumentationer for fastlæggelsen af disse følger i nedenstående afsnit.

6.2 Fastlægning af betaværdi

En virksomheds beta-værdi er et udtryk for risikoniveauet. En høj beta er udtryk for en høj risiko, mens en lav beta er udtryk for en lav risiko. En risiko består af både en finansiell risiko og driftsrisiko.

$$\beta_E = \underbrace{\beta_U}_{\text{Driftsmæssige risiko}} \times \underbrace{\left(1 + \frac{D}{E}\right)}_{\text{Finansielle risiko}}$$

Den finansielle risiko handler om virksomhedens finansielle soliditet. Fx hvor stærk man er til at opfylde sine kortfristede gældforpligtelser. Den driftsmæssige risiko handler mere om risikoen i selve driften. Et eksempel kunne være, at Georg Jensens produkter begynder aftage i farven eller har en anden defekthed. Dette vil skabe utilfredse kunder og dermed skade driften. Da Georg Jensen ikke er børsnoteret, så er det ikke muligt at beregne en betaværdi. I stedet for udføres en common-sense vurdering af betaværdien.

Levered beta

Det estimeres, at betaværdien i hvert fald skal ligge over 2,9, som er den højeste betaværdi i peer gruppen. Estimatet bygger på følgende betragtninger:

- Georg Jensen er størrelsesmæssigt mindre end konkurrenterne og har dermed en mindre finansiell soliditet.
- Sortimentet er også mindre end konkurrenterne. Man har færre produktkategorier og det giver en mindre diversitet.
- Man er i høj grad afhængig af succes på det kinesiske marked
- Virksomheden har fået nye ejere. Det skaber usikkerhed omkring fremtiden.

⁷⁷ se beregningen i afsnit 6.6

Tabel 14: Beta-beregninger

Beta-beregninger	Levered Beta	Tax rate	Debt/Equity	Ulevered beta	Finansiell risiko
Tiffanys & Co.	2,1	35%	35,00%	1,7	0,4
Richemont	1,0	17%	13,11%	0,9	0,1
The Swatch Group	1,2	18%	0,62%	1,2	0,0
Georg Jensen A/S	2,9	24%	36,66%	2,3	0,6

Kilder:
Reuters
Nasdaq

$$B_U = \frac{B_L}{[1 + (1 - T_c) \times (D/E)]}$$

Kilde: egen tilvirkning med data fra Reuters og Nasdaq

De ovenstående betragtninger er blot eksempler på mange grunde til at betaværdien for Georg Jensen burde ligge et godt stykke over konkurrenterne. For at finde et mere præcist niveau, så er det nødvendigt at kigge på betaværdien for konkurrenterne Tiffanys, Richemont og The Swatch Group. Aflæsning på Reuters viser en Beta-værdi på 1,0 og 1,2 for konkurrenten Richemont og The Swatch Group. Tiffanys har ifølge NASDAQ en betaværdi på 2,1. Konkurrenterne er alle finansielt solide (lav finansiell risiko) med et meget stort salg og et internationalt anerkendt varemærke.

Vurderingen er, at GJ skal have en højere beta, da GJ har større økonomiske problemer end de ovennævnte og det faktum, at man er så meget afhængig af et enkelt marked (Kina) gør, at man ikke kan komme udenom at risikoen – både finansiell og drift – er højere for GJ. Da Pandora har 2,1, så skal GJ ligge et sted imellem 2,1 og 3,1. Den fastsættes endeligt til 2,9 da Georg Jensen er så afhængig af Kina og har en hel række andre udfordringer. Se side 70.

Unlevered beta

Som investor er det afgørende, at man har en indsigt i risikoen for driften og i mindre grad i forhold til gælden og kapitalstrukturen. Derfor er der i ovenstående tabel renset for gældstruktur og tilbage står man med unlevered beta. Det samlede resultat er at Georg Jensens driftsrisiko er væsentligt højere end konkurrenternes. Georg Jensen har næsten dobbelt så meget driftsmæssig risiko, som Richemont og The Swatch Group, som har langt flere brands under sig og er veletablerede på mange flere markeder. Det skal investor altså tage med i sine overvejelser.

6.3 Fastlægning af den risikofrie rente

Derefter er der den risikofrie rente, som er den rente man kan få på sin kapital i en investering uden risiko. Det kunne eksempelvis være statsobligationer eller indlånsrenter i de forskellige pengeinstitutter. Den risikofrie rente er i rapporten fastsat til 1,72 %⁷⁸ som er svarende til rente på en 10-årig dansk statsobligation pr. 22. maj 2014.

⁷⁸ <https://www.al-bank.dk/default.aspx?id=593>

Tabel 15: Rente på en 10-årig dansk statsobligation pr. 22.05.2014.

	ultimo 2013	22.05 2014	Kort sigt 3 mdr.	På sigt 12 mdr.
Rente 10-årig statsobligation (pct.)	1,98	1,72	1,75-2,25	2,15-2,65
DKK pr. 100 EUR	746,03	746,48	745-746	745-746
DKK pr. 100 USD	541,27	536,31	525-575	515-550
DKK pr. 100 CHF	608,56	611,08	600-625	575-600

Kilde: Arbejdernes Landsbank

Det pointeres, at den danske statsobligation er ikke 100 % risikofri, men er så tæt som man nu kan komme på en risikofri investering.

6.4 Fastlægning af risikopræmie

Risikopræmien er fastlagt til 4,5 %. I en analyse foretaget af SKAT, så er konklusionen, at en markedsrisikopræmie skal ligge på 4,5 %⁷⁹. Analysen er bygget på en kombination af tidligere afkast, undersøgelser fra eksperter, undersøgelse fra Nationalbanken m.fl. Den samlede konklusion på SKAT's analyse er, at der er konsensus om at en markedsrisikopræmie ligger mellem 4 % og 5 %. Gennemsnittet af det er 4,5 % og dette estimeret fastlægges i denne rapport.

6.5 Fastlægning af den gennemsnitlige rente

Den gennemsnitlige rente på gæld er estimeret ud fra et gennemsnit til at være på ca. 6 %. Andelen af gælden er fast til 36 % og er hentet fra årsrapporten 2012.

6.6 Fastlægning af skattesats

Til beregning af den effektive skattesats er der taget udgangspunkt i virksomhedens 4 seneste regnskabsår. Den effektive skatteprocent er beregnet som forhold

Tabel 16: Beregning af effektiv skattesats

Fastlægning af skattesats	2010	2011	2012	2013
Driftsoverskud før skat	kr. 39.400	kr. 20.100	kr. 5.600	kr. 1.800
Rapporteret skat på driftsoverskud	kr. 16.200,00	kr. 2.600,00	kr. 2.100,00	kr. 100,00
Effektiv skatteprocent	41%	13%	38%	6%
Gennemsnitlig skattesats	24,28%			

Kilde: egen tilvirkning

det mellem driftsoverskuddet før skat og så den reelle skattebetaling. Den effektive skatteprocent har som vist på ovenstående tabel været meget svingende. I år 2010 har man 41 % i effektiv skattesats, mens man i 2013 kun har 6 %. De seneste år er taget som udgangspunkt, da det må forventes at give de mest aktuelle skatteforhold for virksomheden. Den gennemsnitlige skattesats ender altså på 24,28 % som er et gennemsnit af de 4 foregående år. Det forventes, at der i fremtiden vil være samme niveau for renteomkostningerne og dermed kan man fortsat opnå skattebesparelser/skatteskjold.

⁷⁹ <http://www.skat.dk/gsa.aspx?oId=1813219&vId=208529>

6.7 Beregning af WACC

Tabel 17: WACC-beregning efter fastlæggelse af variable.

WACC-beregning:	
Beta værdi	2,90
Risikofri rente	1,72%
Risikopræmie	4,5%
Gennemsnitlige rente på gæld	6,48%
Andel af gæld	36,7%
Skattesats	24,28%
Krævet afkast på egenkapital	14,77%
WACC	11,15%

Kilde: egen tilvirkning

6.8 Fastlægning af growth rate i terminalperiode

På næste side er fremtvist forudsætningerne for beregningen af growth rate i terminalperioden.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Australien - AUD											
Smykkesalg	9.527	10.005	10.514	11.057	11.636	12.252	12.908	13.605	14.346	15.133	15.968
Vækst i %	0,00%	5,02%	5,09%	5,17%	5,23%	5,30%	5,35%	5,40%	5,45%	5,48%	5,52%
Privatforbrug	1.272.034	1.344.245	1.420.444	1.500.913	1.585.914	1.675.727	1.770.636	1.870.939	1.976.948	2.088.988	2.207.378
Vækst i %	0,00%	5,68%	5,67%	5,67%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,67%	5,67%	5,67%
Gennemsnitlig vækstrate	0,00%	5,35%	5,38%	5,42%	5,45%	5,48%	5,51%	5,53%	5,56%	5,58%	5,59%
Danmark - DKK											
Smykkesalg	6.202	6.438	6.684	6.942	7.212	7.493	7.788	8.095	8.417	8.753	9.104
Vækst i %	0,00%	3,80%	3,82%	3,87%	3,88%	3,90%	3,93%	3,95%	3,97%	3,99%	4,01%
Privatforbrug	1.136.914	1.178.920	1.222.513	1.267.702	1.314.610	1.363.273	1.413.755	1.466.132	1.520.470	1.576.842	1.635.326
Vækst i %	0	3,69%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,71%	3,71%	3,71%
Gennemsnitlig vækstrate	0	3,75%	3,76%	3,78%	3,79%	3,80%	3,82%	3,83%	3,84%	3,85%	3,86%
Japan - JPY											
Smykkesalg	2.184.222	2.206.488	2.231.038	2.258.308	2.287.947	2.319.727	2.353.654	2.389.582	2.427.432	2.467.161	2.508.707
Vækst i %	0	1,02%	1,11%	1,22%	1,31%	1,39%	1,46%	1,53%	1,59%	1,64%	1,68%
Privatforbrug	320.916.995	326.476.200	332.256.809	338.228.812	344.389.772	350.724.837	357.225.247	363.886.544	370.703.874	377.674.461	384.797.127
Vækst i %	0	1,73%	1,77%	1,80%	1,82%	1,84%	1,85%	1,86%	1,87%	1,88%	1,89%
Gennemsnitlig vækstrate	0,00%	1,38%	1,44%	1,51%	1,57%	1,61%	1,66%	1,70%	1,73%	1,76%	1,78%
Kina - RMB											
Smykkesalg	1.645.139	1.819.165	2.007.847	2.214.570	2.441.353	2.689.159	2.960.528	3.257.658	3.582.824	3.938.821	4.328.545
Vækst i %	0	10,58%	10,37%	10,30%	10,24%	10,15%	10,09%	10,04%	9,98%	9,94%	9,89%
Privatforbrug	44.367.999	48.969.184	53.960.008	59.433.245	65.437.856	72.001.718	79.192.426	87.067.548	95.688.058	105.128.138	115.464.587
Vækst i %	0	10,37%	10,19%	10,14%	10,10%	10,03%	9,99%	9,94%	9,90%	9,87%	9,83%
Gennemsnitlig vækstrate	0,00%	10,47%	10,28%	10,22%	10,17%	10,09%	10,04%	9,99%	9,94%	9,90%	9,86%
Total gennemsnitlig vækstrate pr. år	0,00%	5,24%	5,22%	5,23%	5,24%	5,25%	5,26%	5,26%	5,27%	5,27%	5,28%
Total gennemsnitlig vækstrate i hele terminalperiode											5,25%

Først er der fundet den forventede vækst i smykkebranchen på årsbasis i hele perioden 2020-2030. Væksten er desuden fundet på hvert enkelt marked. Derefter er der fundet den forventede vækst i hele privatforbruget på hvert enkelt delmarked på årsbasis i hele perioden 2020-2030. Der er så fundet et gennemsnit af de to vækstrater på årsbasis. Vi får altså et gennemsnit af væksten baseret på forventet smykkesalg og totalt forventet privatforbrug. Det giver en forventet gennemsnitlig vækstrate pr. år pr. marked. Det åbenlyse ville være, at basere sin vækstrate kun på prognosen for smykkebranchen, men forudsætningen for at inddrage privatforbruget er, at man derved får to prognoser med og dermed øger validiteten af prognosen. Desuden er privatforbruget med til at trække gennemsnittet ned, og dette er fint i tråd med den forventede udvikling. Som tidligere analyseret, så er der nemlig en hel række faktorer, som gør at forventningen er, at Georg Jensen ikke vil få en vækst i omsætningen som gennemsnittet, men en smule under. Disse forventninger er bygget på disse forudsætninger:

- Uheldig demografisk udvikling i Danmark frem mod år 2046- (-0,5%)
- Svage regnskaber og svag konkurrenceevne (-1%)
- Ustabil ledelse (-0,5 %)
- Udfordringer ved at etablere sig i Kina (-1%)
- Svagt internationalt brand i forhold til konkurrenter som LVMH (-1%)

Total nedjustering af vækst: (-0,5%, -1%, -0,5 %, -1%, -1 %) = **-4,0 %**.

Argumentation for nedjusteringen:

Den demografiske analyse viser, at der i fremtiden vil være en stor stigning i andelen ældre borgere over 60 år. Samtidigt vil befolkningsgruppen på 20-59 år komme til at falde i perioden år 2022 til år 2046. Netop denne aldersgruppe betragtes som værende Georg Jensens målgruppe og denne udvikling er altså ugunstig for virksomhedens fremtidige afsætning.

Virksomheden har i en årrække fremvist negative regnskaber og det viser altså med al tydelighed, at virksomheden har udfordringer med at generere en rentabel drift⁸⁰. Konkurrenceevnen har plads til forbedringer.

Man har op til flere gange skiftet direktør⁸¹ og det skaber en del intern uro i virksomheden. For mange skift i den øverste ledelse medfører, at det kan svært se den røde tråd i virksomheden, som er afgørende for den strategiske udvikling. Georg Jensen A/S har desuden allerede været på det kinesiske marked i en hel årrække nu, uden at opnå den store succes. Det tyder på, at eksportstrategien skal revurderes. På nuværende tidspunkt har man ikke lukreret sufficent på dette marked, som har så stort et potentiale. Årsagen er den manglende internationale anerkendelse af Georg Jensen som et luksusvaremærke.

⁸⁰ Konklusion fra regnskabsanalysen

⁸¹ Konklusion fra den strategiske analyse

Forventet total growth rate med nedjusteringen bliver altså = 5,25 % - 4,0 % = 1,25 %. En for høj vækstrate i terminalperioden vil betyde at man til sidste vil eje hele markedet og er højst usandsynligt.

6.9 Værdiansættelse

På baggrund af ovenstående argumenter og gennemsnitsberegninger vil den endelige growth rate i terminalperioden forsigtigt estimeres til 1,25 %.

Med alle variable angivet, så resulterer det i en egenkapitalværdi på DKK. 482,5 mio. Hvis det forudsættes, at børsnoteringen gennemføres med et udbud på 2,5 mio. stk. aktier, så vil én aktie pr. dags dato værdiansættes til DKK. 171. pr. stk.

Tabel 18: WACC-beregning efter fastlæggelse af variable.

Nutidsværdier beregnet med udgangspunkt i indirekte værdiansættelsesmodel baseret på pengestrømme												
Periode	2014		2015		2016		2017		2018			
FCFF i budgetperiode	kr.	1.490	kr.	10.371	kr.	23.743	kr.	37.692	kr.	52.378	PV af FCFF	
Diskonteringsfaktor		1,1115		1,1115		1,1115		1,1115		1,1115		
FCFF Terminalår 2019:	kr.	67.214								kr.	399.954	PV af terminalværdi
WACC:		0,1115										
Gordons growth rate:		0,0125										
Kilde: Side 61 i Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang.												
Værdiansættelse af virksomheden baseret på FCFF												
Nutidsværdi af budgetperiode									82.582	i.tusind.kr		
Nutidsværdi af terminalperiode									399.954	i.tusind.kr		
Virksomhedsværdi									482.536	i.tusind.kr		
Markedsværdi af gæld									55.400	i.tusind.kr		
Aktionærværdi									427.136	i.tusind.kr		
Udestående aktier									2.500	i.tusind.stk		
Værdi pr. aktie									171	kr. pr. stk.		
Kilde: Side 61 i Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang.												

Kilde: egen tilvirkning.

6.10 Multipel-analyse

Som supplement til værdiansættelsen udføres en multipelanalyse. Peer group er valgt til at være LMVH, Tiffany's & co., Pandora, Richemont, The Swatch Group, og Kering.. Hele peer gruppen bortset fra Pandora betragtes som værende direkte konkurrenter til GJ, da man opererer på samme markeder og har den samme målgruppe. Desuden har man også en meget ensartet produktportefølje i form af kvalitetsprodukter med høje priser. Pandora er måske ikke i lige så høj grad direkte konkurrent til GJ, da Pandoras priser ligger på et lavere niveau. Men man har dog samme principper om, at man vil sælge flotte designerprodukter og derfor tages de med i analysen, men skal bruges med en vis skepsis. Analysen er foretaget ud fra de respektive virksomheders markedsværdier fra årsrapporterne 2013. Beregningerne for P/S, P/E og P/B, P/EBITDA og P/EBIT ser således ud:

Tabel 19: Beregningsforudsætninger for multipelanalyse.

	SALES	EARNING	BOOK VALUE	Markedsværdi	P/S	P/E	P/B	P/EBITDA	P/EBIT
LMVH (FRA)	28.103	5.921	25.666	73.340	2,6	12,4	2,9	5,58	16,97
Tiffany's (USA)	3.794.249	416.157	2.611.318	12.817.000	3,4	30,80	4,9	5,92	18,38
Pandora (DK)	6.652	1.475	6.038	50.452	7,6	34,2	8,4	0,01	0,03
Richemont (FRA)	13.384	2.599	14.946	53.804	4,02	20,7	3,6	8,25	22,18
The Swatch Group (SWI)	8.453	1.894	9.364	28.655	3,39	15,13	3,06	3,39	12,38
Kering SA (FRA)	9.729	873	10.577	20.626	2,12	23,64	1,95	10,08	11,79
Gns. Multiple					3,85	22,81	4,13	5,54	13,62
	Gns. Multiple		GJ-beløb	Total værdi					
Omsætning	1	x	986	986					
EBIT	13,62	x	20	272,4					
Bogført værdi	1	x	527	527					
Gns. Værdi				kr. 595 Mio.					
Udestående aktier (hyp.)				2.500.000 stk.					
Aktiepris				kr. 238					

Kilde: egen tilvirkning

Multipelanalysen afviger altså lidt fra værdiansættelsen. Multipelanalysen værdiansætter virksomheden til 238 kr. pr. aktie mens den egentlige værdiansættelse lå på DKK. 171 pr. aktie.

Metodediskussion for multipelparametre

Multipelanalysen skal dog bruges meget kritisk, da den har en del implementeringsvanskeligheder. Det er nemlig udfordrende at udvælge sammenlignelige virksomheder. Den peer group som er valgt ligner meget GJ, men har alligevel store forskelle. Georg Jensen har en helt anden situation end fx LVMH. Så multipelanalysen har en begrænset værdi, da man ikke har to virksomheder, som er ens. Men den kan dog bruges til at give et mindre fingerpeg om værdien. Multiplen for omsætning og book value er sat til 1,0, da omsætning og bogført værdi har ingen værdi, da det ikke fortæller noget om driftens rentabilitet og er altså ikke en value driver. Desuden er peer gruppen langt større da de er koncerner med flere brands i porteføljen og dermed vil deres gennemsnitlige værdi være højere og vil fejlagtigt at overvurdere Georg Jensens værdi. Derfor er multiplen sat til 1,0 ved omsætning og bogført værdi. Derimod er P/EBITDA og P/EBIT parametre, som direkte måler på virksomhedernes konkrete performance og er dermed et bedre parameter til fastlæggelse af værdien. EBIT-multiplen er valgt, som altså blev sat til 13,62, som ses i ovenstående tabel.

6.11 Scenarieanalyse – best case

For at få større kvalitet i budgetteringen og værdiansættelsen udarbejdes scenarieanalyser. Dette opdeles i en worst case scenario og en best case scenario.

Best case scenario er bygget på følgende forudsætninger:

- Virksomheden formår at etablere sig i Kina.
- Man får udnyttet den svage prognosticerede vækst i Danmark
- Man får udnyttet den svage prognosticerede vækst i Australien
- Individualismen slår for alvor igennem og skaber efterspørgsel efter designerprodukter
- Man har succes med at fortsat tiltrække de bedste designere
- Man får gennemført marketingtiltag som spiller på varemærket Georg Jensen og dens flotte historie

Med den nye kapitalstærke ejer i ryggen, så har man altså bedre mulighed for at reetablere sig på det kinesiske marked. Det kræver dog massive investeringer i form af nye produktionsfaciliteter, showrooms mv. Desuden skal man finde salgsagenter, som kender det lokale kinesiske marked og som derved kan bidrage til at fastlægge de mest potentielle lokaliteter. Det kan dog lykkes med den rigtige distributionsstrategi.



Desuden er der estimeret vækst i markedsprognoserne for Danmark og Australien. Og da man i har et meget stærkt brand på hjemmemarkedet, så har man altså en konkurrencemæssig fordel. Desuden har man en stor tilstedeværelse i Australien i form af butikker og showrooms og det gør, at man alt andet lige har gode muligheder for at få en større andel af den forventede vækst.

Det tyder også på, at den sociale trend udvikler sig til at forbrugerne i højere og højere grad dyrker individualismen. Og hvis man fortsat kan tiltrække de dygtigste designere og opretholde det flotte design i sin produktportefølje, så er der gode muligheder for vækst.

Desuden har man et varemærke og en historie, som kun de færreste smykkeproducenter kan fremvise. Hvis man kan udnyttet det i sin marketing i udlandet, så kan det altså give en øget anerkendelse og dermed en større vækst.

I denne *best case scenario* er vækstraten opjusteret til 5,25 procent. Ligeledes er der korrigeret for vækst i DO og NDA som alle er blevet opjusteret til et højere niveau. WACC'en er fastholdt som på mest sandsynligt niveau, altså på 11,15 %. Med de korrigerede vækstrater vil den nye værdi alt andet lige ende på 279 kr. pr. aktie mod den nuværende værdi på 171 kr. pr. aktie.

6.12 Scenarieanalyse – worst case

I worst case scenario får virksomheden ikke opnået sine strategiske målsætninger, som man har sat sig. Scenariet er beregnet på følgende forudsætninger:

- Virksomheden fejler med at etablere sig i Kina.
- Man får ikke udnyttet den øgede vækst på sine nøglemarkeder
- Faldende japansk privatforbrug
- Manglende rentabilitet i driften
- Uheldig demografisk udvikling

Virksomheden investerer intensivt på det kinesiske marked. Det forventes, at dette marked skal være den fremtidige vækstmotor. Man har dog allerede en historik med Kina, som ikke er for god. Man har i en længere periode haft udfordringer med at etablere sig på markedet og det har resulteret i manglende afsætning. I dette scenarie vil man igen fejle med at erobre markedet og dermed ikke opnå den store vækst, som man tilstræber.

Som tidligere nævnt er der estimeret en vækst i salgsprognoserne for Danmark og Australien. Disse markeder udgør en forholdsvis høj andel af totalomsætningen for Georg Jensen A/S og derfor er det afgørende med fortsat succes på disse markeder, hvis man vil opnå et positivt driftsresultat. I et worst case scenarie vil man opleve et mindre fald på både det danske og australske marked.

Vi er i øjeblikket i en situation med stagnation eller lav vækst. De økonomiske nøgletal er tvetydige og de internationale markeder er prægede af både positive og negative nøgletal. En ustabilitet i økonomien vil alt andet lige forringe forbrugernes disponible indkomster og dermed begrænse afsætningsmuligheden for Georg Jensen A/S.

Derudover har virksomheden en lav grad af rentabilitet i driften. Den negative rentabilitet skyldes primært det høje omkostningsniveau, som har været støt stigende de seneste år. Den manglende rentabilitet begrænser avancen og er dermed bidragende til at skabe lavere driftsoverskud.

Den demografiske analyse viser, at befolkningen udvikler sig på en sådan måde, at der i fremtiden vil være en stor stigning af ældre borgere over 60 år. Samtidigt vil befolkningsgruppen på 20-59 år komme til at falde i perioden år 2022 til år 2046. Netop denne aldersgruppe betragtes som værende Georg Jensens målgruppe og denne udvikling vil altså bidrage til at skabe et lavere driftsoverskud.

I denne *worst case scenario* er vækstraten nedjusteret til 0,2 procent⁸². Ligeledes er der korrigeret for vækst i driftsoverskud og nettodriftsaktiver som alle er blevet nedjusteret til et lavere niveau. WACC'en er fastholdt som på mest sandsynligt niveau, altså på 11,15 %. Med de korrigerede vækstrater vil den nye værdi alt andet lige ende på 156 kr. pr. aktie mod den nuværende værdi på 171 kr. pr. aktie.

6.13 Følsomhedsanalyse

I forbindelse med værdiansættelsen er der indregnet en hel række estimer, som altså er afgørende elementer for værdiansættelsens størrelse. Nogle af estimerne er fx aktionærernes afkastkrav og *gordons growth rate*. Derudover er der også andre variable som fx omsætningsudviklingen, som ligeledes er estimeret og er dermed forbundet med usikkerhed. På grund af de usikkerheder der er forbundet med værdiansættelsen, så er der behov for at analysere følsomheden. Altså hvor meget skal en given variabel ændres, før det giver et væsentligt udslag i aktiekursen. Nedenstående beregning viser hvordan de forskellige variable korrelerer med kursværdien:

Tabel 20: Kursværdiens følsomhed ved ændring af variable.

Følsomhed	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	+1%	+2%	+3%
GÆLD	171,95	171,30	171,08	171,85	170,63	170,41	170,19
WACC	278,00	233,00	198,00	171,85	149,00	130,00	115,00
Growth rate	129,00	139,00	156,00	171,85	189,00	211,00	241,00
Risikopræmie	483,00	316,00	227,00	171,85	133,00	106,00	86,00

Kilde: egen tilvirkning

⁸² se bilag 11

Det mest væsentlige for Georg Jensen i denne analyse er hvordan udviklingen i gælden forløber sig. De nye ejere fra Bahrain kommer med ambitiøse vækstplaner – bl.a. vækst i Kina – som kræver store investeringer i blandet andet driftsaktiviteten, som kan kræve at ens gældsætning bliver større. Men som man kan se i analysen, så er gælden mindre følsom i forhold til aktiekursen værdi. Der er altså afgørende, at man som investor er opmærksom på, at den fremtidige investering i NDA, som virksomheden planlægger, vil skabe et fald i aktieværdien, da gælden øges med mindre omsætningsvæksten eller andre faktorer kan opveje dette. Der er dog tale om små ændringer i værdien. Den parameter som skaber den største volatilitet er risikopræmien. Hvis markedsrisikopræmien stiger med bare en 1 %, så vil virksomhedens værdi falde til 133 kr. pr. aktie. Hvis markedsrisikopræmien stiger med hele 3 %, så vil værdien for en Georg Jensen-aktie kun være 86 kr. pr. aktie. Sandsynligheden for at resten af hele markedet vil skabe 3 % større vækst er dog minimal

6.14 Delkonklusion på kapitel 6

I forhold til den tekniske del af værdiansættelse er der fastlagt en hel række forudsætninger, som skal danne grundlaget for værdiansættelsen. Budgetperioden er fastlagt til 5 år, nemlig fra år 2014 til år 2018. Terminalperiodens g er fastlagt til 1,25 % ud fra en vurdering af den fremtidige vækst efter budgetperioden. Der er desuden fastsat en betaværdi på 2,9. Det er en forholdsvis høj beta og fastsat



med den begrundelse at virksomheden er meget konjunkturfølsom, har lav grad af soliditet og er i en branche med stor konkurrence. Den risikofrie rente er i opgaven fastsat til 1,72 % som er svarende til rente på en 10-årig dansk statsobligation. Den gennemsnitlige rente på gæld er estimeret ud fra et gennemsnit til at være på ca. 6 %. Andelen af gælden er fast til 36 % og er fra årsrapporten 2012. Den effektive skatterente er beregnet til 24,28 % og dette er også indregnet i beregningerne til WACC. Med alle forudsætninger på plads er WACC'en beregnet til 11,15%⁸³ og kursværdien ender på DKK. 171 pr. aktie.

⁸³ Se afsnit 6.6

Kapitel 7. Konklusion

I år 2012 sælges Georg Jensen A/S til Bahrain-selskabet Investcorp til ca. DKK. 812 mio⁸⁴. De nye ejere proklamerer, at man ønsker at investere i det kinesiske marked, som man mener, indeholder et stort potentiale for vækst. Samtidig udtaler selskabet, at man overvejer at børsnotere Georg Jensen A/S på børsmarkedet i Hong Kong. Hvis disse planer operationaliseres, så kan det føre til spørgsmålet, om det kunne være en god investering i at investere i aktien og dermed i den danske virksomhed.

Analysen tog udgangspunkt i en strategisk analyse, som har givet investor en hel række værdifulde informationer i forhold til værdiansættelsen. Eksempelvis viser det sig, at konkurrenceintensiteten i smykkebranchen er præget af at have for mange konkurrenter. Den kvantitative analyse viser desuden, at Georg Jensen har udfordringer med at positionere sig i forbrugernes bevidsthed, som en smykkeforhandler. Hovedparten af respondenterne nævner konkurrenterne, som de først tænker på, når de skal nævne tilfældige smykkeforhandlere.

Derudover har virksomheden haft økonomiske vanskeligheder i flere år nu. Regnskabsanalysen viser, at forretningen ikke formår at skabe profit i sin primære drift. Hovedårsagen til dette er, at hele 89 % af omsætningen går til at dække omkostningerne. Virksomheden har også haft sine udfordringer på at penetrere det kinesiske marked. Dette marked indeholder et abnormt stort vækstpotentiale, men det tyder på at Georg Jensen ikke haft kompetencerne til at etablere sig succesfuldt. Det er en stor ulempe, da dette marked indeholder et stort potentiale. Det kan dog ændre sig, da de nye kapitalstærkere ejere fra Bahrain offentliggør, at man ønsker at intensivere etableringen i Kina.

Analyser af virksomhedens primære markeder (DK, AU, JAP, KINA) viser at der er geografisk set store forskelle i den fremtidige vækst. Det danske og japanske marked forventer en noget lav vækst med ydmyge vækstrater. Det australske marked har en lidt bedre forventning, og har altså vækst rater, som ligger bedre end i Japan og Danmark. Så er der det kinesiske marked som buldrer derud af. De seneste mange år har det kinesiske marked fremvist abnorm høje vækstrater, og forventningen er, at disse vil fortsætte frem mod år 2020.

På baggrund af ovenstående markedsprognoser og regnskabsanalysen, som viser, at man har haft vanskeligheder med eksempelvis omkostningsniveau, så budgetteres væksten i terminalperioden til en vækst på 1,25 %.

En kombination af den strategiske analyse, regnskabsanalyse og analyse af fremtidige væsentlige vækstmarkeder har ført til en budgettering af driftsoverskud og nettodriftsaktiver, som har dannet grundlaget for en værdiansættelse.

Rapporten konkluderer, at den endelige pris for en aktie i Georg Jensen A/S pr. dags dato er estimeret til 171 kr.⁸⁵

⁸⁴ <http://www.business.dk/detailhandel/georg-jensen-saelges-til-arabiske-investorer>

⁸⁵ Under forudsætning af 2.500.000 udestående aktier

Litteraturfortegnelse

Bøger:

Ole Sørensen (2009).

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang. Gjellerup, 3.udgave.

Jens Elling. (2010).

Finansiel Rapportering. Gjellerup, 2.udgave.

Ross, Westerfield and Jordan. (2008).

Corporate Finance Fundamentals. McGraw-Hill International Edition.

Michael Møller & Niels Chr. Nielsen. (2004).

Den Kapitalmarkedsstyrede Virksomhed. Danmark. Handelshøjskolens Forlag.

Søren Holm-Rasmussen, Jens Oksen Jensen og Lone Hansen. (2008).

Erhvervsøkonomi til Akademiuddannelserne. Danmark. Academica.

Henrik Grell og Elsebeth Rygner (2007)

Makroøkonomi – Teori og beskrivelse. Danmark. Limedesign.

Websites

www.georgjensen.dk

www.pandora.dk

www.lvmh.com

www.nationalbanken.dk

www.finansministeriet.dk

www.jstor.org

www.oecd.org

<http://research.thomsonib.com/>

www.borsen.dk

www.reuters.com

www.cnn.com

www.standardandpoors.com

www.finance.yahoo.com

Bilag 1

PRESSEMEDDELELSE 6. JUNI 2014



Havnegade 5
1093 København K
www.nationalbanken.dk

Telefon: 3363 6363

[kommunikation@
nationalbanken.dk](mailto:kommunikation@nationalbanken.dk)

NATIONALBANKENS RENTESATSER FASTHOLDES

Udlånsrenten, indskudsbevisrenten, foliorenten og diskontoen fastholdes.

Den Europæiske Centralbank, ECB, har nedsat de pengepolitiske renter med 0,10 procentpoint og 0,35 procentpoint. På baggrund af Nationalbankens interventioner siden begyndelsen af april samt udviklingen i markedsrenterne og kronekursen fastholdes Nationalbankens rentesatser. Dermed udvides forskellene mellem de pengepolitiske renter i Nationalbanken og ECB. Det afspejler sig normalt i pengemarkedsrenterne, som er bestemmende for kronekursen.

Henvendelse kan rettes til Karsten Bilotto på tlf. 3363 6021.

Bilag 2

Reformuleret resultatopgørelse

T.kr.	2010	2011	2012	2013
Nettoomsætning	kr. 846.500	kr. 913.700	kr. 985.900	kr. 985.000
Produktionsomkostninger	kr. 323.300	kr. 341.200	kr. 368.100	kr. 384.800
Bruttoresultat - EBITDA	kr. 523.200	kr. 572.500	kr. 617.800	kr. 600.200
Salgs- og distributionsomkostninger	kr. 400.000	kr. 461.000	kr. 511.600	kr. 465.600
Administrationsomkostninger	kr. 81.100	kr. 91.000	kr. 101.700	kr. 130.800
Andre driftsomkostninger	kr. 2.700	kr. 400	kr. -1.100	kr. 2.000
	0	0	0	0
Driftsoverskud fra salg (før skat) - EBIT	kr. 39.400	kr. 20.100	kr. 5.600	kr. 1.800
Rapporteret skattekostning	kr. 16.200,00	kr. 2.600,00	kr. 2.100,00	kr. 100,00
Skattefordel/skatteskjold (NFO x selskabsskatteprocent på 0,25)	kr. 5.050,00	kr. 2.875,00	kr. 5.050,00	kr. 4.125,00
Skatteeffekt i alt	kr. 21.250,00	kr. 5.475,00	kr. 7.150,00	kr. 4.225,00
Driftsoverskud fra salg (efter skat) - NOPAT	kr. 18.150	kr. 14.625	kr. -1.550	kr. -2.425
Andet driftsoverskud (før-skat-poster)				
Andre driftsindtægter	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud i alt	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)				
Opskrivninger	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Nedskrivninger af langsigtede aktiver	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Resultat af kapitalandele	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Valutakursreguleringer	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Gevinst/tab på Sikringsinstrumenter	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Skat af egenkapitalbevægelser	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Driftsoverskud (efter skat) - DO	kr. 18.150	kr. 14.625	kr. -1.550	kr. -2.425
Netto finansielle omkostninger (NFO)				
Finansielle omkostninger	kr. 20.200	kr. 11.500	kr. 20.200	kr. 16.500
Finansielle indtægter	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Netto finansielle omkostninger (NFO)	kr. 20.200	kr. 11.500	kr. 20.200	kr. 16.500
Skatteeffekt	kr. 5.050	kr. 2.875	kr. 5.050	kr. 4.125
Netto finansielle omkostninger efter skat	kr. 15.150	kr. 8.625	kr. 15.150	kr. 12.375
Totalindkomsten for koncernen	kr. 3.000	kr. 6.000	kr. -16.700	kr. -14.800
Minoritetsinteressers andel af resultatet	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Totalindkomst	kr. 3.000	kr. 6.000	kr. -16.700	kr. -14.800

Bilag 3

Reformulering af balance

i tusind. kr.	2010	2011	2012	2013
Kernedriftsaktiver:				
Goodwill	kr. 13.800	kr. 12.900	kr. 12.000	kr. 31.800
Leje- og varemærkerettigheder	kr. 1.800	kr. 800	kr. 700	kr. 500
Færdiggjorte udviklingsprojekter	kr. 8.700	kr. 11.700	kr. 13.500	kr. 10.700
Grunde og bygninger	kr. 22.500	kr. 26.300	kr. 29.400	kr. 26.700
Indretning lejede lokaler	kr. -	kr. 68.500	kr. 54.200	kr. 42.000
Produktionsanlæg og maskiner	kr. 6.000	kr. 5.100	kr. 6.200	kr. 6.700
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	kr. 107.500	kr. 41.400	kr. 39.600	kr. 41.200
Materielle anlægsaktiver under opførelse	kr. 300	kr. 1.000	kr. 300	kr. 2.000
Varebeholdninger	kr. 287.800	kr. 278.900	kr. 275.500	kr. 294.900
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	kr. 108.400	kr. 139.700	kr. 149.500	kr. 123.000
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	kr. -	kr. 400	kr. -	kr. -
Andre tilgodehavender	kr. 35.600	kr. 16.400	kr. 10.200	kr. 10.400
Periodeafgrænsningsposter	kr. -	kr. 14.800	kr. 27.200	kr. 28.400
Driftslikviditet*	kr. 4.233	kr. 4.569	kr. 4.930	kr. 4.925
Kernedriftsaktiver i alt:	kr. 596.633	kr. 622.469	kr. 623.230	kr. 623.225
Driftsforpligtelser(DF)				
Udskudt skat				
Medarbejderobligationer	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Andre hensatte forpligtelser	kr. -	kr. 7.700	kr. 7.900	kr. 8.300
Leverandørgæld	kr. 59.700	kr. 60.200	kr. 57.100	kr. 45.200
Gæld til tilknyttede virksomheder	kr. 74.000	kr. 84.500	kr. -	kr. 12.300
Anden gæld	kr. 113.100	kr. 108.900	kr. 131.200	kr. 147.400
Driftsforpligtelser i alt:	kr. 246.800	kr. 261.300	kr. 196.200	kr. 213.200
Kerne Netto Driftsaktiver(Kerne NDA)	kr. 349.833	kr. 361.169	kr. 427.030	kr. 410.025
Ikke-kerne Driftsaktiver(IKDA)				
Deposita . Andre Finansielle aktiver	kr. 6.600	kr. 28.100	kr. 26.600	kr. 26.700
Anlægsaktiver bestemt for salg	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Ikke-kerne Driftsaktiver(IKDA)	kr. 6.600	kr. 28.100	kr. 26.600	kr. 26.700
Netto driftsaktiver(NDA)	kr. 356.433	kr. 389.269	kr. 453.630	kr. 436.725
Netto finansielle forpligtelser(NFF)				
Likvide beholdninger	kr. 23.800	kr. 23.200	kr. 29.100	kr. 18.200
Realkredit langsigtet	kr. 12.900	kr. 16.600	kr. 16.600	kr. 13.100
Realkredit kortsigtet	kr. 86.600	kr. 137.700	kr. 9.400	kr. 24.100
Netto finansielle forpligtelser(NFF)	kr. 123.300	kr. 177.500	kr. 55.100	kr. 55.400
Koncernegenkapital	kr. 233.133	kr. 211.769	kr. 398.530	kr. 381.325
Minoritetsinteresser i alt	kr. -	kr. -	kr. -	kr. -
Egenkapital	kr. 233.133	kr. 211.769	kr. 398.530	kr. 381.325

Kilde: Kapitel 5 i værdiansættelse og Årsrapporter fra Georg Jensen A/S

*0,5 % af omsætning

Bilag 4

Rentabilitetsanalyse		2010	2011	2012
Niveau 1: Dekomponering af ROE				
ROE		1,1%	2,7%	-5,5%
ROIC		3,6%	3,9%	-0,4%
FGEAR		0,53	0,84	0,14
Netto finansielle låneomkostninger, r		16,4%	6,5%	36,7%
SPREAD		-12,8%	-2,6%	-37,1%
Soliditetsgrad		39,07%	34,02%	63,95%
Niveau 2: Dekomponering af ROIC				
ROIC		3,6%	3,9%	-0,4%
OG		2,1%	1,6%	-0,2%
AOH		3,1	4,1	3,2
1/AOH		0,3	0,2	0,3
Niveau 3: Dekomponering af OG				
EBITDA-margin		61,8%	62,7%	62,7%
EBIT-margin		4,7%	2,2%	0,6%
NOPAT-margin		2,1%	1,6%	-0,2%
Dekomponering kernerdriftsaktiverne				
Varebeholdninger-margin		48%	45%	44%
Tilgodehavender fra salg-margin		18%	22%	24%
Andre anlæg og driftsmateriel og inventar-margin		18%	7%	6%
Dekomponering driftsforpligtelser				
Leverandørgæld		24%	23%	29%
Gæld til tilknyttede virksomheder		30%	32%	0%
Anden gæld		46%	42%	67%
Skat				
Den effektive skattesats		41%	13%	38%
Skatteskjold		-8.306	-1.488	-7.575
Egenkapital				
Gennemsnitlig egenkapital		274.967	222.451	305.149

Bilag 5

Reformulering af balance - Pandora			
i tusind. kr.	2010	2011	2012
Kernedriftsaktiver:			
Goodwill	kr. 1.905.000	kr. 1.928.000	kr. 1.922.000
Brand	kr. 1.052.000	kr. 1.053.000	kr. 1.053.000
Distributionsnetværk	kr. 366.000	kr. 336.000	kr. 331.000
Distributionsrettigheder	kr. 1.128.000	kr. 1.064.000	kr. 1.045.000
Andre immaterielle aktiver	kr. 39.000	kr. 95.000	kr. 136.000
Udskudt skatteaktiv	kr. 107.000	kr. 209.000	kr. 190.000
Materielle aktiver	kr. 374.000	kr. 429.000	kr. 472.000
Varebeholdninger	kr. 1.272.000	kr. 1.609.000	kr. 1.318.000
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	kr. 834.000	kr. 900.000	kr. 940.000
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	kr. -		
Andre tilgodehavender	kr. 533.000	kr. 177.000	kr. 502.000
Tilgodehavende skat	kr. 97.000	kr. 41.000	kr. 138.000
Periodeafgrænsningsposter			
Driftslikviditet*	kr. 33.330	kr. 33.290	kr. 33.260
Kernedriftsaktiver i alt:	7.740.330	7.874.290	8.080.260
Driftsforpligtelser(DF)			
Udskudt skat	606.000	552.000	552.000
Medarbejderobligationer			
Hensatte forpligtelser	612.000	294.000	470.000
Andre langsigtede forpligtelser	18.000	2.000	2.000
Leverandørgæld	245.000	288.000	219.000
Gæld til tilknyttede virksomheder			
Skyldig selskabsskat	351.000	344.000	283.000
Anden gæld	486.000	775.000	692.000
Driftsforpligtelser i alt:	2.318.000	2.255.000	2.218.000
Kerne Netto Driftsaktiver(Kerne NDA)	5.422.330	5.619.290	5.862.260
Ikke-kerne Driftsaktiver(IKDA)			
Andre Finansielle aktiver	28.000	34.000	26.000
Anlægsaktiver bestemt for salg	0	0	
Ikke-kerne Driftsaktiver(IKDA)	28.000	34.000	26.000
Netto driftsaktiver(NDA)	5.450.330	5.653.290	5.888.260
Netto finansielle forpligtelser(NFF)			
Likvide beholdninger	1.224.000	176.000	341.000
Realkredit langsigtet	0	375.000	151.000
Realkredit kortsigtet	2.326.000	10.000	7.000
Netto finansielle forpligtelser(NFF)	3.550.000	561.000	499.000
Koncernegenkapital	1.900.330	5.092.290	5.389.260
Minoritetsinteresser i alt	0	0	0
Egenkapital	1.900.330	5.092.290	5.389.260

Kilde: Kapitel 5 i værdiansættelse og Årsrapporter fra Pandora A/S

Bilag 6

Reformuleret resultatopgørelse for Pandora			
T.kr.	2010	2011	2012
Nettoomsætning	kr. 6.666.000	kr. 6.658.000	kr. 6.652.000
Produktionsomkostninger	kr. 1.940.000	kr. 1.798.000	kr. 2.223.000
Bruttoresultat	kr. 4.726.000	kr. 4.860.000	kr. 4.429.000
Salgs- og distributionsomkostninger	kr. 1.733.000	kr. 2.053.000	kr. 2.084.000
Administrationsomkostninger	kr. 576.000	kr. 749.000	kr. 870.000
Andre driftsomkostninger	kr. -	kr. -	kr. -
	kr. -	kr. -	kr. -
Driftsoverskud fra salg (før skat) - EBIT	kr. 2.417.000	kr. 2.058.000	kr. 1.475.000
Rapporteret skatteomkostning	kr. 381.000	kr. 332.000	kr. 277.000
Skattefordel på finansielle omkostninger	kr. 41.000	kr. -77.750	kr. -1.000
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -	kr. -	kr. -
Skatteeffekt i alt	kr. 422.000	kr. 254.250	kr. 276.000
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	kr. 1.995.000	kr. 1.803.750	kr. 1.199.000
Andet driftsoverskud (før-skat-poster)			
Andre driftsindtægter	kr. -		
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -	kr. -	kr. -
	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud i alt	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)			
Opskrivninger	kr. -	kr. -	kr. -
Nedskrivninger af langsigtede aktiver	kr. -	kr. -	kr. -
Resultat af kapitalandele	kr. -	kr. -	kr. -
Valutakursreguleringer	kr. -	kr. -	kr. -
Gevinst/tab på Sikringsinstrumenter	kr. -	kr. -	kr. -
Skat af egenkapitalbevægelser	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)	kr. -	kr. -	kr. -
Driftsoverskud (efter skat)	kr. 1.995.000	kr. 1.803.750	kr. 1.199.000
Netto finansielle omkostninger (NFO)			
Finansielle omkostninger	kr. 218.000	kr. 331.000	kr. 128.000
Finansielle indtægter	kr. 54.000	kr. 642.000	kr. 132.000
Netto finansielle omkostninger (NFO)	kr. 164.000	kr. -311.000	kr. -4.000
Skatteeffekt	kr. 41.000	kr. -77.750	kr. -1.000
Netto finansielle omkostninger efter skat	kr. 123.000	kr. -233.250	kr. -3.000
Totalindkomsten for koncernen	kr. 1.872.000	kr. 2.037.000	kr. 1.202.000
Minoritetsinteressers andel af resultatet	kr. 25.000	kr. -	kr. -
Totalindkomst	kr. 1.847.000	kr. 2.037.000	kr. 1.202.000

Bilag 7

Reformulering af balance - LVMH			
i tusind. kr.	2010	2011	2012
Kernedriftsaktiver:			
Goodwill	7.806	6.959	5.027
Leje- og varemærkerettigheder	11.510	11.482	9.104
Færdiggjorte udviklingsprojekter			
Grunde og bygninger	8.769	8.017	6.733
Deposita			
Skat	201	121	96
non current available for sale			
other npn current assets	524	478	319
Varebeholdninger	8.080	7.510	5.991
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	1.985	1.878	1.565
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	163	170	223
Andre tilgodehavender	1.811	1.455	1.255
Periodeafgrænsningsposter			
Driftslikviditet*	141	118	102
Kernedriftsaktiver i alt:	40.990	38.188	30.415
Driftsforpligtelser(DF)			
Udskudt skat	4.402	4.368	3.800
Provision	1.865	1.749	1.506
Andre hensatte forpligtelser	5.456	4.506	3.947
Leverandørgæld	3.134	2.952	2.298
Gæld til tilknyttede virksomheder			
Anden gæld	2.595	2.716	2.143
Driftsforpligtelser i alt:	17.452	16.291	13.694
Kerne Netto Driftsaktiver(Kerne NDA)	23.538	21.897	16.721
Ikke-kerne Driftsaktiver(IKDA)			
Andre Finansielle aktiver	-	-	-
Anlægsaktiver bestemt for salg	6.004	5.982	3.891
Ikke-kerne Driftsaktiver(IKDA)	6.004	5.982	3.891
Netto driftsaktiver(NDA)	29.542	27.879	20.612
Netto finansielle forpligtelser(NFF)			
Likvide beholdninger	2.196	2.303	2.292
Realkredit langsigtet	3.836	4.132	3.432
Realkredit kortsigtet	2.976	3.134	1.834
Netto finansielle forpligtelser(NFF)	9.008	9.569	7.558
Koncernegenkapital	20.534	18.310	13.054
Minoritetsinteresser i alt	-	-	-
Egenkapital	20.534	18.310	13.054

Bilag 8

Reformuleret resultatopgørelse for LMVH			
T.kr.	2010	2011	2012
Nettoomsætning	kr. 28.103	kr. 23.659	kr. 20.320
Produktionsomkostninger	kr. 9.917	kr. 8.092	kr. 7.184
Bruttoresultat	kr. 18.186	kr. 15.567	kr. 13.136
Salgs- og distributionsomkostninger	kr. 10.101	kr. 8.360	kr. 7.098
Administrationsomkostninger	kr. 2.164	kr. 1.944	kr. 1.717
Andre driftsomkostninger	kr. -	kr. -	kr. -
	kr. -	kr. -	kr. -
Driftsoverskud fra salg (før skat) - EBIT	kr. 5.921	kr. 5.263	kr. 4.321
Rapporteret skatteomkostning	kr. 1.820	kr. 1.453	kr. 1.469
Skattefordel på finansielle omkostninger	kr. 4	kr. 61	kr. -153
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -46	kr. -27	kr. -38
Skatteeffekt i alt	kr. 1.778	kr. 1.486	kr. 1.278
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	kr. 4.143	kr. 3.777	kr. 3.043
Andet driftsoverskud (før-skat-poster)			
Andre driftsindtægter/driftsudgifter	kr. -182	kr. -109	kr. -152
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	kr. -46	kr. -27	kr. -38
Andet driftsoverskud i alt	kr. -228	kr. -136	kr. -190
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)			
Opskrivninger	kr. -	kr. -	kr. -
Nedskrivninger af langsigtede aktiver	kr. -	kr. -	kr. -
Resultat af kapitalandele	kr. 4	kr. 6	kr. 7
Valutakursreguleringer	kr. -	kr. -	kr. -
Gevinst/tab på Sikringsinstrumenter	kr. -	kr. -	kr. -
Skat af egenkapitalbevægelser	kr. -	kr. -	kr. -
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)	kr. 4	kr. 6	kr. 7
Driftsoverskud (efter skat)	kr. 3.920	kr. 3.647	kr. 2.860
Netto finansielle omkostninger (NFO)			
Finansielle omkostninger	kr. 140	kr. 151	kr. 151
Finansielle indtægter	kr. 126	kr. -91	kr. 763
Netto finansielle omkostninger (NFO)	kr. 14	kr. 242	kr. -612
Skatteeffekt	kr. 4	kr. 61	kr. -153
Netto finansielle omkostninger efter skat	kr. 11	kr. 182	kr. -459
Totalindkomsten for koncernen	kr. 3.909	kr. 3.465	kr. 3.319
Minoritetsinteressers andel af resultatet	kr. 485	kr. 400	kr. 287
Totalindkomst	kr. 3.424	kr. 3.065	kr. 3.032

Bilag 9

Trendanalyse - GJ

Resultatopgørelse:	<i>Basisår</i>		
<i>i procentpoint</i>	2010	2011	2012
Nettoomsætning	100	108	116
Produktionsomkostninger	100	106	114
Bruttoresultat	100	109	118
Salgs- og administrationsomkostninger	100	115	128
Driftsoverskud fra salg (før skat) - EBIT	100	51	14
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	100	81	-9
Samlet driftsoverskud	100	81	-9
Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	3.000	200	-557

Balance:	<i>Basisår</i>		
<i>i procentpoint</i>	2010	2011	2012
Goodwill	100	93	87
Immaterielle aktiver (masterrettigheder)	100	44	39
Grunde og bygninger	100	117	131
Varebeholdninger	100	97	96
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	100	129	138
Leverandørgæld	100	101	96
Driftsforpligtelser (total)	100	106	79
Netto driftsaktiver - NDA	100	109	127
Netto finansielle forpligtelser - NFF	100	144	45
Koncern egenkapital	100	91	171
Moderselskabets andel af egenkapitalen	100	91	171

Bilag 10

Trendanalyse - LVMH

Resultatopgørelse:	<i>Basisår</i>		
<i>i procentpoint</i>	2011	2012	2013
Nettoomsætning	100	84	72
Produktionsomkostninger	100	82	72
Bruttoresultat	100	86	72
Salgs- og administrationsomkostninger	100	83	70
Driftsoverskud fra salg (før skat) - EBIT	100	89	73
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	100	91	73
Samlet driftsoverskud	100	93	73
Totalindkomst til moderselskabets aktionæ	100	90	89

Balance:	<i>Basisår</i>		
<i>i procentpoint</i>	2011	2012	2013
Goodwill	100	89	64
Immaterielle aktiver (masterrettigheder)	100	100	79
Grunde og bygninger	100	91	77
Varebeholdninger	100	93	74
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	100	95	79
Leverandørgæld	100	94	73
Driftsforpligtelser (total)	100	93	78
Netto driftsaktiver	100	94	70
Netto finansielle forpligtelser	100	106	84
Koncern egenkapital	100	89	64
Moderselskabets andel af egenkapitalen	100	89	64

Bilag 11

Trendanalyse - Pandora

Resultatopgørelse:	<i>Basisår</i>		
<i>i procentpoint</i>	2010	2011	2012
Nettoomsætning	100	99,9	99,8
Produktionsomkostninger	100	93	115
Bruttoresultat	100	103	94
Salgs- og administrationsomkostninger	100	118	120
Driftsoverskud fra salg (før skat)	100	85	61
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	100	90	60
Samlet driftsoverskud	100	90	60
Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	100	110	65

Balance:	<i>Basisår</i>		
<i>i procentpoint</i>	2010	2011	2012
Goodwill	100	101	101
Immaterielle aktiver (masterrettigheder)	100	100	100
Varebeholdninger	100	126	104
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	100	108	113
Leverandørgæld	100	118	89
Driftsforpligtelser (total)	100	97	96
Netto driftsaktiver	100	104	108
Netto finansielle forpligtelser	100	16	14
Koncern egenkapital	100	268	284

Bilag 12 – Best case scenario valuation

Nutidsværdier beregnet med udgangspunkt i indirekte værdiansættelsesmodel baseret på pengestrømme									
Periode	2014		2015		2016		2017		2018
FCFF i budgetperiode	kr.	1.490	kr.	10.371	kr.	23.743	kr.	37.692	kr. 52.378
Diskonteringsfaktor		1,1115		1,1115		1,1115		1,1115	
FCFF Terminalår 2019:			kr.	67.214					kr. 670.917
WACC:				0,1115					
Gordons growth rate:				5,25%					
Kilde: Side 61 i Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang.									
Værdiansættelse af virksomheden baseret på FCFF - Worst case estimat									
Nutidsværdi af budgetperiode									82.582 i.tusind.kr
Nutidsværdi af terminalperiode									670.917 i.tusind.kr
Virksomhedsværdi									753.500 i.tusind.kr
Markedsværdi af gæld									55.400 i.tusind.kr
Aktionærværdi									698.100 i.tusind.kr
Udestående aktier									2.500 i.tusind.stk
Værdi pr. aktie									279 kr. pr. stk.
Kilde: Side 61 i Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - en praktisk tilgang.									

Bilag 13 – Worst case scenario valuation

Nutidsværdier beregnet med udgangspunkt i indirekte værdiansættelsesmodel baseret på pengestrømme							
Periode	2014	2015	2016	2017	2018		
FCFF i budgetperiode	kr. 1.490	kr. 10.371	kr. 23.743	kr. 37.692	kr. 52.378	kr. 82.582	PV af FCFF
Diskonteringsfaktor	1,1115	1,1115	1,1115	1,1115	1,1115		
FCFF Terminalår 2019:		kr. 67.214				kr. 361.617	PV af terminalværdi
WACC:		0,1115					
Gordons growth rate:		0,2%					
Kilde: Side 61 i Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang.							
Værdiansættelse af virksomheden baseret på FCFF - Worst case estimat							
Nutidsværdi af budgetperiode					82.582	i.tusind.kr	
Nutidsværdi af terminalperiode					361.617	i.tusind.kr	
Virksomhedsværdi					444.199	i.tusind.kr	
Markedsværdi af gæld					55.400	i.tusind.kr	
Aktionærværdi					388.799	i.tusind.kr	
Udestående aktier					2.500	i.tusind.stk	
Værdi pr. aktie					156	kr. pr. stk.	
Kilde: Side 61 i Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang.							

Bilag 14 – Introduktion af Georg Jensen A/S

Introduktion

Georg Jensen har tidligere været ejet af kapitalfonden Axcels, men blev i år 2012 opkøbt af arabiske Investcorp⁸⁶. De arabiske ejere har planer om store udvidelser i Kina og endda også en potentiel børsnotering i Hong Kong. Virksomheden har i dag salgsaktiviteter worldwide lige fra Danmark til Australien. Virksomheden har opnået den største anerkendelse i Danmark, men visionen er, at man vil betragtes som en af de største internationale luksusproducenter i verden.

David Chu er i dag CEO for Georg Jensen. Han er en specialist indenfor modebranchen og er tidligere grundlægger af modebrandet Nautica, som han frasolgte i 2003 med en fortjente i omegnen af en halv milliard danske kroner. Han afløser Ulrik Garde Jensen, som trak sig tilbage i forbindelse med salget til Investcorp⁸⁷.

Historisk perspektivering af Georg Jensen

Georg Jensen A/S blev etableret i år 1904 af den danske guldsmed ved navn Georg Jensen. Hans vision var at skabe produkter, som var præget af at have et demokratisk design med både funktionalitet og skønhed.⁸⁸ Denne vision og et stærkt iværksættergen udgjorde opskriften for en stærk designervirksomhed, som viste sig at blive en stor succes. Georg Jensen var dog ikke helt ny i faget, da hans far var pandesmed og sliber på knivfabrikken. Så han havde allerede i en ung alder erfaring og talentet til at blive en dygtig smed. Han kom i lære hos guldsmed A. Andersen i Skt. Pedersstræde i indre København og fik sit endelige svendebrev i år 1884. Det skulle så vise at blive starten på et stort dansk eventyr. Efter lidt freelanceopgaver som billedhugger og kunster etablerede han sin egen sølvsmedje i det centrale København. Hans smykker fik stor anerkendelse og salget gik godt. På dette tidspunkt solgte han ikke bare godt i Danmark, men også i udlandet. Især i Tyskland⁸⁹. Den støt stigende efterspørgsel efter hans produkter gjorde, at han ikke længere på egen hånd kunne finansiere en udvidelse af produktionsfaciliteterne. Dette fører til, at han i år 1916 omdanner sin sølvsmedje til et aktieselskab⁹⁰. I år 1935 afdør Georg Jensen ved døden, men efterlader en virksomhed med stor international succes. Virksomheden har siden grundlæggerens død, været ledet af mange dygtige direktører og designere, som i høj grad har videreført den stolte danske arv.



⁸⁶ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/244961/georg_jensen_solgt_til_bahrain.html

⁸⁷ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/253546/naestformand_rykker_ind_som_topchef_i_georg_jensen.html

⁸⁸ <http://www.georgjensen.com/dk/om-os>

⁸⁹ http://www.denstoredanske.dk/Dansk_Biografisk_Leksikon/Kunst_og_kultur/Billedkunst/Billedhugger/Georg_Jensen

⁹⁰ http://www.denstoredanske.dk/Dansk_Biografisk_Leksikon/Kunst_og_kultur/Billedkunst/Billedhugger/Georg_Jensen

Bilag 15 - Landefakta Kina - Indenrigspolitisk situation

Kina har i de sidste årtier gradvist udviklet sig fra en totalitær kommunistisk stat med et centralstyret økonomisk system i retning af en mere liberal markedsøkonomi med en væsentligt øget økonomisk, men også tiltagende social frihed for den enkelte borger. Politisk er det kinesiske kommunistparti (KKP) magtmonopol opretholdt, og egentlig opposition accepteres ikke.

Kina har netop gennemgået en lederskabstransition med den 12. Nationale Folkekongres i marts 2013 og den 18. Partikongres i november 2012, hvor såvel regeringens top som kommunistpartiets ledelse blev udskiftet. I perioden 8.-14. november 2012 blev den 18. partikongres gennemført, hvor syv personer trådte ud af den absolutte magttop, Politbureauets Stående Komité, som følge af alder. To blev (Xi Jinping og Li Keqiang), mens fem nye kom ind. Den Stående Komité blev således reduceret fra ni til syv medlemmer.

Den nuværende sammensætning af den Stående Komité gør, at man i 2017 igen vil se en stor lederudskiftning, mens Xi Jinping og Li Keqiang vil blive. Den 18. partikongres så også en betydelig udskiftning i den resterende del af Politbureauet. Det nye Politbureau, officielt den 18. Centralkomité's Politbureau, består af i alt 25 medlemmer, inkl. dets Stående Komité med dets syv medlemmer.

Lederskiftet i Kina blev endeligt fuldendt i forbindelse med den 12. Nationale Folkekongres i marts 2013, hvor Xi Jinping officielt overtog embedet som Kinas præsident efter Hu Jintao, mens Li Yuanchao blev udpeget som vicepræsident. Li Keqiang blev den 15. marts 2013 udnævnt som ny premier efter Wen Jiabao. Li Keqiang kommer dermed til at stå i spidsen for Statsrådet, Kinas regering.

Kinas 12. femårsplan gældende for 2011-2015 blev vedtaget i forbindelse med Kinas Nationale Folkekongres i marts 2011. Planen har stor strategisk betydning, idet den tackler nogle fundamentale og strukturelle problemer i den kinesiske økonomi. Fokus i planen er bl.a. på styrkelse af indenlandsk forbrug, modernisering af landbrugssektoren, balanceret regional udvikling, forbedring af befolkningens levestandard og styrkelse af den industrielle sektor i Kina samt udviklingen af nye strategiske industrier.

I takt med den hastige økonomiske udvikling og stigende ulighed er korruption blevet et stort og stigende problem, hvis bekæmpelse den kinesiske ledelse har gjort til en politisk prioritet. Enkeltpersoner straffes i stigende grad for deres medvirken til korruption.

Udviklingen på retsområdet. I 2007 genoptog den kinesiske højesteret sin hidtidige praksis med at gennemgå alle idømmelser af dødsstraf, hvilket ifølge iagttagere har haft en konkret betydning i kraft af færre sager, der medfører dødsstraf. Ytrings- og pressefriheden er fortsat begrænset og censur udbredt. Med i dag mere end 513 millioner internetbrugere er internettet en meget brugbar platform for et stadigt mere vibrerende, aktivt og udviklende civilsamfund. Der føres dog streng kontrol med internettet og sanktioner pålægges personer, der anvender det til politisk opposition. EU fører en løbende menneskerettighedsdialog med Kina og fra dansk side ydes konkret støtte til projekter vedrørende retsreformer, migrantarbejderes rettigheder, miljørettigheder og undersøgende journalistik.

Danmark indgik i oktober 2008 et strategisk partnerskab med Kina. Politisk dialog, forskning, innovation og uddannelsessamarbejde samt samarbejde indenfor klima, energi og miljø er blandt hovedprioriteterne i dette samarbejde.

I maj 2012 lancerede den danske regering sin vækstmarkedsstrategi med et styrket fokus på Kina. Strategien prioriterer handelsområder, hvor Danmark har specielle kompetencer eller en konkurrencemæssig fordel såsom: urbanisering, vand- og miljøløsninger, energi og klima, landbrug og fødevarer, lægemidler, sundhed- og velfærdsteknologi, uddannelse og shipping.

Økonomisk situation

Kina har gennemført betydelige økonomiske reformer siden 1978, og Kinas optagelse i handelsorganisationen (WTO) i 2001 har øget presset for gennemførelse af en række fundamentale økonomiske reformer. Det private initiativ har fået en stadig større rolle og økonomisk vægt i det

kinesiske samfund. I erkendelse heraf har private forretningsfolk siden 2002 fået mulighed for medlemskab af KKP og en længe ventet lov om privat ejendomsret blev vedtaget i 2007.

Kina har i de seneste tre årtier gennemgået en hastig økonomisk udvikling med gennemsnitlige årlige vækstrater på ca. 10 %, og i dag er Kina verdens næststørste økonomi. Investeringer i infrastruktur, produktionsapparat og byggesektor samt integration i verdensøkonomien i form af stærkt stigende udenrigshandel og udenlandske direkte investeringer har spillet en afgørende rolle i udviklingen af Kinas økonomi. Store dele af Kinas befolkning har fået forbedrede levevilkår som følge af den økonomiske udvikling, der imidlertid også har bevirket en stigende økonomisk ulighed. Dette har medført, at den kinesiske ledelse har gjort en mere socialt afbalanceret økonomisk udvikling til en af sine vigtigste målsætninger.

Styrken af den kinesiske økonomi blev testet under den globale økonomiske krise. Da væksten på et tidspunkt så ud til at falde til under 8 % lancerede den kinesiske regering hurtigt en stor stimuluspakke og fulgte en meget lempelig pengepolitik. Resultatet blev en imponerende vækstrate på 9,1 % i krisetåret 2009, hvilket medførte, at Kina kom relativt uskadt igennem den økonomiske krise. Den ekspansive finans- og pengepolitik betød samtidigt, at overskuddet på betalingsbalancen blev mindsket som følge af øget import.

Kina har de senere år oplevet støt faldende vækst fra 9.7 pct. i Q1 2011, 8.1 pct. i Q1 2012 til 7.7 pct. i Q1 2013. Der er bred enighed om, at det lavere vækstleje må forventes at fortsætte, og at to cifrede vækstrater ikke igen bliver normen på det korte sigt. Den lavere vækst skyldes dels et fald i eksporten som følge af den globale finanskrisen, dels en politisk omlægning af den kinesiske økonomi, hvor investeringernes bidrag til økonomien bliver gradvist mindre relativt til det indenlandske forbrug. Investeringernes andel af BNP i Kina er dog fortsat historisk høj (ca. 45 pct.), men der ses positive tegn på en rebalancering af væksten, idet forbrugets andel af væksten nu overstiger investeringernes ditto, og denne udvikling forventes at fortsætte de kommende år.

Kina står dog overfor væsentlige strukturelle vækstudfordringer. Disse tegner sig primært på det mellemlange sigt, hvor det er nødvendigt at skabe betingelserne for bedre udnyttelse af både naturressourcer og humanressourcer, håndtering af den fortsat kraftige urbanisering og demografiske forandringer. Som det generelt påpeges af økonomer, er et mere effektivt finansielt system og en bedre udnyttelse af investeringerne i kapitalapparatet en forudsætning for, at en del af borgeres store opsparingsandel kan kanaliseres bort fra ejendomsmarkedet over til andre finansielle opsparingsformer. Boligpriserne er særligt i byerne stigende, og det frygtes, at en bristende boligbølge vil kunne destabilisere Kinas finansielle system.

Den kinesiske regering foretager løbende reguleringer af markedet, og på trods af boligmarkedets usunde tendenser vurderes der på det korte sigt ikke at være udsigt til et kollaps. Realrenteniveauerne opfattes bredt som en nøgleårsag til en vis misallokation af kapitalen, og renteliberalisering, bankreformer samt større diversitet blandt de finansielle institutioner vurderes at være afgørende elementer i en modernisering af den finansielle sektor. Der er i den seneste tid blevet foretaget en række vigtige initiativer og udmeldinger, der har sigte på at skabe et mere åbent og markedsbaseret, finansielt marked. Den voksende indkomstulighed er på sigt en udfordring for udviklingen mod en mere forbrugsdrevet økonomisk model, og den kinesiske regering har for nyligt lanceret en reform, der blandt andet skal øge under- og middelklassens realindkomster samt forbedre det sociale sikkerhedssystem. Der synes i Kinas topledelse at være en generel bevidsthed om udfordringernes omfang og karakter, og det er meget sandsynligt, at Kinas økonomiske udvikling vil kunne stimuleres tilstrækkeligt af markedsreformer i forhold til kapitalbevægelserne, renteniveauerne og valutaen samt af en øget gennemsnitlig realindkomst og et udvidet, socialt sikkerhedsnet. Der kan dog sættes alvorlige spørgsmålstegn ved den politiske evne og vilje til at gennemføre de nødvendige reformer pga. stærke særinteresser i det kinesiske system, herunder magtfulde men ineffektive statsejede selskaber, der nyder godt af den nuværende økonomiske politik.

Udenrigspolitisk situation

Kina giver internationalt og regionalt samarbejde øget prioritet og udfylder stadig mere selvikkert rollen som økonomisk og politisk stormagt på regionalt og globalt plan. Kina søger aktivt at fremme en multilateral verdensorden og styrke sine strategiske relationer til andre aktører. Kinas deltagelse i fredsbevarende operationer i Asien, Afrika og Caribien, landets nøglerolle i de nu

nedlagte sekspartsforhandlinger om Nordkoreas atomvåbenprogram og dets økonomiske og humanitære bistand til en række udviklingslande, herunder særligt i Afrika, vidner om en aktiv udenrigspolitik.

De politiske relationer mellem EU og Kina er de seneste ti år blevet stadig tættere med årlige topmøder. Arbejdet med udviklingen af et Strategisk Partnerskab mellem Kina og EU, hvor konkrete forhandlinger er blevet indledt i 2007, vidner om parternes ønske om at styrke forholdet yderligere, hvilket også blev understreget i forbindelse med seneste EU-Kina topmøde februar 2012. EU er i dag Kinas største samhandelspartner, og Kina EU's næststørste samhandelspartner. Kinas forbindelser til USA bliver også stadigt tættere omend præget af spændinger, som bl.a. er afledt af mistillid på det militære område samt et stort kinesisk handelsoverskud over for USA. USA ønsker en opskrivning af den kinesiske valuta, der dog på det seneste er apprcieret ift. dollaren, mens man fra kinesisk side er mere indstillet på at udbedre handelsbalancen ved hjælp af langsigtede indgreb, blandt andet i form af tilskyndelse til et større indenrigsforbrug.

Kinas forhold til Taiwan har i en årrække været anspændt, især under Taiwans forrige præsident Chen Shui-biens ledelse. Til gengæld gav valget af Kuomintang-partiets Ma Ying-jeou til Taiwans præsident i 2008 anledning til fornyede tilnærmelser mellem Kina og Taiwan især på det økonomiske område, der blev yderligere styrket efter genvalget af Ma i januar 2012. Der er blandt andet etableret direkte fly- og postforbindelser mellem Kina og Taiwan. I august 2010 indgik Kina og Taiwan en omfattende økonomisk samarbejdsaftale (ECFA). Danmark anerkender - sammen med det øvrige EU - princippet om ét Kina og opfordrer begge parter til øget dialog samt til at undgå unilaterale skridt, der kan forværre forholdet.

Udviklingssamarbejde med Danmark

Danmarks bilaterale samarbejde med Kina omfatter projekter, der gennemføres af danske og kinesiske organisationer inden for områderne energi, miljø, menneskerettigheder og uddannelse. Danmark har siden 2005 iværksat tre miljørelaterede programmer i Kina. Det først etablerede er et klimaprogram, der dels støtter opbygningen af lokal kapacitet til udvikling af projekter under CDM (Clean Development Mechanism, en mekanisme under Kyoto Protokollen), dels identificerer CDM projekter, fra hvilke den danske stat kan indkøbe CO₂-kreditter. Det er indtil videre blevet til 11 CDM-projekter i Kina. I 2008 etableredes et B2B-program omkring miljø og energi. Samtidig indledtes implementeringen af Danish-Chinese Wind Energy Development Programme, som med 45 mio. DKK støtter forbedret integration af vindenergi i det kinesiske energiforsyningssystem. Programmet blev afsluttet i 2010. I 2009 blev der indledt et femårigt program for fremme af vedvarende energi med en samlet ramme på 100 mio. DKK. Programmet støtter etablering af et nationalt center for vedvarende energi (CNREC), udarbejdelse af strategier for anvendelse af vindenergi, biomasse og solenergi samt etablering af et nationalt informationscenter for vedvarende energi. CNREC åbnede i begyndelsen af 2012, og er en art tænketank, der formulerer strategier, handlingsplaner og lovgivning til fremme af vedvarende energi på vegne af den kinesiske regering. Centerets funktion og kerneopgaver er inspireret af danske erfaringer med udviklingen af energisektoren, og CNREC har allerede fra starten indledt et tæt samarbejde med en række danske institutioner, herunder Klima- og Energiministeriet, Energistyrelsen, Københavns Universitet, Energinet.dk samt Risø.

På vandområdet har miljøministeriet indgået en samarbejdsaftale med både det kinesiske miljøministerium og det kinesiske vandressourceministerium. Samarbejdet foregår dels kommercielt med fokus på grundvandet i Shandong provinsen, hvor grundvandsressourcen, vandforbruget, lovgivningen og beslutningstagerne kortlægges og analyseres, hvorefter Danmark (myndigheder, ambassaden og relevante virksomheder) kommer med anbefalinger bl.a. baseret på danske erfaringer og løsningsforslag.

Bilag 16 - Ordoptælling



The screenshot shows a Windows-style dialog box titled 'Ordoptælling'. It has a standard title bar with a question mark icon and a close button (X). The main content area is divided into two sections. The top section, labeled 'Statistik:', contains a table with two columns: a label and a numerical value. The bottom section contains a single checkbox labeled 'Medtag tekstfelter, fodnoter og slutnoter', which is currently checked. A 'Luk' (Close) button is located at the bottom right of the dialog box.

Statistik:	
Sider	97
Ord	24.759
Tegn (uden mellemrum)	136.080
Tegn (med mellemrum)	160.609
Afsnit	756
Linjer	3.119

☒ Medtag tekstfelter, fodnoter og slutnoter

Luk