

KANDIDATAFHANDLING PÅ CAND.MERC.AUD.-STUDIET

**Strategisk analyse og værdiansættelse af Bang & Olufsen
pr 21. oktober 2008**

VEJLEDER: JENS O. ELLING
STUDERENDE: HELLE HEE RAUN
COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL 2008

Indholdsfortegnelse

EXECUTIVE SUMMARY	4
INDLEDNING	5
PROBLEMFORMULERING	5
METODE OG DEFINITIONER	6
AFGRÆNSNING.....	8
KILDEKRITIK	9
PRÆSENTATION AF BANG OG OLUFSEN	10
EVENT ANALYSE.....	13
STRATEGISK ANALYSE.....	15
OMVERDENSANALYSE	15
ØKONOMISKE FORHOLD.....	15
TEKNOLOGISKE FORHOLD.....	19
SOCIALE FORHOLD	20
BRANCHEANALYSE – PORTERS FIVE FORCES	21
ADGANGSBARRIERER.....	21
KUNDERNES STYRKEPOSITION.....	21
LEVERANDØRERNES STYRKEPOSITION	21
SUBSTITUERENDE PRODUKTER	21
KONKURRENTANALYSE – KONKURRENCEINTENSITET.....	22
ANALYSE AF DE INTERNE RESSOURCER I B&O - PRODUKTUDVIKLING I B&O.....	24
SWOT ANALYSE.....	26
REGNSKABSANALYSE	28
VURDERING AF VALIDITET	28
REVISORS VÆSENTLIGHEDSNIVEAU.....	28
REGNSKABSMÆSSIGE SKØN	29
VURDERING AF SAMMENLIGNELIGHED	31
SALG AF AKTIER I BANG OG OLUFSEN MEDICOM A/S	33
REGULERING FOR USÆDVANLIGE POSTER	34
REFORMULERING	36
REKLASSIFICERING AF FINANSIELLE POSTER	36
REGULERING AF EGENKAPITALEN.....	36
BEHANDLING AF EJERANDELE I ASSOCIEREDE VIRKSOMHEDER OG MINORITETSINTERESSER	37
REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE	39
REFORMULERET BALANCE	40
NØGLETALSANALYSE AF B&Os REFORMULEREDE RESULTATOPGØRELSE OG BALANCE.....	41
OMSÆTNING	42
PRODUKTIONSOMKOSTNINGER	42
UDVIKLINGSOMKOSTNINGER	43
DISTRIBUTIONSOMKOSTNINGER	44
ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER	45
SKAT	45
ANALYSE AF DEN REFORMULEREDE BALANCE	46
NETTO FINANSIELLE AKTIVER.....	46

REFORMULERET PENGESTRØMSOPGØRELSE.....	48
BUDGETTERING	50
BUDGETTERING AF OMSÆTNING.....	50
BUDGETTERING AF OMKOSTNINGER.....	54
BUDGETTERING AF NETTODRIFTSAKTIVER.....	57
VÆRDIANSÆTTELSE.....	60
ITERATIV VÆRDIANSÆTTELSE	60
WACC	61
VÆKST I TERMINALPERIODEN.....	63
ÆNDRING I BUDGETTERING	63
VÆRDIANSÆTTELSE EFTER REALISATIONSPRINCIP.....	65
REALISATIONSVÆRDI AF AKTIVER	65
REALISATIONSOPGØRELSE AF GÆLD OG FORPLIGTELSE.....	67
REALISATIONSOPGØRELSE AF B&O.....	70
KONKLUSION.....	72
LITTERATURLISTE OG KILDEFORTEGNELSE.....	74
OVERSIGT OVER TABELLER OG FIGURER	76
OVERSIGT OVER TABELLER OG FIGURER	76
BILAG 1: OMSÆTNINGSBUDGETTERING 2008/09 TIL 2017/18 BASE CASE.....	78
BILAG 2: BUDGETTERET RESULTATOPGØRELSE 2008/09 TIL 2017/18 BASE CASE.....	79
BILAG 3: BUDGETTERET BALANCE 2008/09 TIL 2017/18 BASE CASE	80
BILAG 4: BUDGETTERET CASHFLOW 2008/09 TIL 2017/18 BASE CASE.....	81
BILAG 5: BUDGETTERET OMSÆTNING 2008/09 TIL 2017/18 ITERATIV CASE	82
BILAG 6: BUDGETTERET RESULTATOPGØRELSE 2008/09 TIL 2017/18 ITERATIV CASE	83
BILAG 7: BUDGETTERET BALANCE 2008/09 TIL 2017/18 ITERATIV CASE	84
BILAG 8: BUDGETTERET CASH FLOW 2008/09 TIL 2017/18 ITERATIV CASE	85

Executive summary

Ongoing discussions in the medias regarding the future of Bang & Olufsen (B&O) make it interesting to do an analysis of the company to assess the current value of the shares.

Whereas B&O is a niche player in the exclusive market segment and is characterised by a very strong brand and broad geographical presence strong indications exist of a weakening product development activity within the company. As a consequence of technological development, decreasing prices on electronic equipment in general and thus changing demand from consumers, B&O is heavily reliant on the product development activity of the company in order to differentiate from competitors. Another complicating factor to the business environment of B&O is the success of Loewe, the only direct competitor to B&O and a company which despite the crisis and decreasing prices in general has experienced and expect continued revenue and EBIT growth going forward. Although Loewe currently is mainly a national German player, the company plans to broaden their geographical presence and will thereby compete with B&O in a number of countries going forward.

Due to the combination of the above, a very weak product pipeline and the financial crisis, B&O revenues from branded business relating to sale of TV and audio equipment to consumers will be decreasing considerably until 2009/10. More promising futures are expected for the business activities "Automotive" and "Enterprise" focused on the car and hotel businesses respectively. Further it is expected that revenues from the IcePower technology will increase from 2009/10 as this is aligned with the demand from environmentally focused consumers. Long-term revenue development will depend on the product development of B&O. I expect decreasing revenues in the mature B&O markets, as the conversion into digital TV technology for the majority of the population in these markets will be over and B&O as part of the strategy will continue to focus on TV sales.

As a proportion of the production costs is fixed and as management will increase the development costs the cash flows B&O will be negative going forward given the above expected revenue development.

If the revenue assumptions change however, whereby B&O increase expected revenue growth per annum in the Middle East, Russia and Japan and obtain revenue growth in the current mature markets after the end of the financial crisis in 2009/10, future revenue will increase to the highest level ever for B&O in 2012/13. In order for the future cash flows to justify the current value of the share of 146,5 it is required that B&O also manages to maintain the gross margin at 45,8% as in the 2007/08.

A potential consequence of the expected negative cash flows from operations going forward is to stop and liquidate the business activity of B&O. The most significant asset in this valuation is the B&O brand. Royalty rate calculations for niche brands indicate that the value of the brand could be in the region of DKK 1 billion; if this is applied and all assets and liabilities are valued separately my calculations indicate a current value per share of 151,3. Over time operational losses and increased liabilities will however diminish the value of the share and therefore investors need to pay close attention to the development in the liabilities of B&O going forward.

Indledning

En række danske medier vurderer, at den danske elektronikkoncern Bang & Olufsen ("B&O") er i en alvorlig krise, som forventes at komme til at vare i flere år. Årsagerne til krisen menes blandt kritikerne at skyldes blandt andet manglende føling med forbrugernes behov og ønsker samt manglende analyse og forståelse af koncernens problemer. Kombinationen af dette og en forventning om at privatforbruget formentlig dykker kraftigt det kommende år, er nøgleargumenterne i udtalelserne om B&Os krise¹.

Aktieinvestor Thorleif Jackson sammen med fondsmægleren Steffen Rønn, har imidlertid en anden holdning. De vurderer i artiklen "Humlebien flyveklar igen"² på baggrund af den historiske aktiekursudvikling, at B&O har et attraktivt potentiale og derfor overvejer de at købe aktien nu, hvor kursen er lav.

Herudover har den nye administrerende direktør for B&O Karl Kristian Hvidt Nielsen i et interview udtrykt sine positive forventninger til B&Os brand i fremtiden³. Også Danske Equities er positive og anbefaler, at man køber aktien, med udtalelsen: "Vi ser B&O som en langsigtet turnaround-case og fastholder vores købsanbefaling, idet vi mener, at markedet har indregnet en for lang periode med et forværret makroøkonomisk scenario. Vi mener desuden, at det er for tidligt at afskrive værdien af B&O."⁴

De blandede signaler fra forskellige interessenter gør det interessant at foretage en værdiansættelse af B&Os aktie for at belyse de forskellige faktorer, som er afgørende for værdien af B&O aktien, således at interessenternes udtalelser om aktiens værdi kan sættes i perspektiv.

Problemformulering

Med udgangspunkt i indledningen opstilles følgende problemformulering for kandidatafhandlingen:

- Kan det anbefales investorer at købe B&O aktien på baggrund af data, der er tilgængelige til og med 21. oktober 2008?

Ovenstående hovedproblemstilling vil blive søgt besvaret ud fra følgende underspørgsmål:

1. Hvordan er B&O positioneret i branchen, og hvilke faktorer vil påvirke denne position i fremtiden?
2. Hvilke trends kan identificeres ud fra B&Os regnskab, og hvilke reguleringer vil den regnskabskyndige investor lave for at kunne foretage budgettering?
3. Hvad vil den fremtidige omsætning og frie cash flow blive i B&O?
4. Hvilken WACC vil investorer benytte ved værdiansættelse af B&O?

¹ RB Børsen, 15. august 2008, B&O i alvorlig krise - nyhedsbrev

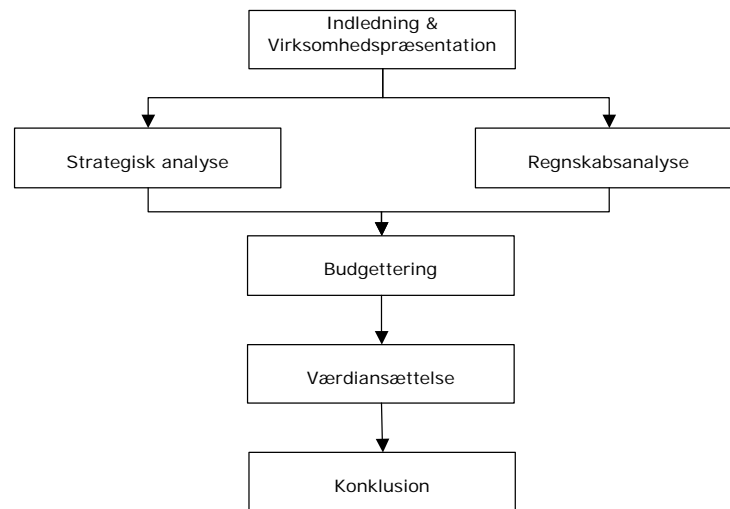
² Aktionæren, Juni 2008, side 12-13

³ Politiken, 25. august 2008, "Interview: B&O er altså ikke en elektronisk gadget-forretning"

⁴ RB Børsen, 14. august 2008, B&O/Danske: Kursen er faldet for meget - køb aktier

Metode og definitioner

Opgaven vil blive opbygget efter nedenstående struktur:



Figur 1 Opgavestruktur

Strategisk analyse

Som indledning til den strategiske analyse vil jeg foretage en event analyse af de historiske udsving i aktiekursen til identifikation af de forhold, der har haft betydning for udviklingen i aktiekursen, som skal indeholdes i den strategiske analyse.

Til brug for identifikation af B&Os position i branchen vil jeg først foretage undersøgelser med udgangspunkt i en PEST-analyse⁵, fordi den giver et indtryk af trends i forbrugernes valgkriterier og dermed de udviklingstendenser i omverdenen, der påvirker branchen, og som kan have betydning for B&Os indtjening i fremtiden.

Forholdene i branchen vil blive analyseret via Porters Five Forces. Denne model skaber rammerne for en analyse af indtrængningsbarriere, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke, substitution og intern rivalisering i branchen.

For kunne analysere B&Os muligheder for at sikre fremtidig indtjening, vil jeg udvide den strategiske analyse med analyse af B&Os produktudvikling, idet jeg vurderer, at dette er afgørende for selskabets evne til at sikre fremtidig indtjening og til at skabe konkurrencemæssige fordele.

Den strategiske analyse vil blive opsummeret i en SWOT analyse, som giver et overblik over B&Os stærke og svage sider, muligheder og trusler.

⁵ Contemporary Strategy Analysis, side 66

Regnskabsanalyse

Jeg vil foretage en regnskabs- og nøgletalsanalyse på baggrund af B&Os årsrapporter for at identificere de reguleringer, der eventuelt skal indarbejdes for at skabe et retvisende grundlag at foretage budgettering på . Regnskabsanalysen vil indeholde identifikation af engangsposter og behov for reformulering, og afsnittet vil blive konkluderet i en opstilling af de reformulerede resultatopgørelser, balancer og pengestrømsopgørelser. Analysen vil være baseret på B&Os årsrapporter for de seneste 5 år, da denne periode vurderes som værende tilstrækkelig for at kunne identificere en trend til brug for budgetteringen.

Budgettering

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil jeg budgettere omsætningen inden for hvert forretningsområde, herunder med opdeling på geografiske områder. Omkostningerne budgetteres samlet for hele B&O.

Ud fra den strukturerede budgettering vil B&Os proformaregnskaber inklusive fremtidige pengestrømme blive opstillet.

Værdiansættelse

Der findes forskellige modeller til at foretage værdiansættelse af en virksomhed. Jeg har valgt at benytte DCF-modellen, der er en kapitalværdibaseret model, som er baseret på fremtidige pengestrømme, som udgangspunkt for værdiansættelsen af aktien. Ved værdiansættelse af videnstunge virksomheder som B&O, er det min vurdering, at det er en fordel at benytte en model, der er baseret på pengestrømme, frem for regnskabsmæssige/dagsværditilnærmede værdier, som andre værdiansættelsesmodeller bruger. Dette skyldes, at værdien af de forskningsressourcer, som B&O har oparbejdet, maksimalt indregnes til en værdi svarende til de omkostninger, som er afholdt for at opnå den genererede viden/værdi, og dermed ikke med gældende regnskabspraksis er optaget i balancen til den tilbagediskonterede værdi af de fremtidige pengestrømme underforudsætning om going concern. Således afspejler egenkapitalen ikke værdien af B&O eller andre videnstunge virksomheder. DCF-modellen tager højde for mange faktorer, som jeg i opgaven får mulighed for at tage stilling til, herunder fremtidige kapitalomkostninger, risiko-præmie, kapitalstruktur, omkostningsstruktur og omsætningsvækst. Dermed fremkommer en værdiansættelse, der indeholder mine forventninger til B&Os fremtid.

Jeg vil foretage en følsomheds- og scenarieanalyse for kunne illustrere over for en potentiel investor, hvilken betydning udvalgte variable har for værdiansættelsen.

I forbindelse med budgetteringen viser det sig, at de fremtidige cash flows er negative, og dermed forsvinder forudsætningen om going concern. I dette tilfælde beregnes den estimerede realisationsværdi af B&O som udgangspunkt for værdiansættelse af aktierne. Denne fastsættes på baggrund af estimerede salgsværdier af enkeltaktiver i balancen per 31. august 2008, som er den senest offentliggjorte.

Afgrænsning

Jeg har valgt at begrænse informationsindsamling af artikler og anden information til 21. oktober 2008, datoen hvor B&O' offentliggjorde en ny strategiplan "Pole position 2008"⁶. Oplysninger, der bliver offentliggjort efter denne dato, vil således ikke være indeholdt i opgaven, selvom de kunne have en betydning for værdien af aktierne.

En PEST model indeholder som udgangspunkt analyse af politiske, økonomiske sociale og teknologiske faktorer. Omverdensanalysen til brug for denne værdiansættelse vil imidlertid udelukkende fokusere på de elementer, som vurderes at have relevans for værdiansættelsen, dvs. økonomiske, sociale og teknologiske forhold. Politiske forhold vurderes ikke at være særligt afgørende for værdien af B&O, derfor behandles dette område ikke i kandidatafhandlingen.

Som i medicinalvirksomheder foretages der væsentlige udviklingsarbejder i B&O. Den regnskabsmæssige regulering og de usikkerheder, der er forbundet med fastsættelse af værdien af udviklingsarbejde i årsrapporten, medfører, at der som udgangspunkt er væsentlig forskel på værdien af egenkapitalen og markedsværdien af B&O. Derfor er det min vurdering, at værdiansættelsesmodeller baseret på B&Os egenkapital vil være en ukorrekt metode at benytte, og disse vil følgelig ikke være en del af kandidatafhandlingen.

B&O har et aktiebaseret aflønningsprogram, der omfatter en række direktører i koncernen. Der er også etableret et medarbejderaktieprogram. Denne opgave indeholder ikke en særskilt analyse af behov for reformulering eller normalisering af aktiebaseret aflønning, idet opgørelse af omkostningerne i forbindelse med aktiebaseret aflønning er meget kompleks, og fordi omkostningernes størrelse i forhold til B&Os samlede lønomkostninger er minimal. Posten betragtes i stedet som en del af den samlede lønomkostning i B&O og fremskrives sammen med denne.

I forbindelse med budgetteringen foretages ikke særskilt stillingtagen til effekt af valutakursudviklinger, og disses eventuelle påvirkning af det frie cash flow i B&O i fremtiden.

Der findes en række mulige scenarier for at fastsætte realisationsværdien af B&O. I opgaven er der taget udgangspunkt i salg af enkelte aktiver som er opført i balancen. Dermed foretages der ikke scenarie beregninger af hvad realisationsværdien ville være for eksempel hvis en eventuel industriel investor valgte at købe hele eller større dele af B&O aktiviteten, idet værdiansættelse af dette kræver kendskab til de synergier der ville opstå ved en sådan transaktion.

⁶ www.bang-olufsen.com

Kildekritik

I omverdensanalysen er der i stort omfang taget udgangspunkt i historiske og forecast data fra Global Market Information Database. Det fremgår ikke af databasen, hvorvidt disse fremskrivninger tager højde for den nuværende finansielle krise, og derfor kan pålideligheden og rigtigheden af dem være usikre, og medføre fejlagtig fastsættelse af værdien af B&Os aktie.

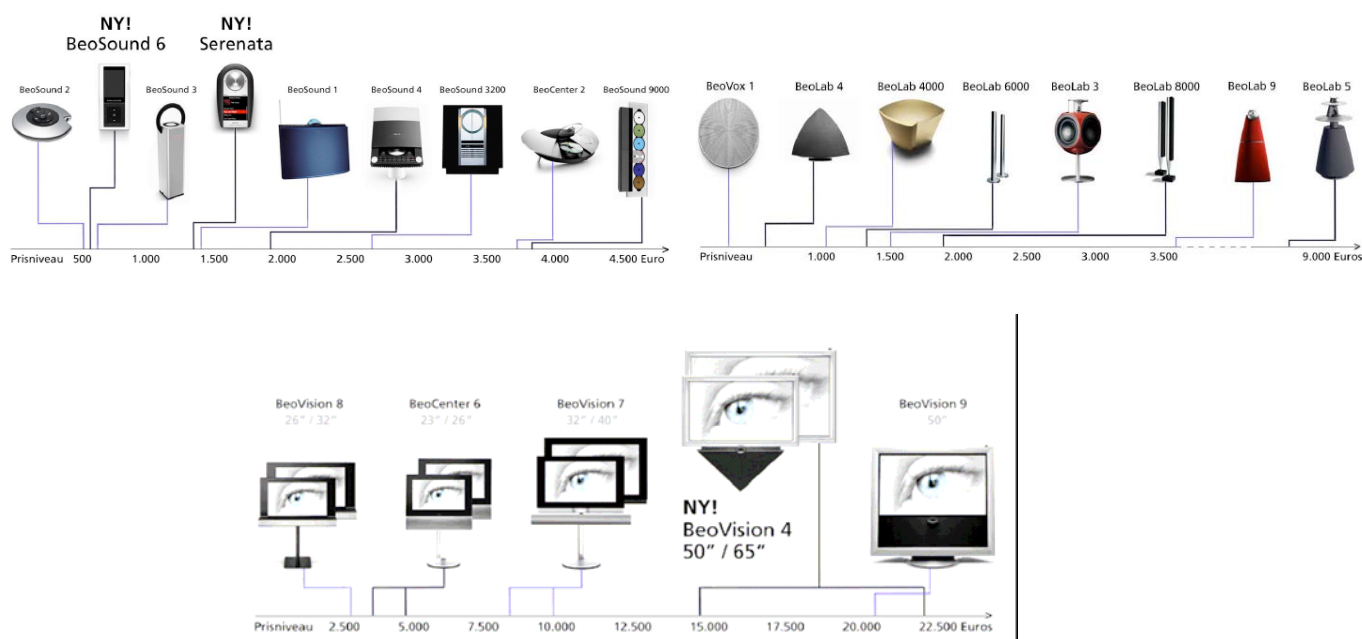
Den igangværende finanskriser medfører, at der er usikkerheder forbundet med fastsættelse af risiko og renteelementerne i WACC'en. Herudover er både omfanget og længden af krisen ikke mulig at forudsige, hvilket medfører, at der er væsentlige usikkerheder forbundet med at lave et 5-årigt budget og en værdiansættelse af en virksomhed.

Der findes ingen offentligt tilgængelig information om omsætning fordelt på enkelte typer af produkter inden for brandet forretningsområde i B&O, derfor kan det i forbindelse med analysen og budgetteringen ikke fastslås, hvor stor en del af B&Os eksisterende omsætning der genereres af produkter i slutningen af deres livscyklus. Det kan medføre unøjagtigheder i omsætningsbudgettet.

Præsentation af Bang og Olufsen

Bang og Olufsen er en dansk virksomhed, som producerer designer audio/video teknologi i form af tv, tv-udstyr, stereoanlæg, højttalere og telefoner. B&O blev grundlagt i 1925 af Peter Bang og Svend Olufsen. I 1960'erne kom asiatiske udbydere til Danmark, og konkurrencen blev intensiveret. Derfor valgte B&O, at differentiere sig ved at satse på idé, design og kvalitet, hvilket er afspejlet i B&Os vision, som er: "Mod til at overskride grænser for at skabe oplevelser, der overrasker og holder".

Nedenfor ses B&Os produkter med nye produktlanceringer inden for hver brandet produktgruppe fremhævet:



Figur 2 B&O Audio, video og højttaler produkter 2007/08⁷

Virksomheden har i alt ca. 2.500 medarbejdere, og produkterne sælges fra over 800 dedikerede udsalgssteder og mere end 400 shop-in-shops ("SIS") i over 100 lande verden over⁸. Størstedelen af produktudvikling, produktion og administration foregår i Struer, Danmark, der også danner ramme om virksomhedens hovedsæde. Salgs- og distributionsudvikling af visse oversøiske markeder sker via forretningspartnere i de respektive lande⁹. Siden Februar 2006 har B&O også haft produktion i Tjekkiet, en lokation, som også varetager reservedelsdistributionen. Desuden bliver mange delkomponenter produceret og leveret til B&O af underleverandører fra hele verden.

Ledelsen i B&O består af direktion og en bestyrelse med bestyrelsesformand Jørgen Worming¹⁰. Bestyrelsen består herudover af 8 medlemmer, hvoraf 3 er medarbejdervalgte. Rolf Eriksen CEO i H&M, som

⁷ B&O annual report presentation 2007/08 side 26

⁸ B&O Årsrapport 2007/08, side 5 & 8

⁹ B&O Årsrapport 2006/07, side 11

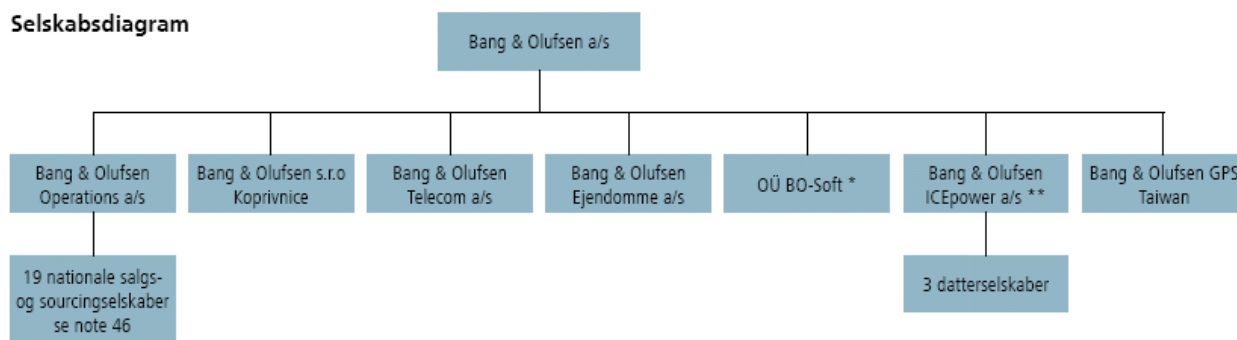
¹⁰ B&O Årsrapport 2007/08 side 20

trådte ind i B&Os bestyrelse i september 2008. Han er en person med stor viden om international distribution og detailhandel¹¹.

Kalle Hvidt Nielsen er ny administrerende direktør for B&O siden maj 2008. Han har gennemført et turnaround og dermed skabt markante forbedringer i de finansielle resultater i teknologivirksomheden Brüel & Kjær. Han har stort kendskab til IT- og teknologivirksomheder, men ingen erfaring med luksusvarer¹².

B&O koncernen er sammensat som følger¹³:

Selskabsdiagram



* 51 % ejet

** 90 % ejet - 100 % fra juli 2008

Figur 3 B&O selskabsstruktur per 31. maj 2008

Koncernen består af:

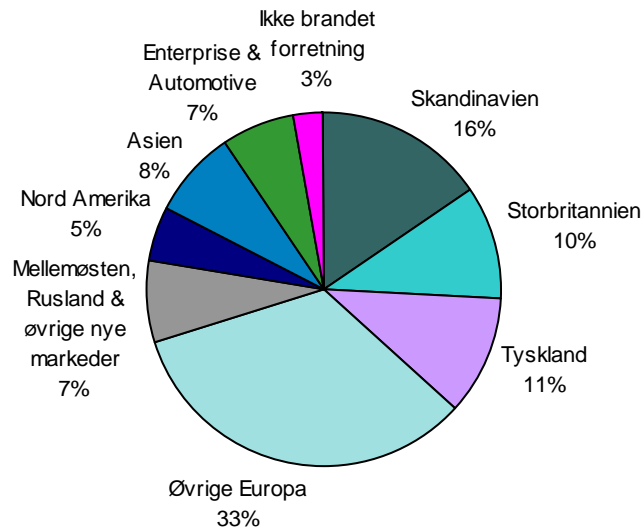
- Bang & Olufsen A/S – som varetager koncern stabsfunktioner, administration og vedligeholdelse af B&Os brand samt og udvikling af audio- og videoprodukter.
- Bang & Olufsen Operations A/S – som varetager indkøb, produktion og logistik for koncernen samt salg af audio-/video produkter.
- Bang & Olufsen s.r.o. Koprivnice– som varetager produktion af dele af koncernens audioprodukter i Tjekkiet, og som blev kørt ind i regnskabsåret 2006/07.
- Bang & Olufsen Telecom A/S – som udvikler og markedsfører nye telefonikoncepter
- Bang & Olufsen Ejendomme A/S – der ejer ejendomme og foretager administration, der relaterer sig til ejendomsdrift.
- OÜ BO-Soft Tallin – som foretager softwareudvikling
- Bang & Olufsen ICEpower A/S – som udvikler, producerer og markedsfører produkter baseret på højeffektive og strømbesparende forstærker teknologier. Blandt andet sælges standard forstærker moduler og skræddersyede løsninger til kvalitetsproducenter på det globale audiomarked samt teknologi og akustik løsninger til Samsung.

¹¹ Reuters - Nyheder på dansk, 3. September 2008 "Stærkt signal fra B&O at vælge Rolf Eriksen -Alm Brand"

¹² Erhvervsbladet 5. Maj 2008

¹³ B&O Årsrapport 2007/08, side 7

Forretningsaktiviteterne opdeles i brandunderstøttet og brand uafhængig forretning. Brandunderstøttet forretning er den største i B&O med cirka 4 milliarder i omsætning i 2007/08. Herudover findes brand-uafhængig forretning, der indeholder ICEpower aktiviteten, som udgør cirka 100 millioner af omsætningen i 2007/08 på omkring 4,1 milliarder. Herudover måler B&O deres aktiviteter i geografiske områder. Omsætningen fordeler sig således¹⁴:



Figur 4 Omsætningsfordeling B&O 2007/08

Brandunderstøttet forretning indeholder også Automotive og Enterprise aktiviteterne. Automotive er B&Os omsætning til bilindustrien. B&O leverer radioudstyr til firmaerne Audi, Aston Martin og Mercedes. Aktiviteten er relativt nystartet; B&O lavede deres første aftale med Audi i 2006 inden for dette segment. Herefter blev der lavet aftale med både Aston Martin og med Mercedes i 2007/08. Det er fortsat et udviklingsområde for B&O, og aktiviteten har hidtil været underskudsgivende.

Enterprise er salg af udstyr til hoteller og byggeprojekter primært i Mellemøsten og Asien.

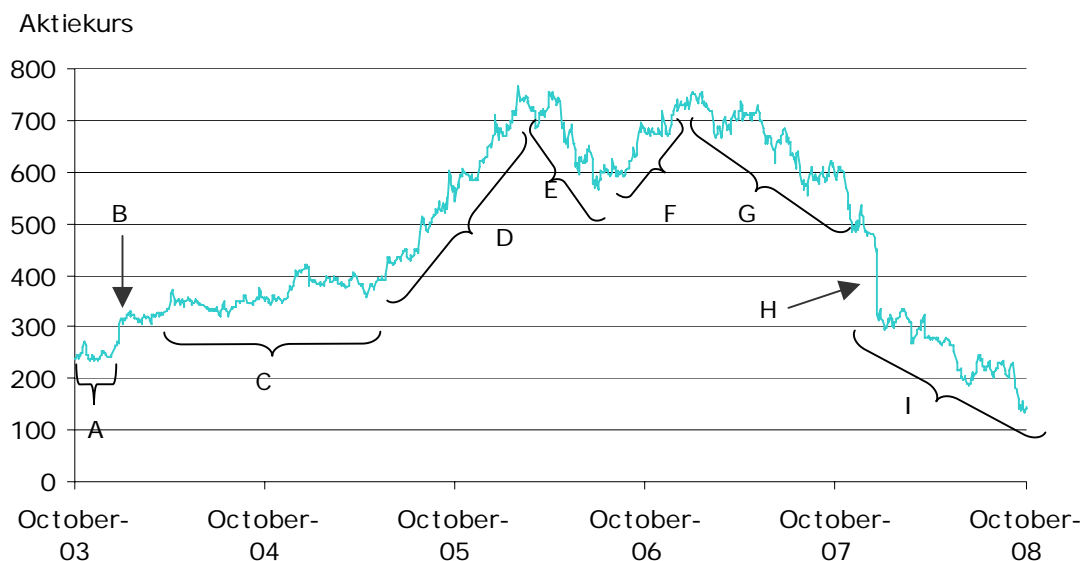
Selskabet er en udbyder af luksus teknologiske goder, hvilket medfører, at B&O som forretningsmæssige risici er eksponeret for konjunkturudviklingen samt teknologiudviklingen. Herudover forklarer ledelsen, at B&O er afhængig af en lang række leverandører¹⁵. Dette vil blive analyseret nærmere i den strategiske analyse.

¹⁴ B&O Årsrapport 2007/08 samt regnskabsmeddelelsen for 4. kvartal 2007/08

¹⁵ B&O Årsrapport 2006/07, side 51

Event analyse

Nedenfor fremsættes B&Os aktiekursudvikling for de seneste 5 år:



Figur 5 Historisk aktiekursudvikling B&O¹⁶

B&Os aktiekurs har varieret fra omkring 240 kroner per aktie i efteråret 2003 op til 759,20 kroner per aktie 18. januar 2007, ned til 135,47 den 16. oktober 2008, som er den laveste aktiekurs i analyseperioden. For at få en bedre forståelse af hvad der påvirker B&Os aktiekurs, vil jeg lave en analyse af, hvad der har forårsaget udsvingene. Som det fremgår ovenfor, har jeg inddelt aktiekursudviklingen i 8 perioder. For hver af disse vil jeg forklare udviklingen:

- A) Ved starten af analysen var Irak krigen netop "afsluttet", og der var en generel vending i aktiekursernes udvikling globalt set.
- B) Det regnskabsmæssige resultat for 2002/03 blev lidt bedre end forventet af markedet, hvilket fik kursen til at stige. Investorerne havde udtrykt bekymring om, at B&O var på dårlige markeder, og derfor var forventningerne til indtjeningen afdæmpede.
- C) B&O var inde i en periode, hvor der blev lanceret en række produkter, herunder BeoCom 6000 telefon i USA, Beolab5 og BeoVision6 22" fladskærm. I halvårsregnskabet for 2003/04 var der mere fokus på lønsomheden, og det blev offentliggjort, at der var taget beslutning om at flytte en del af produktionen til Tjekkiet.
- D) B&O fremlægger et godt resultat for 2004/05. Den økonomiske udvikling vender i USA, og B&O opnår en omsætningsfremgang i markedet på 10%. Der opnås fremgang på det tyske marked, som vurderes at være forårsaget af en vellykket strategi om etablering af flere B1 butikker. Ledelsen meddeler, at flere opgaver vil blive flyttet til Tjekkiet for at minimere omkostningerne. Herudover lancerer B&O et nyt LCD tv, som får stor succes. Herudover købte FL Group 10,1% af aktierne, hvilket også fik aktiekursen til at stige.

- E) På trods af en række positive udmeldinger fra B&O om resultaterne af fabrikken i Tjekkiet og planer om udvidelse af aktiviteten med lydsystemer i bilerne, faldt aktiekursen over perioden maj til juli. Blandt andet blev lanceringen af BeoSystem 3 forsinket, og analytikerne udtalte, at de mente, at aktien var aggressivt prisfastsat, og de var nervøse for, hvordan årsrapporten for B&O ville komme til at se ud.
- F) I juli var der udtalelser om stærk udvikling på det hjemlige marked for fjernsyn og en fortsat øget forbrugertillid på en række af de europæiske hovedmarkeder. B&O fremlagde en god årsrapport for 2005/06 med forventninger om vækst i Automotive og lavere omkostninger på sigt. I løbet af efteråret blev det yderligere udmeldt, at B&O ville åbne flere butikker i USA, at Medicom havde færdigudviklet en insulin-inhalator, at Automotive var en større succes end hidtil antaget, og at der var blevet lavet en Automotive aftale med Audi, hvilket kombineret med en god førstekvartalsrapport med en for aktieanalytikerne overraskende høj bruttomargin medførte høje forventninger til de kommende kvartalsrapporter, som fik aktiekursen til at stige.
- G) Analytikerne var skuffede over salgsprisen på de frasolgte 65% af Medicom aktierne, og omsætningen i markederne i Danmark, Storbritannien og Holland var lavere end budgetteret. Investorerne vurderede, at langtidsudsigterne for aktien var overvurderede og anbefaler at sælge aktien, hvilket fik aktiekursen til at falde.
- H) Fra 8. til 9. januar falder aktiekursen fra 452 til 323. Det danske C20 indeks faldt også, og markedet var generelt præget af finanskrisen. B&O offentliggjorde deres halvårsrapport, som indeholdt faldende bruttomargin og en note om, at ledelsen på grund af den skuffende udvikling i detailsalget ikke forventede at kunne opretholde en tilsvarende vækst i andet halvår af 2007/08.
- I) Finanskrisen påvirker aktiekurserne over hele verden, og der er kritik af B&Os produktudvikling.

Således er det udover globale økonomiske forhold, herunder særligt konjunkturudsving, udvikling i omsætningen i detailledet, produktlanceringer og omkostningsminimeringsinitiativer, som har påvirket aktiekursen i de seneste 5 år. Disse elementer vil blive indeholdt i den strategiske og regnskabsmæssige analyse.

¹⁶ <http://omxnordicexchange.com/priceinformation/shares/analystool/> 20. november 2008

Strategisk analyse

Omverdensanalyse

Der er en række omverdensforhold, som er relevante at analysere for at foretage en værdiansættelse af B&O.

Økonomiske forhold

B&O er en virksomhed, som påvirkes af udviklingen i konjunkturer i de lande, hvor produkterne sælges. Dette skyldes blandt andet, at konjunkturerne påvirker befolkningens udsigter til stigninger i den disponible indkomst og dermed det beløb, som husholdningerne har til blandt andet at købe B&Os produkter. Udviklingen i den samlede disponible indkomst er dermed et udtryk for en af de underliggende drivere for B&Os omsætning. Denne varierer i de lande, som B&O opererer i, og i nedenstående tabel er beregnet den gennemsnitlige årlige vækst i den samlede disponible indkomst i 5- års intervaller fra 1998-2013 og samlet for perioden 2013-2020.

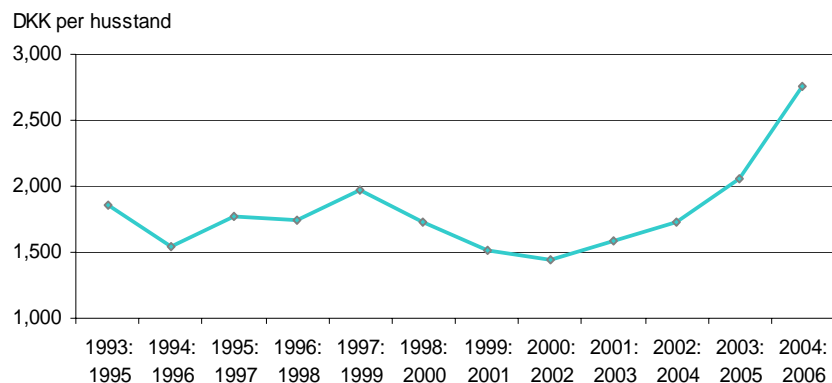
Gennemsnitlige årlig stigning i landenes samlede disponible indkomst	1998-2003	2003-2008	2008-2013	2013-2020
Europa				
Finland	3%	2%	2%	2%
Danmark	0%	3%	2%	2%
Portugal	2%	2%	2%	2%
Norge	4%	5%	3%	2%
Sverige	3%	3%	2%	2%
Østrig	1%	2%	2%	2%
Belgien	1%	1%	2%	2%
Schweiz	1%	1%	1%	2%
Holland	2%	1%	2%	3%
Spanien	3%	4%	3%	4%
Italien	1%	1%	1%	2%
Frankrig	2%	2%	2%	3%
Storbritannien	3%	2%	3%	3%
Tyskland	1%	0%	0%	2%
Øvrige				
De Arabiske Emirater	10%	10%	8%	8%
Rusland	7%	11%	7%	6%
Japan	-1%	1%	1%	2%
Kina	7%	11%	9%	9%
USA	3%	2%	3%	3%

Tabel 1 Gennemsnitlig årlig udvikling landes samlede disponible indkomst¹⁷

Det fremgår af tabellen, at der har været og fortsat forventes høj vækst i UAE, Kina og Rusland, men at der ellers har været og fortsat forventes at være, lav vækst på en række af de øvrige markeder, hvor B&O sælger deres varer. Herudover fremgår det, at det på kort og mellemlangt sigt forventes, at væksten i den disponible indkomst vil falde i en række af de lande, som B&O har stor omsætning til, blandt andet Danmark, Norge, Sverige og Spanien. På langt sigt, i perioden fra 2013-2020, forventes væksten at stige med 1-2 procent point igen for en række lande, blandt andet Schweiz, Holland, Spanien, Italien, Frankrig og Tyskland.

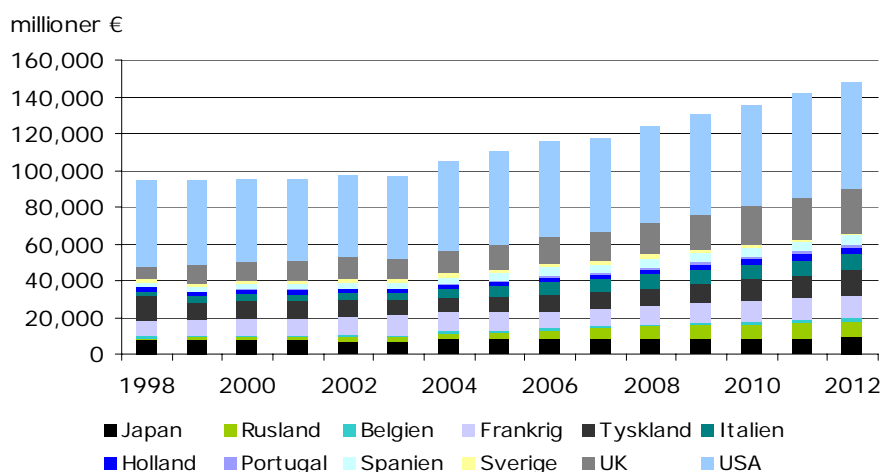
¹⁷ Euromonitor International - national statistics. Tabellen er opgjort i faste 1998-priser

Konjunkturer afspejles også i husholdningernes elektronikforbrug. I Danmark har den historiske udvikling i privat elektronikforbrug per husstand set således ud¹⁸:



Figur 6 Udvikling i privat elektronikforbrug 1995-2006

Der fremgår, at det private elektronikforbrug per husholdning i Danmark har været kraftigt stigende fra 2002 til 2006. Denne stigning fremkommer blandt andet som følge af det generelle opsving, der har været i Danmark. Opsvinget og stigningen i elektronikforbruget har blandt andet været drevet af et skattestop, som blev implementeret af den danske regering i 2001. Men det bemærkes, at stigningen i husstandenes gennemsnitlige elektronikforbrug overstiger den gennemsnitlige stigning i den disponible indkomst, som blev vist i forrige tabel. Det indikerer, at andre faktorer end udviklingen i disponibel indkomst påvirker forbruget af elektronikudstyr. På nuværende tidspunkt karakteriseres markedet for elektronikprodukter som værende kriseram, hvorfor det må forventes, at der fremadrettet vil være et fald i forbruget per husstand i Danmark¹⁹. Den historiske og forventede fremtidige udvikling i det private elektronikforbrug²⁰ i en række af de øvrige lande, som B&Os produkter sælges i, fremgår nedenfor:



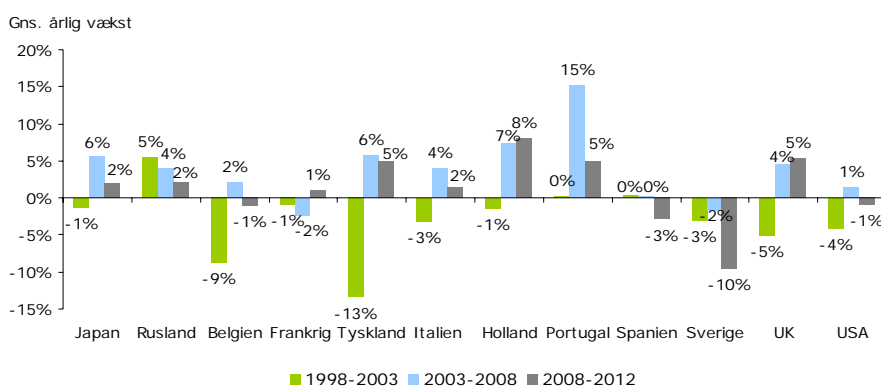
Figur 7 Udvikling i markedet for privat elektronikforbrug 1998-2012

¹⁸ Danmarks statistikbank. Data indsamles over 3 år og omregnes til et gennemsnit. Forbruget er inklusive moms.

¹⁹ [http://nyhederne.tv2.dk/ Artikel "Det er nu du skal købe elektronik"](http://nyhederne.tv2.dk/Artikel%20%22Det%20er%20nu%20du%20skal%20k%C3%B8be%20elektronik%22)

²⁰ Global Market Information Database - databasen indeholder ikke oplysninger om elektronikforbrug i Danmark, hvorfor dette ikke fremgår af grafen.

Forbruget af elektronikvarer var i al væsentlighed konstant i perioden 1998 til 2005, hvorefter der har været en stigning frem til 2007. Herudover ses det, at der overordnet forventes at være en stigning i forbruget af elektronikvarer i de i analysen indeholdte markeder på 4,7% om året samlet set, heraf udgør gennemsnitlige prisstigninger 1,5%. Det at væksten primært er drevet af volumenstigninger betyder, at det forøgede elektronikforbrug ikke forventes at blive drevet af øget salg af dyrere produkter som B&Os, men ud fra en betragtning om at det er et salg af flere elektroniske komponenter, som vil drive omsætningen. Udviklingerne varierer dog på de markeder som B&O opererer på, og den samlede analyse kan være påvirket af enkelte landes udvikling. Den procentvise udvikling i gennemsnitspriser på elektronikudstyr per land fremgår nedenfor:



Figur 8 Udvikling i gennemsnitspriser for husholdningers elektronikforbrug²¹

Det ses, at der i mange lande har været faldende gennemsnitspriser fra 1998-2003, hvorefter gennemsnitspriserne steg i perioden 2003-2008, og denne tendens forventes at fortsætte, dog skiller Spanien, Sverige og USA sig ud ved, at der i disse lande forventes faldende gennemsnitlige elektronikpriser fra 2008-2012.

Yderligere er der følgende forklaringer på den historiske udvikling og det fremsatte forecast for de enkelte lande²²;

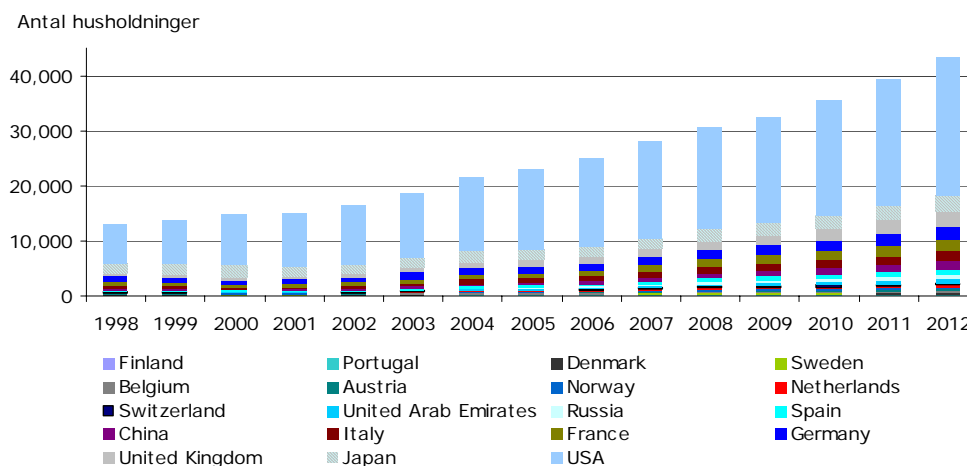
- Storbritannien - Den fremtidige stigningen forventes at være drevet af introduktion af innovative produkter og salg af HD fladskærmsfjernsyn.
- Rusland - Det stigende marked skyldes øget salg af fladskærmsfjernsyn og dvdafspillere som følge af stigende indkomst i landet. Det er mere profitabelt at foretage produktion i Rusland end at importere færdiglavede tv på grund af 10-15% højere importskatter på færdiglavede tv end på reservedele, blandt andet derfor blev 60-70% af de multinationale brands produceret i Rusland i 2005. Herudover er den russiske arbejdskraft billig.
- Japan – Der er en tendens til, at forbrugerne ændrer vaner mod mere sofistikerede og dermed dyrere løsninger. Det der vil drive markedet fremadrettet, forventes at være introduktion af forbedrede, mere kompakte og mere brugervenlige produkter.
- Frankrig - markedet har været præget af faldende gennemsnitspriser. Konkurrencen er så hård, at Thomson, som er en lokal fransk tv-producent, har trukket sig fra markedet.

²¹ Global Market Information Database og egen tilvirkning

²² Global Market Information Database

- Tyskland - Kunderne fokuserer på mere sofistikerede produkter, som har en højere gennemsnitspris. Derudover er salget af tv særligt påvirket af store sportsbegivenheder som EM, VM i fodbold og OL. Det tyske Telecom AG presser markedet hen imod IPTv, ved at introducere triple play løsninger, som er kombination af PC, telefon og tv.
- Spanien - Markedet er steget som følge af øget salg af billige fladskærmsfjernsyn, men der er dog en tendens til, at en del af markedet tiltrækkes af mere sofistikerede fladskærmstv løsninger med en højere pris. På audioområdet bevæger spanierne sig herimod bærbare løsninger med små MP3afspillere og tilhørende højtalere.

Der findes ikke detaljerede oplysninger om markedet for B&O produkter, og der kan efter min vurdering ikke forventes direkte korrelation mellem den generelle udvikling i elektronikmarkedet og markedet for B&O produkter. B&O henvender sig til en niche af forbrugerne, som i al væsentlighed er karakteriseret af størrelsen af indkomst/formue og udbuddet af alternative luksusgoder i markedet. Investorer peger på, at potentialet blandt dollarmillionærer er stigende, og at hverken B&Os peers inden for forbrugerelektronik eller det generelle luksusmarked har oplevet lignende problemer, hvilket gør udfordringerne selskabsspecifikke og potentielt langvarige²³. For at vurdere omverdens påvirkning på B&O, er det derfor også relevant at se på, hvordan udviklingen i antallet af husholdninger med store disponible beløb har været og forventes at blive, fordi det antages, primært at være denne gruppe der køber B&Os produkter. Nedenfor fremsættes en graf over antallet af husholdninger med en årlig disponibel indkomst over \$150.000:



Figur 9 Antal husholdninger i B&O markeder med disponibel indkomst over \$150.000²⁴

Det fremgår, at antallet af husholdninger med disponibel indkomst over \$150.000 er stigende, og forventes at fortsætte med at stige efter 2008. Stigningen var bare 1% samlet set i 2001, mens der i 2003 og 2004 var stigninger på hhv. 14% og 16%. I de øvrige historiske perioder har stigningerne været i størrel-

²³ RB Børsen, 15 August 2008, B&O/Capinordic: Skuffende 2008/09-forventninger

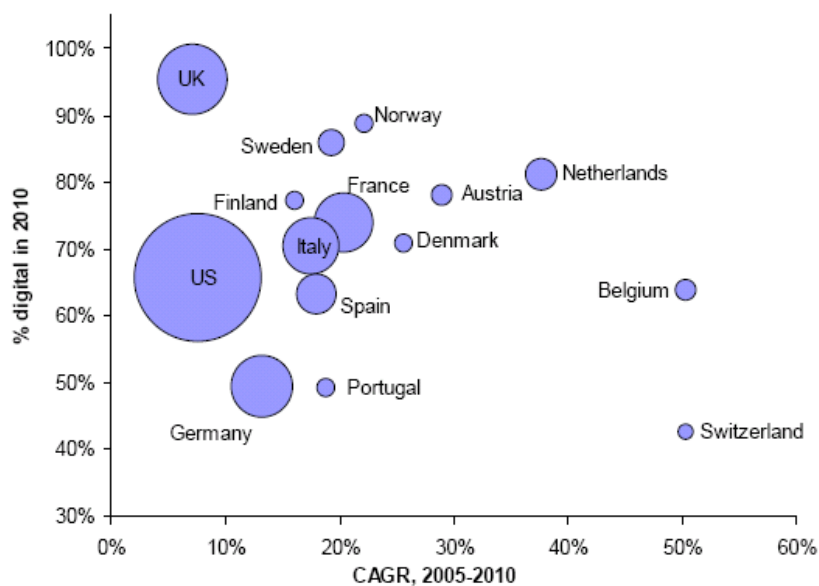
²⁴ Global Market Information Database

sesorden 6-9%. Det må tages i betragtning, at en del af stigningen skyldes almindelig inflation, som har øget husholdningernes indkomster til dette niveau.

I perioden 2008 til 2012 forventes også en stigning i antallet af husholdninger med høj disponibel indkomst med en gennemsnitligt årlig vækst på 9%²⁵, hvilket indikerer, at B&Os målgruppe er stigende i de markeder, som virksomheden opererer på. USA, som udgør omkring 60% af det samlede antal husholdninger i analysen, og landet har en vækst på 8% i denne periode, således er gennemsnittet for de øvrige lande i analysen 11%, og en række lande har således stigninger over 10%, herunder Østrig, Danmark, De Arabiske Emirater, Rusland, Kina, Frankrig og Storbritannien. Rusland har den højeste forventede vækst med et gennemsnit på 21% om året i perioden.

Teknologiske forhold

Det forventes at signalet for analog tv broadcasting lukkes i landene i Europa i perioden frem til 2015²⁶. Dette medfører en stigende efterspørgsel for digitale TV, der i 2006 havde en markedspenetration i Europa på 40% som forventes at stige til 61% i 2009, tilsvarende forventes penetrationen at stige fra 53% til 64% i USA i samme periode²⁷. Nedenfor fremsættes en graf som viser hvilken andel af befolkningen som forventes at have digitalt tv i 2010, hvilken størrelse markedet har, samt hvilken vækstrate der gennemsnitligt forventes i perioden fra 2005 frem til 2010²⁸.



Figur 10 Digitalt tv markeds udvikling – geografisk sammenligning 2005-2010
Størrelsen af boblen indikerer antallet af digitale husholdninger i 2010.

Storbritannien forventes at have en meget høj penetration på næsten 100% i 2010, men den gennemsnitlige vækstrate i perioden 2005-2010 er lav, hvilket indikerer, at det boom, der følger med en tvungen teknologisk konvertering, har fundet sted i dette marked. Der forventes relativt lav vækst i omsætningen i USA. Udviklingen skyldes blandt andet store forventninger til IPTV i stedet.

²⁵ Global Market Information Database samt egen tilvirkning

²⁶ Analog switch off handbook, published by DigiTAG, www.digitag.org

²⁷ The Future of Digital homes – New technologies, growth strategies and consumer uptake, Maj 2007, side 54 og 56

²⁸ The Future of Digital homes – New technologies, growth strategies and consumer uptake, Maj 2007, side 56

Det belgiske marked forventes at have den stærkeste vækst; denne udvikling drives af udviklingen af landets digitale kabelsektor, som for nuværende er meget underudviklet, og væksten fremkommer derfor som resultat af et lavt udgangspunkt.

Tyskland, som er Europas største tv marked, forventes at have forholdsmæssig lav penetration og vækst i antallet af digitale tv frem til 2010. Dette skyldes, at markedet består af en stor andel af abonnenter, som modtager en meget bred kanalpakke over analog teknologi. Det faktum, at de tyske forbrugere har en bred kanalpakke, betyder, at tv udbydere ikke presser på med at opdatere teknologien.

I Frankrig har Jacques Chirac annonceret, at der vil blive foretaget store investeringer i digital tv, som vil medføre, at det analoge tv på mellemlangt sigt vil blive ubrugeligt, hvilket således vil forøge salget af digitale tv fremadrettet.

Japan og Spanien forventes at skifte til HD teknologi i 2011.

Efter den dato, hvor digitalt tv erstatter den analoge teknologi, må salget af tv forventes at være faldende i hvert af landene, fordi en stor del af befolkningen inden for en kortere årrække har investeret i et tv.

Sociale forhold

De generelle forbrugsvaner i udviklede samfund medfører, at det er blevet normalt at have mere end et tv. Derudover sætter forbrugerne pris på, at de teknologiske produkter, som findes i husstanden er opdaterede og opfylder de behov, der er. B&Os produkter er i et vist omfang tilpasset dette, eftersom de er i et tidløst design og i opdateret teknologi. Herudover har der for eksempel i Danmark været fokus på indretning af boligen med et stigende antal boligindretningsprogrammer i tv og magasiner om boligen. Der har været fokus på skandinavisk og minimalistisk design. Denne tendens har været en fordel for udbydere som B&O, eftersom deres produkter er enkle, minimalistiske og eksklusive i designet. Men der findes også mange alternativer /substitutter til B&Os produkter, som også følger de generelle forbrugsvaner. Derfor har forbrugerne mange muligheder for at prioritere deres disponible indkomst i en anden retning end til et af B&Os produkter.

B&O har et stærkt brand; dette blev dokumenteret i en undersøgelse, hvor B&O af et ekspertpanel og over 2000 britiske forbrugere blev placeret på en 4. plads over verdens mest cool brands både i 2007 og 2008. I 2008 blev B&O kun overgået af Aston Martin, Iphone og Apple²⁹. Dette indikerer, at B&O har en stærk position blandt de forbrugere, der ønsker at sende et signal om, at de er cool. Det lægges til grund, at særligt denne gruppe af forbrugere fokuserer på, at deres elektroniske udstyr indeholder den nyeste teknologi.

²⁹ <http://www.coolbrands.uk.com/>

Brancheanalyse – Porters five forces

Brancheanalysen afhængig af om man betragter B&O som leverandør af elektronikprodukter. Det er min opfattelse, at B&Os fremtidige udvikling vil være afhængig af udviklingen i både elektronik og luksusbranchen, derfor indeholdes begge disse i min analyse nedenfor, hvor det er relevant.

Adgangsbarrierer

For at agere i tv og audio kræves stor teknologisk knowhow, og der er store kapitalkrav i forbindelse med opstart af produktion. De eksisterende udbydere er som hovedregel karakteriseret ved at være meget store og ved at have en omsætningsvolumen, som medfører, at der kan opnås væsentlige stordriftsfordele, som genererer indtjening på trods af, at produkterne udbydes til forholdsvist lave priser. Inden for luksusvarer kræver det store markedsføringsinvesteringer for at etablere et luksusbrand, og det kræver tid at demonstrere, at produktet retfærdiggør dette luksusimage. Således må det konstateres, at der er betydelige adgangsbarrierer til B&Os branche.

Kundernes styrkeposition

B&O opnår omsætning via B1-butikker og SIS. Det medfører, at der er tale om omsætning til detaillerede. Kunderne i markedet har let ved at skifte leverandør, og de har let adgang til substituerende produkter, hvilket medfører, at kunderne har en stærk position over for aktørerne i branchen.

Leverandørernes styrkeposition

B&O har et samarbejde med deres leverandører, som udover at levere komponenter til produktionen også leverer viden og kompetence til udvikling af produkterne³⁰. Ledelsen beskriver forholdet til leverandørerne som, at koncernen er afhængig af en lang række leverandører primært fra Europa og Asien, og at der tilstræbes langvarige leverandørrelationer både for køb af udviklingsydelse og komponenter til produktionen. Herudover tilstræber koncernen, at forsyningen af kritiske råvarer sikres gennem kontrakter/aftaler, og hvor det er muligt i samarbejde med flere leverandører³¹. Således er det altså ikke realistisk, at B&O på sigt for eksempel vil kunne udnytte sin størrelse og presse leverandørerne i pris for på den måde at kunne opnå stigende indtjening. På den anden side beskriver ledelsen, at de har foretaget de nødvendige tiltag for at sikre leverance på langt sigt.

Substituerende produkter

I elektronikmarkedet bliver der løbende introduceret substituerende produkter som følge af kontinuerlig videreudvikling af teknologien. For nuværende introduceres HDtv og også IPTv. Konkret er det tale om yderligere teknologier, som tilføjes et almindeligt digitalt tv for at tilfredsstille forbrugernes behov. På sigt mener nogle, at de tv vil blive erstattet af computere³².

Herudover er der blevet udviklet personal video recorders (PVR), der har væsentligt bedre billedkvalitet og større kapacitet til lagring film. Produktet forventes at kunne findes i 50% af husholdningerne i USA og 13% af husholdningerne i Europa i 2010³³. Ligeledes er der skabt video on demand (VOD) teknologi, som giver brugeren mulighed for at hente film hjemme i stuen via internettet som for eksempel kombine-

³⁰ B&O Årsrapport 2007/08, side 39

³¹ B&O Årsrapport 2007/08, side 55

³² Undersøgelse foretaget af Microsoft I 2006.

ret med harddiskoptagere giver brugeren mulighed for at optage programmer og film uden brug af bånd eller dvd-skiver. Disse produkter er ved at substituere dvd-afspilleren.

Mobiltelefonen substituerer fastnettelefonen, og MP3-afspillere substituerer cd-afspillere.

Følgelig er branchen som B&O arbejder i væsentligt grad påvirket af substituerende produkter. Denne substitution lægger loft over priserne, fordi brugstiden på udstyret begrænses på grund af den teknologiske udvikling, som også truer indtjeningsgrundlaget for de virksomheder i branchen, der ikke følger med udviklingen.

Inden for højttalere er den teknologiske udvikling dog ikke så aggressiv.

Når B&O betragtes som et luksusprodukt/statussymbol, findes der en række substituerende produkter som designermøbler og personlige produkter, for eksempel Rolex ure. For en række af disse substituerende produkter er det gældende, at de i modsætning til B&Os produkter ikke taber værdi over tid. Således er dette en ulempe for B&O, når kunderne overvejer hvilket produkt de skal købe, og de sammenligner med alternativer, der har længere levetid.

Konkurrentanalyse – Konkurrenceintensitet

Markedet for tv- og audioprodukter er domineret af en række store multinationale aktører som Philips, Samsung, Panasonic, JVC og Sony. Herudover findes der en række kopiproducenter, der lancerer billige produkter i markedet, men som ikke er med til at drive den teknologiske udvikling.

B&Os position i den eksklusive del af medfører, at de billigere kopiproducenter ikke skal anses som direkte konkurrenter til B&O. De større aktører som Sony og Samsung udarbejder produkter, der teknisk er stort set identiske med B&Os produkter, og som i nogle tilfælde også designmæssigt nærmer sig B&O. Samsung har for nyligt introduceret et tv, som ligger meget tæt op af B&O, men som er væsentligt billigere.

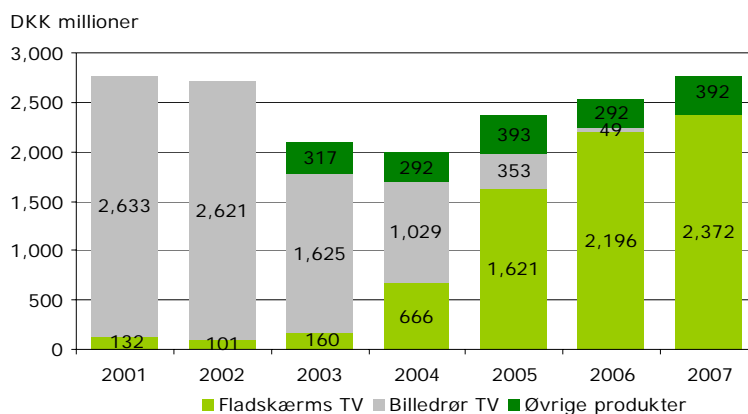
B&Os produkter differentieres ved, at der fokuseres mere på brand, design og luksus, og at de sælges til en væsentligt højere pris. For de forbrugere, som vil købe et anlæg eller et tv der er pænt, og som har rimeligt opdaterede tekniske funktioner, synes B&Os produkter derfor ikke at kunne konkurrere, fordi der er så stor prisforskel. De behov, disse forbrugere søger opfyldt, kan i det nuværende marked leveres af en af konkurrenterne til væsentligt lavere priser. B&Os produkter opfylder derimod et behov om præstige og luksus i højere grad end konkurrenternes.

Efter min vurdering er Loewe den eneste virksomhed, der ligesom B&O producerer tv- og audioprodukter til det eksklusive segment. Loewe karakteriseres også som et "premium home cinema" brand i Europa, som henvender sig til overklassen, og dækning af de luksusbehov som denne type forbruger har

Inden for elektronik. Loewes produkter har opnået stor anerkendelse for unikt og eksklusivt design, brugervenlig og værdibaseret funktionalitet samt for innovative og trendsættende tekniske løsninger. Målt på

³³ The Future of Digital homes – New technologies, growth strategies and consumer uptake, Maj 2007, side 15

omsætning er Loewe på mindre end B&O med 2,8 milliarder i omsætning i 2007, hvor B&O havde 4,1 milliarder. Loewes omsætning er fordelt ligeligt mellem det tyske marked og resten af verden. Således har Loewe på nuværende tidspunkt ikke samme internationale profil som B&O, der i 2007/08 genererede over 80% af omsætningen i udlandet, heraf 11% i Tyskland. Loewe har siden 2004 haft stigende omsætning som følge af øget salg af fladskærmsfjernsyn³⁴. Udviklingen i Loewes omsætning opdelt på tv og øvrige produkter fremgår nedenfor:



Figur 11 Loewes omsætning 2001 -2007³⁵

De fremgår, at salg af fladskærmsfjernsyn udgør langt den største del af Loewes omsætning.

For første halvår af 2008 har Loewe meddelt, et selskabets EBIT margin er stigende, og at der har været en stigning i omsætningen på 16%. Omsætningsstigningen skyldes salg af store LCD TV i forbindelse med europamesterskabet i fodbold³⁶. Selvom Loewe kommer fra et lavere udgangspunkt, medfører udviklingen, at B&Os performance i samme periode ser meget svag ud. Loewe tilskriver succesen værdiorienteret og konsistent markedsføring af produkter til faste priser og angiver, at de i første halvår 2008 har forøget deres markedsandel i LCD segmentet i Tyskland fra 4.0% til 4.6%. Loewes ledelse udtaler, at det er forventningen, at omsætningen på store fladskærmsfjernsyn fortsat vil udvikle sig positivt i 2008 på trods af de negative konjunkturer.

Det kan også læses ud af grafen, at det er en lille del af Loewes omsætning, som genereres fra andre produkter end tv. Det findes ikke en tilsvarende specifikation af B&Os omsætning, og således kan det ikke konkluderes, om B&Os omsætning er mere diversificeret. Loewe har introduceret et mediacentrum, som kombinerer afspilning af musik med radio samt et nyt fladskærmsdesign, som er det fladeste nogensinde, og dermed betragtes Loewe som en direkte konkurrent til B&O.

Loewe planlægger at udvide deres aktiviteter geografisk. I første halvår af 2008 blev der åbnet butikker i Paris, Belgien, Østrig, Rusland og Athen³⁷, herudover planlægges der udvidelser i Italien, Storbritannien, Schweiz samt Mellemøsten og Asien.

³⁴ <http://www.loewe.de/en/loewe-ag/investor-relations/loewe-share/key-group-figures.html>

³⁵ <http://www.loewe.de/en/loewe-ag/investor-relations/loewe-share/key-group-figures.html>

³⁶ <http://www.loewe.de/en/loewe-ag/investor-relations/ir-update/ir-news-ad-hoc/ir-news-ad-hoc/beitrag/beitrag/1-halbjahr-2008.html>

³⁷ Loewes halvårsrapport 2008, side 14.

Loewe har investeret i et produktionsanlæg, som skulle medføre, at der kan foretages effektiv produktion af fladskærmsfjernsyn, hvilket alt andet lige vil forbedre Loewes indtjening og gøre virksomheden mere modstandsdygtig over for eventuel priskonkurrence eller faldende omsætning.

Analyse af de interne ressourcer i B&O - Produktudvikling i B&O

Bang og Olufsen har ansat konceptudviklere, som arbejder tæt sammen med eksterne designere, ingeniører og teknikere for at udvikle og realisere nye produkter til B&Os produktportefølje. Virksomhedens ambition og mål er at have 3-5 produktlanceringer årligt.

Som følge af den teknologiske udvikling og konkurrenceintensiteten i branchen er B&O nødsaget til kontinuerligt at lancere nye produkter. Nedenfor fremsættes en tabel, der viser de produktlanceringer, B&O har præsenteret i deres årsrapporter fra 2003/04 til 2007/08:

# produkt-lancering	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09F
1	BeoLab 5	BeoVision 6-26 (LCD fjernsyn)	BeoVision 7-40	BeoSystem 3	Automatic Colour management (TV)	Audio koncept
2	BeoVision 5	BeoVision 7-32 (LCD fjernsyn)	BeoLab 7-2	BeoVision 9	Beo5 (ny fjernbetjening)	BeoVision8 - 40"
3	BeoCenter 2	HDR1 Hard disk recorder	BeoLab 4	EarSet 2 (i USA)	BeoLab10 (Centerhøjttaler)	BeoVision 4- videoportefølge
4	BeoLab 3	BeoLink Media	BeoSound 4	BeoLab 9	BeoVision 7-40 (i USA)	Nyt koncept for fastnettelefon
5		BeoVision 4-50	BeoSound 3	BeoVox 1 (indbygningshøjttaler)	BeoVision 8 i 32"	
6		BeoVision 4-65	BeoMedia	BeoLab 4 PC udgave	DVD2	
7			Mobiltelefon Serene	BeoCenter 2	BeoSound6 (MP3 afspliller) Serenata (Musikmobil)	
8			Beolink Wireless 1	BeoVision 8 - 26"		
9			Lydsystem til biler	HDR 2		
10				BeoCenter 6-23		
11				BeoCenter 6-26		

Figur 12 Overblik over B&O produktlanceringer³⁸

Det fremgår af tabellen, at antallet af produktlanceringer har været stigende frem til 2006/07. Herefter var der 8 produktlanceringer i 2007/08, og der kun forventes 4 produktlanceringer i 2008/09. Til sammenligning lancerede Loewe 5 forskellige tv i første halvår af 2008, og det forventes, det er der i efteråret 2008 introduceres yderligere et tv med forbedret billedkvalitet specielt tilpasset HD forløbet.

I øvrigt er Loewe ved at udvikle en subwoofer, integration af tv i det automatiserede hjem som en del af et "WIMAC@home" projekt. Herudover deltager Loewe i undersøgelser om tilgangsmetoder for 3D tv³⁹.

B&Os ledelse har udtalt, at tre af produktlanceringerne fra 2007/08: musikmobiltelefonen Serenata, DVD 2 og BeoSound 6, ikke har levet op til forventningerne⁴⁰. Herudover bemærkes det, at af de produktlanceringer, der forventes at komme i 2008/09, er den ene et nyt koncept for fastnettelefon, der med den

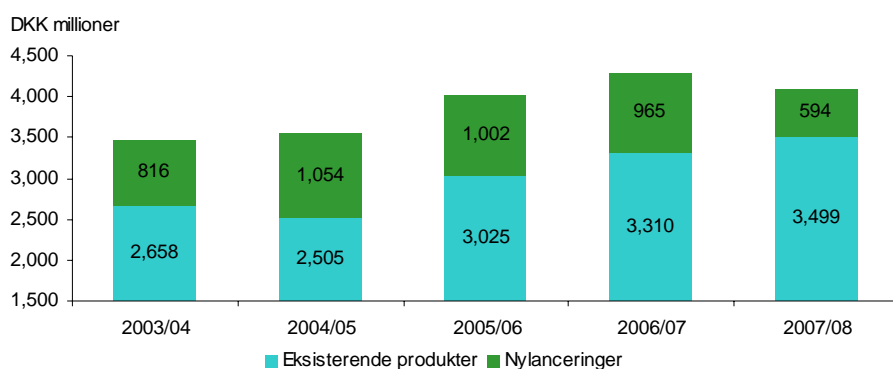
³⁸ B&O Årsrapporter og egen tilvirkning

³⁹ Six months financial report Loewe June 30, 2008

⁴⁰ Børsen, mandag 29. September 2008, side 8 – Presset øges på ny B&O chef

nuværende udvikling, i hvert fald i det danske marked, ikke umiddelbart kan forventes at drive B&Os omsætning fremadrettet. Kombinationen af et reduceret antal produktlanceringer og den manglende succes med de foretagne lanceringer antyder, at kvaliteten og effektiviteten i det udviklingsarbejde, der udføres i B&O er faldende. Herudover blev det i forbindelse med B&Os nyeste strategiplan annonceret, at B&O vil være den bedste inden for de produktområder, virksomheden lancerer produkter i. Det betyder, at produkter som mobiltelefoner, ikke integrerede dvd-afspillere og MP3-afspillere ikke vil være en del af de produkter, som B&O lancerer fremadrettet, og dermed er der en del af de produktudviklingskompetencer, som B&O har oparbejdet inden for disse områder ubrugelige.

Fra 2003/04 til 2006/07 har nylanceringer udgjort 23% til 30% af B&Os omsætning⁴¹. B&O har præsenteret deres afhængighed af produktlanceringer i strategiplanen, hvor det fremgår, at omsætningen fra nylancerede produkter er faldet fra 2005/06 til 2007/08. Udviklingen fremgår nedenfor:



Figur 13 Andel af B&O omsætning fra produktlanceringer 2003/04 til 2007/08⁴²

Det fremgår, at faldet i omsætningen fra 2006/07 til 2007/08 kan tilskrives faldende omsætning fra produktlanceringer. Det kan udledes af grafen, at et års fuldstændig fejlslagen produktudvikling kan reducere det følgende års omsætning med 1 milliard.

Tiden fra idé til marked tager to til fire år i B&O⁴³. Som en del af den nye strategiplan vil B&O fokusere på en højere effektivitet i produktudviklingen, således at produkterne kommer hurtigere på markedet, at der kommer flere produktlanceringer, og at de produktlanceringer der foretages, bliver af en højere kvalitet.

⁴¹ www.effektivitet.dk #1 2008, Fuld kraft på produktudviklingen hos B&O.

⁴² Pole position strategy 2008 "Best sellers required", aflæst af grafen, www.bang-olufsen.com, hvilket kan medføre unøjagtigheder.

⁴³ www.effektivitet.dk #1 2008, Fuld kraft på produktudviklingen hos B&O.

SWOT analyse

Til opsamling på den strategiske analyse fremsættes nedenfor en SWOT analyse:

Stærke sider	Svage sider
<ul style="list-style-type: none"> • Bred geografisk tilstedeværelse • Stærkt brand • Nichespiller i det eksklusive segment af elektronikmarkedet 	<ul style="list-style-type: none"> • Faldende udviklingseffektivitet • Svag produkt pipeline • Konkurrenter kopierer B&O design
Potentielle muligheder	Potentielle trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Ledelse • Produktlanceringer inden for IPTv • Udvidelse af geografisk tilstedeværelse • Etablering af produktion i Rusland • Nationale konverteringer til digitalt tv 	<ul style="list-style-type: none"> • Teknologisk udvikling • Substituerende produkter • Faldende forbrug af dyre elektronikgoder som følge af makroøkonomiske forhold • Loewe udvider geografisk tilstedeværelse • Lav konjunktur

Tabel 2 SWOT analyse

På baggrund af den strategiske analyse vurderer jeg, at det er en stærk side, at B&O har en bred geografisk tilstedeværelse. Omverdensforholdene varierer afhængig af geografi, og B&O har således aktivitet både i lande, hvor der fokuseres på lavprisprodukter og i lande, hvor det forudsiges, at der fremadrettet fokuseres på mere sofistikerede og dyrere elektronikprodukter. I en række af landene forventes det også, at antallet af husstande med meget høje indkomster vil være kraftigt stigende over de kommende år, hvilket alt andet lige vil øge det nichesegment, som B&O har som målgruppe.

Det er en stærk side, at B&O er en nichespiller i det eksklusive segment af elektronikmarkedet, fordi konkurrenceintensiteten reduceres i dette segment, hvor der kun er en direkte konkurrent. På trods af dette vurderes det, at B&O agerer i en branche med stor konkurrenceintensitet, fordi de øvrige aktører introducerer produkter, som designmæssigt ligger meget tæt op ad B&Os, og derfor reduceres det som B&O differentierer sig på. Herudover lægger jeg vægt på, at B&O ikke har været i stand til at opretholde sin vækst i omsætningen på mindst tilsvarende niveau som Loewe, og at de forventede produktlanceringer og udviklingen i produktpipeline ser meget svage ud.

Den manglende udviklingseffektivitet er en svag side, og den medfører, at den teknologiske udvikling bliver en trussel for B&O, fordi produkterne er meget dyre, og fordi den tid en forbruger har glæde af sin investering i for eksempel et B&O anlæg forkortes, jo hurtigere den teknologiske udvikling går. Dette reducerer incitamentet til at købe B&O ved sammenligning med andre luksusprodukter, der ikke er eksponeret for teknologisk forældelse.

B&O fanges i et dilemma, fordi deres brand betragtes som værende det fjerde mest cool i verden af en gruppe forbrugere, som kræver, at det er den seneste nye teknologi, der er i deres elektroniske udstyr. B&O fokuserer på design, layout og kvalitet i højere grad end den nyeste teknologi, og det betyder, at B&O med det nuværende fokus ikke vil kunne leve op til denne kundegrupes forventninger.

Som følge af den faldende udviklingseffektivitet og svage produkt pipeline er det en stor trussel, at der introduceres substituerende produkter, som teknologisk forælder B&Os nuværende produkter, uden at B&O når at svare igen eller komme med på udviklingen. Det vil medføre faldende salg med en produktportefølje, som har passeret modningsstadiet.

Det er også en trussel, at der er faldende gennemsnitspriser på elektronikudstyr på udvalgte B&O markeder, således at der prismæssigt opstår en endnu større forskel mellem B&O og konkurrenterne. Det bemærkes dog, at de faldende elektronikpriser alt andet lige også vil medføre, at de komponenter, der indkøbes til at producere B&O produkter, vil falde i pris, hvilket kan forbedre profitabiliteten i B&O.

Loewes planlagte udvidelse af deres geografiske tilstedeværelse er også en stor trussel for B&Os omsætningsvækst i de markeder, hvor B&O indtil nu har været alene om at udbyde eksklusive forbrugerelektronikprodukter. Herudover er det en trussel, at der for nuværende er lavkonjunktur, fordi det vil medføre faldende forbrug af elektronikudstyr i B&Os priskategori.

Jeg har identificeret nogle muligheder for B&O, som består i at lancere IPTv produkter, hvilket kan bidrage til en bedre position blandt andet i USA og i Tyskland. Det er også en mulighed at fortsætte den geografiske spredning til nye lande. Yderligere ser jeg det som en mulighed for B&O at etablere produktion i Rusland enten alene eller i samarbejde med eksisterende producenter i markedet. Løsningen må afhænge af størrelsen på den omsætning, der opnås i markedet. Det skaber muligheder for B&O, at der i en række lande fokuseres på mere sofistikerede elektronikprodukter. De nationale konverteringer til digitalt tv er også en mulighed for B&O til at sælge tv til forbrugerne, når de tvinges til at købe nyt.

Regnskabsanalyse

For at sikre at værdiansættelsen foretages på ordentligt grundlag, er det relevant at vurdere, om datagrundlaget er validt og sammenligneligt, således at de historiske trends kan bruges som indikator og grundlag for budgetteringen.

Vurdering af validitet

Revisors væsentlighedsniveau

Alle regnskaber aflagt af B&O i perioden 2003/04-2007/08 er forsynet med en revisionspåtegning uden supplerende oplysninger eller modifikationer i revisors konklusionsafsnit. Det betyder, at regnskabet efter revisors overbevisning udviser et retvisende billede. Revisors vurdering af, hvad der ligger inden for et "retvisende billede" skal ses i lyset af den primære regnskabslæses vurdering af, hvornår denne ville ændre handlingsmønster, eller sagt på en anden måde; hvad den primære regnskabslæser vurderer at være væsentlig. Revisors beløbsmæssige udgangspunkt benævnes også "Væsentlighedsniveauet", som dermed er det kvantitative udtryk for, hvornår en fejl på en regnskabspost eller et helt regnskab antages at overskride primær regnskabslæses væsentlighedsniveau. For B&O antages det, at den primære regnskabslæser er selskabets ejerkreds, aktionærene. De fleste aktionærer i B&O forventes at have ét fokus for øje med deres ejerskab af B&O, nemlig afkast til dem som aktionærer, dels i form af kursforøgelse og dels i form af udbytte. Kursforøgelsen kan komme i form af positive forventninger til fremtiden eller løbende værdiskabelse i selskabet. Et målepunkt for om denne værdiskabelse for B&O er blandt andet selskabets resultat i det reviderede årsregnskab. Foreningen for Statsautoriserede Revisorer ("FSR") anbefaler, at væsentlighedsniveauet for hele regnskabet fastlægges som 5-10% af resultat før skat og 1-2% af egenkapitalen⁴⁴. Det antages, at B&Os revisor, Deloitte, ikke afviger væsentligt fra FSRs anbefalinger. Da B&O som børsnoteret virksomhed har stor offentlig bevågenhed, antages det endvidere, at væsentlighedsniveauet befinder sig i den lave ende af intervallet. Væsentlighedsniveauet fastlægges herudover også per regnskabspost, og det antages her, at dette kan fastsættes som 50% af væsentlighedsniveauet for hele regnskabet. Med udgangspunkt i resultat før skat kan de sidste 5 års væsentlighedsniveau for regnskabet som helhed samt per regnskabspost opstilles som følger:

<i>DKK millioner</i>	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Resultat før skat	341	380	431	524	154
Egenkapital	1,650	1,713	1,738	1,676	1,472
Væsentlighedsniveau					
Resultat før skat (5%)	17	19	22	26	8
Egenkapital (1%)	17	17	17	17	15
Anslået væsentlighedsniveau:					
For hele regnskabet	17	19	22	26	8
Pr. regnskabspost (50%)	9	10	11	13	4

Tabel 3 Revisors væsentlighedsniveau for B&O

Det ses af ovenstående, at revisors væsentlighedsniveau for de enkelte regnskabsposter ligger på et

⁴⁴ www.fsr.dk FSRs revisionsrisikomodel, 1.3.1 Planlægningsdokument, 3 Planlagt væsentlighedsniveau

niveau omkring de 10 millioner, bortset fra 2007/08 hvor niveauet var på ca. 4 mio. Dette skyldes det meget lave resultat før skat, men er tilsvarende også et udtryk for den ekstra opmærksomhed B&Os investorer har, og den ekstra følsomhed, som må antages at gælde for regnskabslæsere, når regnskabet vurderes.

Væsentlighedsniveauet gør, at der kan være en forskel mellem tal i regnskabet og "korrekte" beløb, enten som følge af, at revisors planlagte revisionshandlinger accepterer en mulig fejl svarende til væsentlighedsniveauet eller fordi der rent faktisk er konstateret en fejl, som blot ikke har oversteget væsentlighedsniveauet. Dette er legitimt, når det lægges til grund, at revisor har vurderet korrekt i deres fastlæggelse af, hvad den primære regnskabslæser anser som væsentlig.

Når investor vurderer regnskabet, er denne således også samtidig nødt til at vurdere, om investor i analysen kan acceptere en mulig fejl i samme omfang som revisors (estimerede) fastsatte væsentlighedsniveau. En fejl på 10% af resultatet før skat kan medføre store afvigelser ved både DCF modellen og i multipelbaserede værdiansættelser. I DCF modellen fordi grundlaget for budgetteringen bliver forkert, og det medfører, at de fremskrevne resultatopgørelser og balancer bliver forkerte. I multipelbaserede værdiansættelsesmodeller fordi indtjeningen ganges med en faktor, således at værdiansættelsen bliver tilsvarende forkert. Derfor er det vigtigt, at investor er meget opmærksom på de usikkerheder, der findes som følge af revisors væsentlighedsniveau. For at afdække den fejlrisiko, bør investor foretage analyser og undersøgelser af regnskabsposternes historiske udvikling og ledelsens beretninger og meddelelser for at identificere eventuelle reguleringer, som skal foretages, således at grundlaget for værdiansættelsen bliver mere korrekt. Jeg vurderer, at risikoen for, at revisor har måttet benytte væsentlighedsniveauet, er størst inden for områder med regnskabsmæssige skøn, og derfor foretages en analyse af de væsentligste poster med regnskabsmæssige skøn i det efterfølgende.

Regnskabsmæssige skøn

B&Os regnskab indeholder en række poster, som i al væsentlighed er baseret på regnskabsmæssige skøn. Dette være sig for eksempel udviklingsaktivitet, garantihensættelser, hensættelse til fairness og hensættelse til tab på debitorer. På disse områder har revisor ikke mulighed for at få faktabaseret dokumentation, men må i stedet basere sin revision på ledelsens subjektive vurderinger og argumentation. Revisor kan verificere de regnskabsmæssige skøn ved enten at gennemgå og teste virksomhedernes fremgangsmåde og ledelsens argumenter ved fastsættelse af skønnene eller ved at udøve et uafhængigt skøn til sammenligning af ledelsens eller ved at gennemgå efterfølgende begivenheder for at understøtte skønnene. Ofte benytter revisor en kombination af ovenstående metoder. Dette er relevant for investor at være opmærksom på, idet dette giver ledelsen en mulighed for at påvirke det regnskabsmæssige resultat for B&O, uden at dette er beskrevet i årsrapporterne.

Udviklingsprojekter

Udviklingsaktiviteten i B&O giver grundlag for, at ledelsen kan påvirke resultatet væsentligt i forbindelse med regnskabsmæssige skøn for hvilke udviklingsprojekter, som skal udgiftsføres i resultatopgørelsen, og hvilke som skal indregnes som aktiv i balancen. Udviklingsomkostninger i resultatopgørelsen udgøres

jævnføre regnskabspraksis af de produktionsomkostninger, der ikke opfylder kriteriet for aktivering samt af- og nedskrivning på aktiverede udviklingsprojekter. Hvorimod de omkostninger, som relaterer sig til udviklingsprojekter, der er klart definerede, identificerbare, og som vurderes at kunne markedsføres i form af nye produkter på et fremtidigt marked, indregnes om immaterielle aktiver. Det er i forbindelse med vurdering af, om produktet kan markedsføres og sælges på et potentielt fremtidigt marked, at ledelsen kan påvirke resultatet med regnskabsmæssige skøn, for her har revisor ikke uddannelse til at tage stilling til og vurdere ledelsens påstande. De igangværende udviklingsprojekter er herudover forretningshemmeligheder i B&O, men ledelsen er forpligtet til at give revisor alle de oplysninger, som er nødvendige for at kunne udføre revisionen, herunder at give tilladelse til at en ekspert kan vurdere projekterne. Dog vil det også for en uvildig ekspert være svært at udtale sig og argumentere imod ledelsens forventninger til den økonomiske fremtid for et projekt. Følgelig er revisor i meget vidt omfang overladt til at acceptere ledelsens vurderinger og antagelser, når det gælder vurderinger i forbindelse med aktivering af udviklingsprojekter. Ved analyse af andelen af aktiverede udviklingsomkostninger fremkommer nedenstående:

<i>DKK millioner</i>	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Udgiftsførte udviklingsomkostninger før aktivering	350	408	497	488	530
Heraf aktiveret	-128.5	-111.5	-165.1	-142	-131
Amortiseret og imparment tab	<u>92.6</u>	<u>89.4</u>	<u>97.2</u>	<u>108</u>	<u>147</u>
Udviklingsomkostninger i resultatopgørelsen	315	386	429	454	546
Andel af aktiverede udviklingsomkostninger	37%	27%	33%	29%	25%

Tabel 4 Analyse af aktiverede udviklingsomkostninger⁴⁵

Det fremgår, at andelen af aktiverede udviklingsomkostninger har varieret fra 37-25% i de seneste 5 år, og der kan således ikke identificeres nogen trend ud fra analysen. Følgelig kan det heller ikke konkluderes, hvorvidt det er nødvendigt at foretage en regulering til brug for budgetteringen, og investor må derfor basere sin budgettering på, at ledelsen har foretaget en fair vurdering af hvilke udviklingsomkostninger der kan aktiveres.

Analysen viser også, at andelen af aktiverede udviklingsomkostninger har været faldende, hvilket ligesom det blev diskuteret i den strategiske analyse, indikerer en faldende udviklingseffektivitet i B&O.

Hensættelser

Analyse af hensættelser til fairness og garantihensættelser i regnskabsperioderne 2003/04-2007/08 fremsættes nedenfor:

<i>DKK millioner</i>	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Hensat til garantiforpligtelser	67.5	60.0	68.4	83.8	77.2
Hensat til fairness	n.a.	41.4	34.1	25.5	27.3
Hensættelse i % af årets omsætning	1.9%	2.7%	2.4%	2.5%	2.6%
Hensættelse i % af 3 års gns. omsætning	1.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%

Tabel 5 Analyse af hensættelser⁴⁶

⁴⁵ B&O årsrapporter 2003/04-2007/08 samt egen tilvirkning

Det fremgår af analysen, at den samlede hensættelse til garanti og fairness har udgjort 2,7% af de seneste 3 års omsætning i både 2004/05, 2005/06 og 2006/07. I regnskabsåret 2007/08 udgør hensættelsen imidlertid kun 2,5%, uden at ændringen i hensættelsen er forklaret yderligere i regnskabet. Hvis hensættelsen i 2007/08 reguleres til at udgøre 2,7% af de seneste 3 års gennemsnitlige omsætning, medfører det en omkostning til yderligere hensættelse på 8,5 millioner (note A i normaliseringsoversigten). Det faktum, at Medicom er udtaget af regnskabet for 2007/08 taler for, at den samlede hensættelse skulle stige i %, eftersom garanti og fairness hensættelserne i Medicom alene udgjorde 0,4% af de forrige 3 års omsætning⁴⁷.

I regnskabet er der tilbageført hensættelser i årenes løb, beløb som tidligere har været hensat for meget, og som derfor indregnes som en omkostningsreducerende post i de år, hvor det konstateres, at der er hensat for meget. Sådanne reguleringer betyder, at blandt andet garantihensættelser og jubilæumsgratiale medfører en omkostningsreduktion i regnskabet for 2007/08 på henholdsvis 5,4 millioner og 3,6 millioner, hvilket ikke er korrekt at indeholde i grundlaget for budgetteringen, og derfor skal der foretages en regulering til resultat af primær drift jf. årsrapporterne, således at disse omkostningsreducerende poster tilbageføres (note B i normaliseringsoversigten).

Vurdering af sammenlignelighed

Ændring fra Årsregnskabsloven til IFRS

Som led i kravene til regnskabsaflæggelse for selskaber med aktier noteret på Københavns fondsbørs (nu OMX Nordic Exchange), overgik B&O 1. juni 2005 fra at aflægge koncernregnskab efter Årsregnskabsloven til International Financial Reporting Standards ("IFRS"). Idet den historiske regnskabsanalyse og grundlaget for værdiansættelsen strækker sig over en periode, der indeholder regnskabstal aflagt efter både Årsregnskabsloven og IFRS, er der risiko for, at analysen af udviklingen fra 2003/04-2007/08 udvikler ændringer i udviklingen over tid, som skyldes ændring af regnskabspraksis i stedet for ændring af faktiske kommercielle forhold, som der ikke skal tages hensyn til ved udarbejdelsen af proformaregnskaberne.

B&O har opgjort følgende nedenstående konsekvenser for resultatopgørelsen i regnskabet 2004/05⁴⁸:

DKK millioner	Tidligere års regnskabspraksis	Effekt af IFRS	Regnskabspraksis efter IFRS	Forholdsmæssig ændring
Resultat af primær drift	379.5	-7.3	372.2	-2%
Koncernens resultat	268.7	-3.8	264.9	-1%
Totale aktiver, primo	2,761.5	22.3	2,783.8	1%
Egenkapital, primo	1,750.5	-34.0	1,716.5	-2%

Tabel 6 Effekt af overgang fra Årsregnskabsloven til IFRS

De væsentligste ændringer er gennemgået i det efterfølgende, hvorefter der er taget stilling til, om dette medfører, at man som investor skal foretage en regulering for at frembringe sammenlignelige historiske regnskabstal, som kan benyttes som grundlag for budgetteringen.

⁴⁶ B&O årsrapporter 2003/04-2007/08 samt egen tilvirkning

⁴⁷ B&O årsrapport 2007/08, side 114 og egne beregninger

- Aktiebaseret aflønning – B&Os omkostninger ved tildelingen af aktieoptionerne bliver i modsætning til tidligere perioder indregnet i resultatopgørelsen, og er ikke længere en off-balance post. Dette er relevant for investor at bemærke, idet lønomkostningerne ved konverteringen til IFRS nu bliver højere. Det er min vurdering, at disse højere lønomkostninger er et bedre udgangspunkt for budgettering til værdiansættelsen, idet aktieoptionerne tildeles for den performance, der har været ydet på tidspunktet, hvor omsætningen genereres, og der således er opnået et mere retvisende forhold mellem omkostninger og omsætning i perioden (matchingprincippet).
- Virksomhedssammenslutninger - IFRS er noget mere stringent med hensyn til identifikation af immaterielle aktiver som kundekartotek eller brands. B&O har gennem årene opkøbt en række virksomheder, hvor der er betalt en overpris i forhold til den indre værdi, hvorfor der er opstået immaterielle aktiver, herunder goodwill. Efter både Årsregnskabslovens og IFRS's regler skal immaterielle aktiver med begrænset brugstid afskrives over denne. Efter IFRS er der ingen mulighed for afskrivning på immaterielle aktiver med ubestemt brugstid, disse skal i stedet optages til "kostpris" og vurderes for nedskrivningsbehov hvert år. Det er min vurdering, at der ved en mere detaljeret opdeling af goodwillen i for eksempel kundekartoteker, beliggenhedsværdi af lejekontrakter og optagelse af materielle anlægsaktiver til dagsværdi dannes grundlag for en mere detaljeret nedskrivningstest, dermed giver konverteringen til IFRS et bedre grundlag for den afskrivningspulje, som skal fremskrives til brug for værdiansættelsen.
- Hensættelse til fairness – i forbindelse med konverteringen til IFRS blev der foretaget beregning af hensættelse til fairness, som repræsenterer en hensættelse til de omkostninger, som B&O afholder til reparation af produkter efter udløb af garantiperioden. Den indregnes på det tidspunkt hvor produktet sælges og omsætningen indregnes. Det er min vurdering, at der ved indregning af hensættelse til fairness opnås et bedre matching mellem omsætning og omkostninger, hvorfor denne regulering medfører omkostninger, som danner et bedre grundlag for budgettering. Reguleringen medfører dog også, at der i efterfølgende regnskabsperioder kan foretages reguleringer af hensættelsen, som relaterer sig til tidligere perioder, og som investor skal være opmærksom på at regulere for når budgetteringen foretages.
- Jubilæumsgratiale – i forbindelse med konvertering til IFRS blev der foretaget indregning af jubilæumsgratiale over indtjeningsperioden i stedet for i den periode hvor omkostningerne faktisk afholdes. Ved sådan en indregning må B&O foretage en række skøn over, hvor mange der vil opnå et sådant jubilæumsgratiale og kan på baggrund heraf indregne omkostningerne løbende over ansættelsesperioden. Dette medfører, at et enkelt år ikke udsættes for store engangsomkostninger, men at resultatopgørelsen bliver mere konsistent og dermed et bedre fremskrivningsgrundlag.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at investoren må foretage regulering af regnskabet for 2003/04 aflagt efter årsregnskabsloven for at opnå sammenlignelighed med de øvrige år i den historiske periode under review. Da der ikke findes offentliggjorte tal for effekterne af en konvertering af 2003/04

⁴⁸ Fondsbørsmeddelelse 05.05, 3. oktober 2005

fra Årsregnskabsloven til IFRS antages det, at de foretagne reguleringer i 2004/05 kan bruges som indikator for, hvilke reguleringer der skulle foretages (note C i normaliseringsoversigten).

Salg af aktier i Bang og Olufsen Medicom A/S

Det fremgår af regnskabspraksis, at sammenligningstal ikke korrigeres for nyerehvervede eller frasolgte selskaber⁴⁹. Bang & Olufsen Medicom a/s var et 100% ejet datterselskab frem til 1. Marts 2007, hvor 65% af aktierne blev solgt til LD equity og ledelsen af Bang og Olufsen Medicom A/S⁵⁰. Selskabet er således i regnskabsmæssige termer overgået fra at være et datterselskab til at være et associeret selskab. Derfor skal investoren være særligt opmærksom på, at bidraget fra denne frasolgte aktivitet tilbageføres, således at det ikke indeholdes i grundlaget for budgetteringen til værdiansættelsen. Derfor er det vigtigt, at man som investor er opmærksom på forskellen i behandling af datterselskaber i forhold til associerede selskaber samt betydningen af koncerninterne transaktioner og elimineringer. Hvor datterselskaber efter IFRS konsolideres 100% ind linie-for-linie, bliver associerede virksomheder indregnet på en enkelt linie i koncernregnskabet under resultat af primær drift med den forholdsmæssige andel af resultatet som ejes.

Investoren må i sådanne tilfælde basere sine reguleringer på, at revisor i forbindelse med revisionen, har sikret sig, at det er et fuldstændigt billede af de omkostninger, der fremgår af Medicoms regnskab. På den anden side må investoren også vurdere, hvorvidt omkostninger afholdt af B&Os hovedkontoret og som i ejertiden allokeres til Medicom, reelt vil falde bort, når aktiviteten sælges fra. Nedenfor er fremsat en analyse af B&Os resultatopgørelse før og efter regulering for Medicom aktiviteten:

DKK millioner	Reg. for			Reg. for			Reg. for			Reg. for			IFRS
	IFRS	Medi-	Medicom	IFRS	Medi-	Medicom	IFRS	Medi-	Medicom	IFRS	Medi-	Medicom	
	2003/04	com	2003/04	2004/05	com	2004/05	2005/06	com	2005/06	2006/07	com	2006/07	2007/08
Omsætning	3,610	-135	3,475	3,742	-184	3,558	4,225	-198	4,027	4,375	-101	4,274	4,092
Produktionsomkostninger	-1,970	109	-1,861	-2,006	134	-1,871	-2,281	154	-2,127	-2,338	85	-2,253	-2,200
Bruttofortjeneste	1,640	-26	1,614	1,736	-49	1,687	1,944	-44	1,900	2,037	-16	2,021	1,893
Brutto margin	45.4%	19%	46.4%	46.4%	27%	47.4%	46.0%	22%	47.2%	46.6%	16%	47.3%	46.2%
Udviklingsomkostninger	-331	16	-315	-393	8	-386	-443	13	-429	-459	5	-454	-546
Distributionsomkostninger	-839	3	-836	-834	4	-829	-920	7	-914	-910	5	-905	-1,004
Adm. omkostninger	-140	13	-127	-137	12	-125	-142	10	-132	-139	8	-131	-149
Resultat af primær drift	330	6	336	372	-25	347	439	-14	425	530	2	532	195
Margin	9%	-5%	10%	10%	14%	10%	10%	7%	11%	12%	-2%	12%	5%

Tabel 7 Regulering for Medicomaktivitet⁵¹

Ved analyse af administrationsomkostningsniveauet i B&Os koncernregnskab fremgår det, at der fra regnskabsåret 2006/07 til 2007/08 har været en stigning på 18 millioner i koncernens administrationsomkostninger, når der reguleres for Medicom, hvilket kunne være en indikation på, at der er blevet henført administrationsomkostninger til Medicom, som ikke falder bort ved frasalg af aktiviteten. Derfor bør der i budgetteringen tages udgangspunkt i 2007/08 niveauet, og ikke skeles til de trends, der har været historisk set.

⁴⁹ Årsrapporten 2006/07, side 68

⁵⁰ Årsrapporten 2005/06 side 13

⁵¹ Regnskab for B&O 2003/04, 2004/05, 2006/07, 2007/08, Årsrapport for Bang & Olufsen Medicom 2004/05 samt 2006/07, samt egen tilvirkning. Det antages at omkostningerne der er indregnet i B&Os koncernen regnskab udgør ¾ af de afholdte omkostninger i Medicom, samt at bruttomarginen har været konstant henover året.

Yderligere fremgår det af analysen, at B&Os bruttomargin og marginen for resultat af primær drift stiger, når der reguleres for Medicom, fordi Medicom har lavere marginer end den øvrige B&O aktivitet.

B&O ejer den ejendom, som Medicom bor i. I forbindelse med salg af aktier i Medicom bliver denne ejendom reklassificeret til investeringsejendom i B&Os regnskab. Investeringsejendommen tilhører finansieringsaktiviteten i B&O, og derfor reklassificeres de til investeringsejendommene relaterede husleje indtægter og afskrivninger til finansieringsaktiviteten. (note E og F i normaliseringsoversigten)

Regulering for usædvanlige poster

Udover de ovenfor identificerede reguleringer, der er af henholdsvis regnskabsteknisk og strukturel karakter, er det også relevant at vurdere, om B&Os regnskab i øvrigt er påvirket af nogle usædvanlige poster, som der bør reguleres for i forbindelse med identificering af grundlaget for budgetteringen.

B&Os ledelse beskriver hvert år i ledelsesberetningen i Årsrapporterne og de øvrige regnskabsmeddelelser, hvis der har været poster af usædvanlig karakter, som har påvirket resultatet. Det er op til investoren at foretage en vurdering af, hvorvidt de historiske trends og dermed budgetteringsgrundlaget for værdiansættelsen skal reguleres for de pågældende poster.

B&O har lukket en udløber af en voldgiftssag, som i december 2007 blev afgjort med en kendelse, der gik B&O imod. Kendelsen kostede dengang B&O 25 millioner, hvoraf 21 millioner blev indregnet i distributionsomkostninger, og 4 millioner blev indregnet i finansielle poster. Det er forventeligt, at der løbende vil være retssager i gang, hvor B&O er part, men at der løbende må forventes omkostninger i den størrelsesorden synes at være urealistisk. Derfor foretages der en regulering for de usædvanlige driftsrelaterede omkostninger 21 millioner, som driftsresultatet i 2007/08 forbedres med. (note G i normaliseringsoversigten).

I regnskabsåret 2007/08 er der foretaget en hensættelse til tab på debitorer på 49 millioner. Hensættelsen relaterer sig ifølge ledelsen hovedsageligt til det engelske markedes faldende omsætningsniveau⁵². Hensættelsen overstiger væsentligt de hensættelser, der er foretaget i tidligere regnskabsperioder. I ledelsesberetningen i årsrapporten for 2007/08 forklares det, at balanceposter er indregnet til maksimal kreditrisiko, at debitorerne udgøres af B&O forhandlere, og at det er koncernens vurdering, at kreditrisikoen vedrørende debitorerne er begrænset⁵³. Når dette tages i betragtning, synes hensættelsen at være unormalt stor og derfor en post, som bør reguleres til et for B&O normalt niveau, idet det vil skabe et bedre grundlag for budgetteringen. Derfor tilbageføres den del af hensættelsen, der overstiger det tidligere års tab, 17 millioner, svarende til en regulering på 32 millioner (note H i normaliseringsoversigten).

I 2007/08 blev der afholdt omkostninger på 8,3 millioner i forbindelse med afskedigelse af den tidligere koncerndirektør, Torben Ballegaard Sørensen. Denne omkostning må betragtes som værende af ekstra-

⁵² Årsrapportern 2007/08 side 56

⁵³ Årsrapportern 2007/08 side 56

ordinær karakter som ikke skal indeholdes i grundlaget for budgettering af administrationsomkostninger, derfor tilbageføres posten i normaliseringsoversigten. (note I i normaliseringsoversigten).

Ledelsen beskriver, at regnskabet for 2006/07 er påvirket af opstartsomkostninger til Automotive på 19 millioner⁵⁴, hvilket efter min vurdering er omkostninger, som ikke skal reguleres i normaliseringsanalysen og reformulering af regnskabet, eftersom opstart af nye produktområder må betragtes som en del af almindelig drift i B&O, og derfor skal disse omkostninger medtages i grundlaget for budgetteringen og værdiansættelsen.

Investorer må overveje, hvorvidt omkostninger i forbindelse med opstart af en B&O produktionsfabrik i udlandet kan karakteriseres som en engangsomkostning. Idet fabrikken i Tjekket er den eneste produktionsfabrik, som B&O har etableret i udlandet i analyseperioden, mener jeg, at omkostningerne i forbindelse med opstarten af denne kan betragtes som værende af engangskaraktter, på trods af ledelsens årlige kommentar i ledelsesberetningen om, at der løbende foretages vurdering af outsourcing muligheder for koncernen, er det et faktum, at der kun er foretaget denne ene outsourcing/flytning.

På baggrund af analysen til identifikation af bedre budgetteringsgrundlag, foretages følgende reguleringer til B&Os resultat af primær drift:

DKK millioner	Note	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Omsætning per årsrapport		3,610	3,742	4,225	4,375	4,092
Medicom	D	-135	-184	-197	-101	0
Reguleret omsætning		3,475	3,558	4,028	4,274	4,092
Omsætningsvækst per årsrapport			3.7%	12.9%	3.6%	-6.5%
Reguleret omsætningsvækst			2.4%	13.2%	6.1%	-4.3%
<i>DKK millioner</i>	<i>Note</i>	<i>2003/04</i>	<i>2004/05</i>	<i>2005/06</i>	<i>2006/07</i>	<i>2007/08</i>
Resultat af primær drift, jf. Årsrapport		337	372	439	530	195
Reguleringer for Sammenlignelighed og Validitet						
Regulering af ganartihensættelse/fairness	A					-8.5
Tilbageførelse af hensættelse til fairness	B		0.0	-7.8	-3.8	-1.0
Tilbageførelse af garantihensættelse	B		-5.0	-1.5	-0.2	-5.4
Tilbageførelse af øvrige hensættelser	B				-2.9	-3.6
Proforma regulering til IFRS	C	-7.3				
Medicom	D	6.4	-25.1	-13.7	2.2	0.0
Lejeindtægt netto investeringsejendomme	E	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-5.1
Afskrivninger på investeringsejendomme	F	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
Reguleringer for Usædvanlige poster						
Lukning af en voldgiftssag	G					21.0
Extraordinært stort tab på debitorer	H					32.0
Fratrædelsesomkostninger	I					8.3
Reguleringer i alt		-3.3	-32.5	-25.4	-7.1	41.5
Reguleret resultat af primær drift		334	340	414	523	237
Margin for resultat af primær drift jf. Årsrapport		9.3%	10.0%	10.4%	12.1%	4.8%
Reguleret margin for resultat af primær drift		9.6%	9.6%	10.3%	12.2%	5.8%

Tabel 8 Oversigt over regulering for sammenlignelighed, validitet og usædvanlige poster

Det fremgår, at de foretagne reguleringer for sammenlignelighed, validitet og usædvanlige poster påvirker både den præsenterede omsætningsvækst og indtjeningsmarginen fra resultat af primær drift.

⁵⁴ Årsrapporten 2006/07, side 30

Reformulering

Til brug for den videre regnskabsanalyse skal der foretages opdeling af resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse i drifts- og finansieringsaktivitet. Driftsaktiviteten omfatter virksomhedens hovedaktivitet, i B&O er det udvikling, produktion og salg af tv og audioudstyr, og dette er således den længe-revarende værdidriver i B&O. Finansieringsaktiviteten består i at dække det kapitalbehov og placering af den overskudslikviditet, der opstår i forbindelse med driftsaktiviteten.

Reklassificering af finansielle poster

Posterne finansielle indtægter og finansielle omkostninger i resultatopgørelsen, indeholder indtægter og omkostninger som vedrører driftsaktiviteten. Gevinster og tab ved valutakursudviklinger, der regnskabsmæssigt er klassificeret som finansielle poster, betragtes som en del af driftsaktiviteten, da hovedparten af disse tab og gevinster antages at være opstået i forbindelse med køb og salg af driftsaktivitetens produkter i udlandet.

I øvrigt indeholder B&Os finansielle poster, udover renter, en post med øvrige finansielle indtægter og udgifter. Da der ikke findes yderligere oplysninger om, hvad denne post indeholder, antages denne at vedrøre finansieringsaktiviteten.

Regulering af egenkapitalen

For at komme frem til totalindkomsten og det samlede fra driftsoverskud i B&O må der foretages en gennemgang af de poster, der er foretaget direkte på egenkapitalen i B&O, således at de poster der relaterer sig til drifts og finansieringsaktiviteten kan identificeres og indregnes i driftsoverskud og resultat fra finansieringsaktivitet. Egenkapitalopgørelsen for B&O indeholder en række dirty surplus poster; denne er fremsat nedenfor, med indikation af hvorvidt de enkelte poster betragtes som finansierings eller driftsaktivitet.

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	Finansiering (F) eller Drift (D)
Egenkapital primo	1,551	1,652	1,715	1,742	1,682	
Egenkapital posteringer i alt						
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaber	5	5	-11	2	7	(D) & (F)
Ændring i dagsværdi af afledte finansielle instrumenter	0	0	0	0	0	n.a.
Medarbejderaktier	0	0	17	11	10	n.a.
Tildeling af aktieoptioner	0	0	6	0	11	n.a.
Ændring i (udskudt) skat af aktieoptioner	1	3	6	0	-6	n.a.
Kapitalforhøjelse anvendt til medarbejder aktier	3	4	0	0	0	n.a.
Option på minoritetsandel	0	0	0	-3	0	n.a.
Køb af egne aktier	-98	-106	-149	-271	-100	n.a.
Salg af egne aktier	11	7	5	19	2	n.a.
Udloddet udbytte	-94	-87	-149	-200	-248	n.a.
Udbytte af egne aktier	9	3	6	11	14	n.a.
Egenkapitalposteringer i alt	-163.3	-170.3	-268.5	-432.7	-310.4	
Årets resultat	264.1	268.9	296	373	112.3	
Ændring af regnskabspraksis i 2005/06 til IFRS	0	-36	0	0	0	
Egenkapital ultimo	1,652	1,715	1,742	1,682	1,484	

Tabel 9 B&O egenkapitalopgørelse⁵⁵

I forbindelse med omregning af balanceposterne i B&Os datterselskaber til balancedagens kurs og resultatopgørelsen til tilnærmede gennemsnitskurser foretages der en indregning af valutakursreguleringer af

⁵⁵ B&O Årsrapporter, samt egen tilvirkning

resultatopgørelsen fra gennemsnitskurs til ultimokurs og kursregulering af egenkapitalen primo i egenkapitalen i overensstemmelse med IAS21. Denne post vedrører således både drifts- og finansieringsaktivitet, og derfor skal den opdeles og reklassificeres til begge aktiviteter ved beregning af totalindkomsten. Jeg har beregnet værdien af nettodriftsaktiver og sammenholdt med værdien af netto finansieringsaktiver, fratrukket moderselskabets værdier, for at få en fordelingsnøgle jeg kan bruge til at opdele valutakursreguleringerne, som er foretaget på datterselskabernes balanceposter. Beregningen er fremsat nedenfor:

DKK millioner	Koncern	Moder	Datterselskaber
NDA	1,766	325	1,441
NFA	-282	-268	-14
Andel NDA	86%	55%	99%

Tabel 10 Beregning af fordelingsnøgle NDA i forhold til NFA i B&O i 2007/08⁵⁶

Det fremgår, at finansieringsaktiviteten i al væsentlighed er placeret i moderselskabet, og derfor fremkommer fordelingsnøglen 99% NDA i forhold til 1% NFA i datterselskaberne. Beregningen er baseret på 2007/08 koncern- og moderselskabsregnskabet. Der har ikke været væsentlige ændringer i kapitalstrukturen i perioden 2003/04 til 2007/08, og derfor bruges denne fordelingsnøgle gennem hele perioden.

B&O-koncernen bruger terminskontrakter til at afdække åbne valutapositioner, der er opstået i forbindelse med driftsaktiviteten. Det fremgår af regnskabspraksis, at ændring i dagsværdien på afledte finansielle instrumenter, der opfylder betingelserne for sikring af fremtidige pengestrømme, indregnes direkte på egenkapitalen. Argumentet for, at denne type af effektiv sikring posteres direkte på egenkapital i stedet for i driften er, at de skal matche de udsvinget i pengestrømmen når de efterfølgende til- eller fragår fra B&O. På dette tidspunkt vil posteringen på egenkapitalen så omposteres til det sikrede aktiv eller passiv. Derfor flyttes posten ikke til driftsaktiviteten.

Posterings vedrørende medarbejderaktier, aktieoptioner og skat på disse poster relaterer sig til aktiviteter, hvor medarbejdere som en del af deres aflønning modtager medarbejderaktier eller aktieoptioner. Posterne opstår som modpost til omkostninger, der posteres i resultatopgørelsen som personale omkostninger, og derfor skal der ikke foretages regulering i reformuleringen for disse egenkapitalposter.

Posten option på minoritetsandel er en opskrivning af minoritetsinteressen i OÜ BO-Soft og relaterer sig således til en andel af driftsresultatet og egenkapitalen, som B&O ikke har ejerskab til. Denne reguleres ikke over hverken drifts- eller finansieringsaktiviteten.

Posterings vedrørende køb og salg af egne aktier samt udbytte vedrører transaktioner med ejerne og flyttes ikke over til drifts- eller finansieringsaktiviteten.

Behandling af ejerandele i associerede virksomheder og minoritetsinteresser

Idet B&O fortsat ejer 35% af Medicom, er B&Os resultatandel af Medicom indregnet i B&Os resultatopgørelse fra regnskabsperioden 2007/08, følgelig må der, for at skabe et konsistent grundlag at foretage

⁵⁶ B&O Årsrapporter, samt egen tilvirkning

budgettering på baggrund af, indregnes 35% af Medicoms resultat i hvert af årene 2003/04, 2004/05, 2005/06 og 2006/07.

Minoritetsinteresser i B&Os koncernregnskab opstår som resultat af at B&O, i overensstemmelse med gældende regnskabsregulering, konsoliderer 100% OÜ BO-Soft ind i B&O-koncernens resultatopgørelse, på trods af at B&O koncernen kun ejer 51%, og således ikke har ejerskab til hele dette drifts- over/underskud. Ligeledes indregnes hele ICEpower aktiviteten, på trods af at der indtil første kvartal 2008/09 kun ejes 90%. Konsolideringen er foretaget linie for linie, og derfor vedrører posten minoritetsinteresser, som tilbagefører den andel af over- eller underskuddet som B&O ikke ejer af både drifts- og finansieringsaktivitet.

Teorien⁵⁷ foreslår, at minoritetsinteresser holdes uden for beregningen af resultat fra drifts- og finansieringsaktivitet og reguleres med en tilsvarende forholdsmæssig andel af den bogførte værdi af nettodriftsaktiver efter beregning af equity value af B&O. Denne metode er baseret på en antagelse om, at den bogførte værdi af nettodriftsaktiver, som i softwareudviklingselskabet f.eks. kunne være meget lille, forholdsmæssigt vil svare til den samme andel af enterprise value, når værdiansættelsen er foretaget. I det tilfælde hvor OÜ Soft-BO er et selskab, der udvikler teknologi, som er med til at få B&Os omsætning og cash flow til at vokse meget i budgetperioden, og selskabet således isoleret set kunne være meget mere værd ved en dcf-baseret værdiansættelse end den forholdsmæssige andel af den regnskabsmæssige værdi af nettodriftsaktiverne afspejler, vil denne metode medføre, at værdiansættelsen bliver forkert, fordi det vil være en for lav værdi, der bliver allokeret til minoritetsaktionærerne. På den anden side kan der argumenteres for, at størsteparten af værdien af minoritetsaktionærernes aktier opstår, fordi selskabet er en del af B&O koncernen, og at B&O, der har kontrol med aktiviteterne i selskabet, kan betragte minoritetsaktionærernes resultatandel som en finansieringsomkostning. Eftersom budgetteringen, uden at der foretages nogle reguleringer til resultatopgørelsen i Årsrapporten, kommer til at indeholde budgettering af 49% af resultatopgørelsesposterne i OÜ Soft-BO, som B&O ikke har ejerskab til, er det min opfattelse, at det vil være mere korrekt at trække den forholdsmæssige andel af resultatopgørelsesposterne ud af budgetteringsgrundlaget, således at de ikke er indeholdt i budgetteringen. På den måde vil man opnå en budgettering og værdiansættelse, som ikke indeholder værdien af minoritetsaktionærernes aktier, og derfor vil det ikke være nødvendigt at foretage nogle yderligere reguleringer når værdiansættelsen i DCF modellen er foretaget. Regnskab for OÜ-BO-Soft er dog ikke tilgængeligt, og således kan værdien af de enkelte poster, der er indregnet i resultatopgørelsen, ikke identificeres og reguleres. Derfor kan ovenstående metode ikke benyttes. I stedet fastholdes værdien af minoritetsaktionærernes poster inde i budgetteringsgrundlaget og dermed også i den beregnede værdiansættelse, hvorefter der må foretages en regulering når equity value er beregnet.

I første kvartal 2008/09 opkøbte B&O de resterende 10% af aktierne i Bang & Olufsen ICEpower a/s, således er det korrekt at foretage budgettering på baggrund af en 100% konsolidering. Den andel af minoritetsinteresser som relaterer sig til ICEpower, og som historisk set er indregnet i B&Os koncernregnskab

⁵⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 200

i den historiske periode under review, skal således reguleres, så den reelle ejerstruktur og totalindkomst afspejles.

Reformuleret resultatopgørelse

På baggrund af de foretagne reformuleringer og justeringer kan den reformulerede resultatopgørelse for de seneste 5 år, som afspejler driftsoverskud efter skat, resultat af finansieringsaktivitet efter skat og totalindkomsten for B&O, opstilles:

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Omsætning	3,475	3,558	4,027	4,274	4,092
Produktionsomkostninger	-1,861	-1,871	-2,127	-2,253	-2,200
Bruttofortjeneste	1,614	1,687	1,900	2,021	1,893
Udviklingsomkostninger	-315	-386	-429	-454	-546
Distributionsomkostninger	-836	-829	-914	-905	-1,004
Administrationsomkostninger	-127	-125	-132	-131	-149
Resultat af primær drift	336	347	425	532	195
Regulering for sammenlignelighed og validitet	-2	-7	-12	-9	-20
Regulering for usædvanlige poster	0	0	0	0	61
Valutakurstab/gevinst reformuleres fra finansielle poster	8	13	-10	-8	-12
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaber	5	5	-11	1	7
Resultat af associerede virksomheder	2	0	-1	-1	-11
Medicom resultatandel 2003/04-2006/07	-2	5	5	-1	n.a.
Reguleringer & resultat af associerede virksomheder	10	16	-28	-17	24
Driftsoverskud før skat	346	363	397	515	219
Skat af driftsresultat	-72	-116	-133	-150	-54
Driftsoverskud efter skat	274	247	264	364	165
Gevinst ved salg af aktier i datterselskab	0	0	0	12	0
Finansielle indtægter	27	31	18	16	20
Finansielle omkostninger	-25	-24	-25	-32	-50
Huslejeindtægter investeringsejendomme	6	6	6	6	5
Afskrivninger investeringsejendomme	-4	-4	-4	-4	-4
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaber	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1
Reformulerede valutakurseffekter til driftsaktivitet	-8	-13	10	8	12
Resultat af finansieringsaktivitet før skat	-3	-3	5	6	-16
Skat af finansieringsaktivitet	1	1	-1	-2	5
Resultat af finansieringsaktivitet efter skat	-3	-2	3	4	-11
Total indkomst før minoritetsinteresser	271	245	267	368	154
Minoritetsinteresser i Årsrapporten	-2	0	-2	-5	-8
Tilbageførelse af minoritetsinteresse i ICEpower	2	0	2	3	2
Total indkomst	271	245	267	366	149

Tabel 11 Reformuleret resultatopgørelse for B&O 2003/04-2007/08^{58, 59}

Der tages i ovenstående tabel udgangspunkt i resultatopgørelsen, som den fremkom efter der er foretaget regulering for Medicom, samt proformaregulering af 2003/04 regnskabet for ændring af regnskabspraksis til IFRS.

Skatten er fordelt mellem drifts og finansieringsaktivitet med udgangspunkt i den samlede effektive skattesats i regnskabsåret.

Idet den reformulerede resultatopgørelse også indeholder regulering for usædvanlige (eller transitoriske) poster, kan det beregnede overskud før og efter skat også benyttes som indikator for B&Os langsigtede indtjeningsevne.

⁵⁸ B&O årsrapporter 2003/04-2007/08, samt egen tilvirkning

⁵⁹ Regulering for overgang til IFRS i 2003/04 og tilbageførelsen af Medicom aktiviteten i 2003/04-2006/07 er indeholdt i det præsenterede resultat af primær drift og indgår således ikke i oversigten som foretagne reguleringer præsenteret i tabellen.

Reformuleret balance

Ligeledes opstilles den reformulerede balance, hvor driftsaktiver (DA) og driftsgæld (Gd) sammenholdes til beregning af netto driftsaktiver (NDA), og hvor balanceposter, der relaterer sig til B&Os finansieringsaktivitet, samles, hvorefter netto finansielle aktiver (NFA) kan beregnes. Tabellen følger nedenfor:

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Driftsaktiver (DA)					
Immaterielle anlægsaktiver	269	292	356	450	417
Materielle anlægsaktiver	590	554	608	618	656
Kapitalandele i associerede virksomheder	9	7	6	16	6
Udskudte skatteaktiver	41	44	29	21	52
Andre finansielle tilgodehavender	17	29	36	88	23
Varebeholdninger	490	430	567	694	801
Tilgodehavender fra salg	516	549	655	734	593
Andre tilgodehavender	244	69	68	66	79
Periodeafgrænsningsposter	22	15	26	23	31
Driftsaktiver (DA)	2,198	1,988	2,351	2,710	2,657
Driftsgæld (Gd)					
Pensioner	1	1	16	10	10
Udskudt skat	66	64	64	68	64
Andre hensatte forpligtelser	56	66	87	103	84
Hensatte forpligtelser	69	52	31	33	46
Leverandører af varer og tjenesteydelser	184	208	208	214	216
Forudbetalinger fra kunder	19	42	0	98	84
Selskabsskat	10	72	78	122	66
Anden gæld	403	315	407	356	322
Driftsgæld (Gd)	808	820	890	1,004	892
Netto driftsaktiver (NDA)	1,390	1,168	1,462	1,706	1,766
Netto finansielle aktiver (NFA)					
Investeringsejendomme	68	64	60	56	53
Likvide beholdninger	473	732	503	157	53
Langfristede aktiver bestemt for salg	0	0	1	0	0
Realkreditinstitutter	-135	-121	-107	-93	-236
Kreditinstitutter	-139	-88	-130	-97	-101
Afdrag på langfristet gæld & gæld	-43	-39	-46	-46	-51
Netto finansielle aktiver (NFA)	224	549	281	-24	-282
Egenkapital	1,612	1,714	1,738	1,676	1,472
Minoritetsinteresse	2	2	4	6	12
Ejer og ekstern finansiering	1,390	1,168	1,462	1,706	1,766

Tabel 12 Reformuleret balance⁶⁰

Investeringsejendomme besiddes af B&O for at opnå lejeindtægter eller kapitalgevinster⁶¹, og således falder dette aktiv ikke under definitionen af B&Os driftsaktivitet. I stedet kan aktivet efter min vurdering betragtes som placering af overlikviditet og derfor som et finansielt aktiv i B&Os reformulerede balance. I 2006/07 flyttede B&O 59,5 millioner fra materielle anlægsaktiver til investeringsejendomme, i forbindelse med at B&O Medicom er blevet associeret selskab. For at sikre konsistens i analysen er dette beløb reklassificeret, reguleret for afskrivninger, fra materielle anlægsaktiver i driftsaktiverne til investeringsejendomme i finansieringsaktiviteten i hele perioden.

Andre finansielle tilgodehavender udgøres af udlån til ikke tilknyttede virksomheder. Det antages, at det konkret vedrører udlån til ejerne af B&O butikker, og at denne aktivitet således er driftsrelateret.

⁶⁰ B&O årsrapporter 2003/04-2007/08, samt egen tilvirkning

⁶¹ B&O Årsrapport 2007/08, side 76

Nøgletalsanalyse af B&Os reformulerede resultatopgørelse og balance

For bedre at forstå de trends, der findes i B&Os regnskabstal, udarbejdes i nøgletalsanalyse. Nedenfor fremsættes en beregning af egenkapital forrentningen før minoritetsinteresser (EKF) og afkastgraden på netto driftsaktiver (AGNDA):

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Beregning af egenkapitalens forrentning					
Total indkomst før minoritetsinteresser	271	245	267	368	154
Egenkapital	1,612	1,714	1,738	1,676	1,472
EKF	17%	14%	15%	22%	10%
Afkastgrad på NDA					
Core DO	274	247	264	364	165
NDA	1,390	1,168	1,462	1,706	1,766
AG NDA	20%	21%	18%	21%	9%

Tabel 13 Beregning af EKF and AG NDA B&O 2003/04-2007/08

Baseret på mine beregninger fremgår det, at EKF var faldende fra 2003/04 til 2004/05, hvorimod AGNDA var stigende, efterfølgende steg EKF fra 14% til 22% i perioden fra 2004/05 til 2006/07, mens AG NDA steg i 2004/05, faldt i 2005/06 og steg i 2006/07. I 2007/08 faldt både EKF og AG NDA med 12 procentpoint.

For bedre at forstå udviklingerne ovenfor foretages en beregning af overskudsgraden (Core OG salg), samt en dekomponering af denne. Det antages til analyseformål, at de identificerede valutakurs gevinster og tab samt effekter af dagsværdireguleringer af finansielle instrumenter, som i forbindelse med reformuleringen er relateret til driftsaktiviteten, kan fordeles forholdsmæssigt mellem nettoomsætningen og produktionsomkostningerne.

Distributionsomkostninger er reguleret for identificerede usædvanlige poster på i alt 53 millioner, som blev identificeret i 2007/08. Reguleringer af hensættelser identificeret i forbindelse med analyse af sammenlignelighed og validitet er allokert til produktionsomkostninger og medfører således forøgede produktionsomkostninger årene 2004/05 til 2007/08 sammenholdt med hvad der blev oplyst i årsrapporten. Administrationsomkostninger indeholder regulering i forbindelse med allokering af investeringsejendommens husleje og afskrivninger til finansieringsaktiviteten samt usædvanlige poster i forbindelse med aftrædelse af den tidligere direktør. Dette er indarbejdet i analysen nedenfor:

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Beregning af overskudsgraden					
Driftsoverskud efter skat	274	247	264	364	165
Nettoomsætning (med valutaregulering)	3,483	3,570	4,013	4,270	4,088
Core OG salg	7.9%	6.9%	6.6%	8.5%	4.0%
Dekomponering af overskudsgraden					
Omsætningsvækst		2.5%	12.4%	6.4%	-4.3%
Bruttomargin (m. valutaregulering)	46.4%	47.3%	46.9%	47.1%	45.8%
Udviklingsomkostninger i % af omsætning	9%	11%	11%	11%	13%
Distributionsomkostninger i % af omsætning	24%	23%	23%	21%	23%
Administrationsomkostninger i % af omsætning	4%	4%	3%	3%	3%
Effektiv skattesats	22%	31%	31%	29%	27%

Tabel 14 Beregning af overskudsgrad og delkomponering

Det fremgår, at overskudsgraden har været faldende i analyseperioden, bortset fra 2006/07 hvor der var en stigning. Det fremgår af dekomponeringen, at udviklingen i OG har varierende forklaringer.

- I 2004/05 var der en stigning i udviklingsomkostninger og en stigning i den effektive skattesats.
- I 2005/06 var der et fald i bruttomarginen.
- I 2006/07 opnåede B&O en forbedring af bruttomarginen og forholdsmæssigt reducerede omkostninger til distribution og en lavere effektiv skattesats.
- I 2007/08 faldt bruttomarginen og både andelen af udviklings- og distributionsomkostninger steg i procent af omsætningen.

I det følgende er der foretaget en mere detaljeret analyse af den historiske udvikling i omsætning og omkostninger.

Omsætning

Ved analyse af den historiske udvikling i omsætningen reguleres ligeledes for den omsætning, der blev genereret af Medicom, men ikke for valutakurs, idet den ikke kan allokeres til enkelt markeder. Derfor fremkommer følgende billede:

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	Gens årlig vækst
Skandinavien	658	674	734	760	640	-1%
Storbritannien	584	536	538	523	420	-8%
Tyskland	384	399	439	483	442	4%
Øvrige Europa	1,117	1,160	1,367	1,408	1,359	5%
Mellemøsten, Rusland & øvrige nye mark	176	212	271	251	306	15%
Nord Amerika	279	270	254	243	209	-7%
Asien	231	233	261	317	330	9%
Enterprise & Automotive	21	39	73	184	278	91%
Ikke brandet forretning - Ice Power	26	35	90	106	108	44%
Samlet omsætning (excl. Medicom)	3,475	3,558	4,027	4,275	4,092	4%
Årlig vækst		2%	13%	6%	-4%	

Tabel 15 Omsætningsfordeling B&O 2003/04 - 2007/08⁶²

Omsætningsudviklingen har været stigende i perioden fra 2003/04 til 2006/07, hvorefter det har været et fald i 2007/08. Dette skyldes udviklingen i de Europæiske markeder. Det fremgår, at der i gennemsnit i perioden har været vækst i Mellemøsten, Rusland og Asien samt i divisionerne Automotive, Enterprise og IcePower. Enterprise omsætningen er projektbaseret, og derfor kan der forekomme udsving i denne omsætning fra år til år, B&O har imidlertid opnået en stigende omsætning i hele perioden fra 2003/04 til 2007/08, med en gennemsnitlig årlig vækstrate på 65%.

I Nordamerika har omsætningen været faldende i hele analyseperioden, i gennemsnit med 7% om året, men med et ekstra stort fald fra 2006/07 til 2007/08.

Produktionsomkostninger

Idet produktionsomkostninger som udgangspunkt er variable omkostninger og derfor følger omsætnings udvikling, vurderes udviklingen på baggrund af bruttomarginens udvikling.

⁶² Årsrapporterne 2003/04, 2004/05, 2005/06, 2006/07 samt 2007/08, herudover 4. kvartals regnskabsmeddelelser fra B&O for hver af de respektive år.

B&O beskrev i årsrapporten for 2004/05, at selskabet havde erfaret en faldende priser for elektronikråvarer og komponenter samtidig med, at dollarkursen var faldende. Dog modvirkes dette af stigende stål- og oliepriser⁶³. Ved analyse af udviklingen i produktionsomkostninger fremgår det, at bruttomarginen derfor er steget. Det skal bemærkes, at oplysningerne i årsrapporten ikke indeholder detaljerede oplysninger om specifikke omkostningsarter inden for hver gruppe af omkostninger, hvorfor der kan være en række andre faktorer, som påvirker udviklingen i produktionsomkostningerne, herunder for eksempel øget effektivisering, som også kunne være medvirkende årsag til udviklingen i bruttomarginen.

Tv-porteføljen har en lavere bruttomarginen end andre B&O produkter. I 2005/06 hvor BeoVision 7 og 9 blev lanceret og skabte en omsætningsfremgang på 286 millioner, faldt bruttomarginen⁶⁴.

I regnskabsåret 2006/07 blev bruttomarginen forbedret, hvilket ifølge ledelsen skyldes forbedret produktmix og en vellykket indkøring af produktionsanlægget i Tjekki⁶⁵, hvor ca. 200 arbejdspladser blev flyttet fra Struer til Tjekki for at reducere lønomkostninger⁶⁶. I min analyse Tabel 7 Regulering for Medicomaktivitet fremgår det, at en væsentlig del af fremgangen i bruttomarginen fra 2005/06 til 2006/07 skyldes en reduceret aktivitet hos Medicom, som havde et omsætningsfald på 97 millioner med en bruttomargin på henholdsvis 22% og 16%. Indkøringen af produktionsanlægget i Tjekki og ændringen i produktmix således umiddelbart kun tilskrives at have forbedret bruttomarginen med 0,1 procentpoint.

Den faldende bruttomargin i 2007/08 sker ifølge ledelsen igen som følge af ændret produktmix⁶⁷. I kvartalsrapporten for første kvartal 2008/09 forklarer ledelsen dog også, at en del af produktionsomkostningerne er faste⁶⁸. Derfor vil produktionsomkostningerne stige i procent af omsætningen, når omsætningen, som det var tilfældet fra 2006/07 til 2007/08, falder. Modsætningsvist må det forventes, at bruttomarginen vil stige, når omsætningen stiger fra det nuværende niveau som følge af de faste produktionsomkostninger. Derfor må det også antages, at en del af forklaringen på den faldende bruttomargin i 2007/08 skyldes den faldende omsætning.

Udviklingsomkostninger

Det beløb, som har været udgiftsført i resultatopgørelsen i analyseperioden som udviklingsomkostninger, har været stigende fra 315 millioner i 2003/04 til 546 millioner i 2007/08. De stigende udviklingsomkostninger er resultatet af høje udviklingsomkostninger til fladskærmsfjernsyn, der afskrives fra ibrugtagning/lancering i 2005/06, samt til Automotive. Antallet af ansatte udviklere har været konstant omkring 500 medarbejdere i hele perioden.

De udviklingsomkostninger, som indregnes i resultatopgørelsen, er påvirket af den levetid som de enkelte udviklingsprojekter har. Ifølge B&Os regnskabspraksis afskrives udviklingsprojekter over brugstiden og

⁶³ Årsrapporten 2004/05, side 42

⁶⁴ Årsrapporten 2005/06, side 21

⁶⁵ Årsrapporten 2006/07, side 23

⁶⁶ Årsrapporten 2004/05, side 23

⁶⁷ Årsrapporten 2007/08, side 26

⁶⁸ B&O 1. kvartalsrapport 2008/09, side 4

afskrivningsperioden udgør sædvanligvis 3-6 år. Eftersom konkurrenceintensiteten og tempoet i den teknologiske udvikling er meget højt, må det forventes, at udviklingen vil intensiveres, og at levetiden/brugstiden for B&Os udviklingsprojekter følgelig bliver forkortet. Dette må også have påvirket udviklingen i udviklingsomkostningerne⁶⁹.

Distributionsomkostninger

Distributionsomkostninger indeholder distributions- og markedsføringsomkostninger til butikker som sælger B&O udstyr. Følgende analyse er udarbejdet for at belyse udviklingen i distributionsomkostninger nærmere:

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Antal B1 butikker	642	672	725	777	822
Antal SIS	670	637	596	522	421
Øvrige multibrand butikker	215	150	51	0	0
Samlet antal distributionskanaler	1,527	1,459	1,372	1,299	1,243
Andel af B1 butikker	42%	46%	53%	60%	66%
Gennemsnitsomkostninger per distributionskanal '000	547	568	666	697	765
Udvikling i gennemsnitlige omkostninger per kanal		4%	17%	5%	10%
Vægtede omkostninger per kanal '000	-1,006	-980	-1,039	-997	-1,025
Udvikling i estimeret omkostninger per kanal		-3%	6%	-4%	3%
Nye B1 butikker	51	90	83	86	76
Lukkede B1 butikker (eller omdannet til SIS)	44	60	30	34	31
Nettoudvikling B1 butikker	7	30	53	52	45

Tabel 16 Udvikling i distributionskanaler og distributionsomkostninger 2003/04 til 2007/08⁷⁰

Det fremgår, at antallet af distributionskanaler har været faldende i analyseperioden. B&Os strategi er at satse på B1 butikkerne som den væsentligste, og SIS butikker der hvor der endnu ikke er befolkningsgrundlag til en B1 butik⁷¹. Ledelsen har i analyseperioden fokuseret på at forbedre kvaliteten af distributionen og har haft ambition om netto at åbne 50 nye B1 butikker om året siden 2005/06. Nettoudviklingen i B1 butikker i analyseperioden fremgår af tabellen ovenfor.

Der fremgår også, at de gennemsnitlige distributionsomkostninger per butik er steget væsentligt fra 547.000 til 765.000 per butik. En af de primære drivere af distributionsomkostninger per kanal er andelen af B1 butikker, da disse antages at være væsentligt mere omkostningstunge at drive end andre distributionskanaler. Andel af B1 butikker er steget fra 42% i 2003/04 til 66% i 2007/08. Selvom B1 butikker bare udgjorde 66% af distributionskanalerne, udgjorde de 81% af omsætningen, hvilket indikerer, at B1 butikkerne omsætningsmæssigt er en bedre distributionskanal end de andre distributionskanaler B&O benytter, herunder SIS.

Oplysninger om omkostninger per type distributionskanal er ikke offentligt tilgængelige, derfor er det til analyseformål antaget, at omkostningerne til en SIS butik og en multibrandbutik udgør henholdsvis 25% og 10% af de omkostninger, som en B1 butik koster. Når dette indarbejdes i analysen fremkommer der

⁶⁹ For yderligere analyse af udviklingsomkostninger henvises til Tabel 4 Analyse af aktiverede udviklingsomkostninger

⁷⁰ B&O Årsrapport 2003/04 –2007/08, Antallet af multibrandbutikker i 2004/05 samt 2006/07 og 2007/08 er dog antaget, da data ikke var tilgængelige i Årsrapporten.

⁷¹ B&O Årsrapport 2004/05

et vægtet gennemsnit, som viser, at omkostningerne per distributionskanal er rimelig konstante omkring 1 million per kanal.

Distributionsomkostningerne stiger fra 837 millioner i 2004/05 til 920 millioner i 2005/06. I årsrapporten for 2004/05 forklarer B&O ledelsen, at B&O ønsker at intensivere markedsføringsarbejdet⁷². Hvilket har resulteret i højere omkostninger per distributionskanal i 2005/06. Når der reguleres for dette, antages det, at der fra 2004/05 til 2006/07 har været en jævn stigning i de vægtede omkostninger per distributionskanal.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostningerne har i hele analyseperioden udgjort 3% af omsætningen. Administrationsomkostninger er som udgangspunkt faste omkostninger, men øget aktivitet kan medføre behov for øget administration. De regulerede administrationsomkostninger har i perioden 2003/04 – 2006/07 været i niveau omkring 130 millioner, mens de i 2007/08 steg til 142 millioner. Udviklingen formodes at være forårsaget af reguleringen af Medicomaktiviteten.

Skat

Den effektive skattesats steg fra 22% i 2003/04 til 31% i 2004/05 og 2005/06. I 2006/07 faldt den, fordi selskabsskatteprocenten i Danmark blev nedsat fra 30% til 28% i regnskabsåret 2006/07. I 2007/08 blev den danske selskabsskatteprocent yderligere reduceret fra 28% til 25%.

Der fremgår imidlertid af regnskabet for 2006/07, at der i 2007/08 er foretaget en regulering vedrørende tidligere år svarende til en effektiv skattesatsreduktion på 4,2%. Derfor er skatten på det beregnede driftsoverskud efter skat reguleret med disse 4,2% i forhold til den skatteomkostning der indgår i Årsrapporten.

⁷² Årsrapporten 2004/05, side 44

Analyse af den reformulerede balance

For yderligere at forklare udviklingen i AG NDA beregnes omsætningshastigheden for NDA (AOH). Beregningen er fremsat nedenfor:

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Reguleret omsætning	3,483	3,570	4,013	4,270	4,088
NDA	1,390	1,168	1,462	1,706	1,766
AOH	2.5	3.1	2.7	2.5	2.3

Tabel 17 Beregning af AOH NDA⁷³

AOH har i hele analyseperioden ligget mellem 2,3 og 2,9. Det fremgår, at der var en væsentlig stigning i AOH i 2004/05, hvor der var et fald i NDA, som i al væsentlighed skyldes en reduktion i andre tilgodehavender som var forårsaget af modtagelse af tilgodehavende selskabsskat og salgssum for en solgt elektronikfabrik. Størrelsen på andre tilgodehavender i 2003/04 må følgelig antages at være unormalt stor, og derfor skal denne udvikling ikke lægges til grund for budgetteringen af balanceposterne i B&O. I 2005/06 og 2006/07 faldt AOH som følge af stigende NDA uden tilsvarende stigning i omsætningen. NDA steg som følge af højere aktiveret værdi af udviklingsprojekter og varebeholdninger, som indikerer, at B&O gjorde klar til en højere aktivitet fremadrettet. Herudover steg tilgodehavender fra salg, som kan være resultat af den stigende aktivitet uden for Europa. Den faldende AOH fra 2006/07 til 2007/08 skyldes faldende omsætning. Udviklingen i AOH for de enkelte driftsaktiver fremsættes nedenfor:

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Immaterielle anlægsaktiver	12.9	12.2	11.3	9.5	9.8
Materielle anlægsaktiver	5.9	6.4	6.6	6.9	6.2
Varebeholdninger	7.1	8.3	7.1	6.2	5.1
Tilgodehavender fra salg	6.8	6.5	6.1	5.8	6.9
Andre tilgodehavender	14.3	52.1	59.0	65.2	52.0

Tabel 18 AOH analyse på udvalgte driftsaktiver⁷⁴

AOH for immaterielle anlægsaktiver har været faldende frem til 2006/07, hvilket skyldes, at den forholdsmæssige stigning i den aktiverede værdi af immaterielle anlægsaktiver har været højere end stigningen i omsætningen i perioden frem til 2006/07. Det betyder, at der er blevet oparbejdet produktudvikling i B&O i en højere grad end omsætningsstigningen har reflekteret i samme periode.

AOH for immaterielle anlægsaktiver stiger med 0,3, fra 2006/07 til 2007/08 fordi værdien af udviklingsprojekter mv. falder fra 2006/07 til 2007/08 med 33 millioner fra 450 millioner til 417 millioner, mens den regulerede omsætning falder med 182 millioner fra 4.270 millioner til 4.088 millioner.

Netto finansielle aktiver

Det blev tidligere vist, at der er stor korrelation mellem EKF og AG NDA, hvilket efterlader en meget lille del af EKF udviklingen til finansieringsaktiviteten at forklare i forbindelse med denne nøgletalsanalyse.

⁷³ Egen tilvirkning

⁷⁴ Egen tilvirkning

Nedenfor er der foretaget en analyse af finansieringsaktiviteten på baggrund af den reformulerede balance og resultatopgørelse:

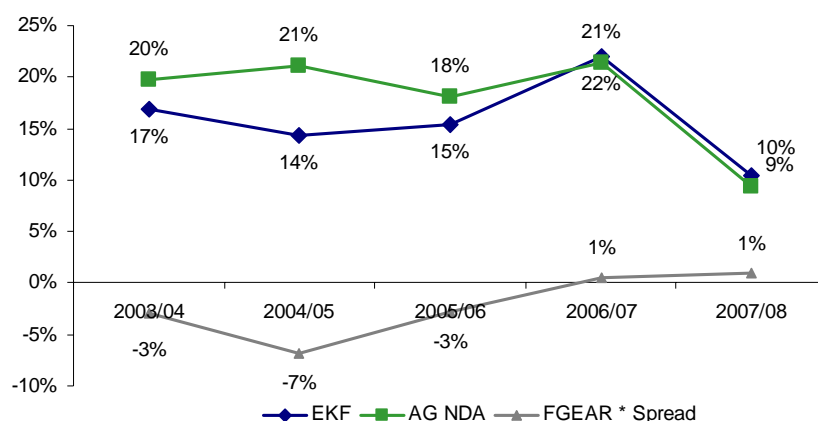
DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
NFA	224	549	281	-24	-282
Egenkapital	1,612	1,714	1,738	1,676	1,472
FGEAR	-0.14	-0.32	-0.16	0.01	0.19
AG NDA	20%	21%	18%	21%	9%
Resultat af finansieringsaktivitet efter skat	-3	-2	3	4	-11
AG NFA/ Netto renteomkostninger i %	-1%	0%	1%	-17%	4%
Spread	21%	22%	17%	38%	5%
FGEAR * Spread	-3%	-7%	-3%	1%	1%
AG NDA + (FGEAR * Spread)	17%	14%	15%	22%	10%
EKF	17%	14%	15%	22%	10%

Tabel 19 Analyse af finansieringsaktivitet

Det fremgår af den reformulerede balance, at netto finansielle aktiver har været positive i perioden 2003/04 til 2005/06, og således er den finansielle gearing negativ. Generelt har den finansielle gearing været lav eller positiv i B&O, og det fortsætter den med at være også i 2007/08, på trods af at B&O optager et prioritetslån, som er medvirkende årsag til, at NFA øges til -282 millioner. På trods af at B&O har haft positive NFA, har AG NFA været negativ eller meget lille i både 2003/04, 2004/05 og 2005/06, hvilket isoleret set ikke kan anses som tilfredsstillende for aktionærerne.

I 2006/07 fremkommer der en nettogæld ved opgørelse af NFA, men resultatet af finansieringsaktiviteten er positivt, hvilket medfører en negativ nettorenteomkostning for B&O, hvilket må anses som værende meget positivt. I 2007/08 fremkommer der en i nøgletalssammenhæng en "normalsituation", hvor B&Os NFA er en gæld, og resultatet af finansieringsaktiviteten er negativ, således at nettorenteomkostningerne bliver 4%. Spread fremkommer som forskellen mellem AG NDA og AG NFA.

Sammenhængen mellem finansieringsaktivitetens og driftsaktivitetens nøgletal fremgår af nedenstående graf, som viser, hvordan EKF sammensættes medudgangspunkt i ovenstående analyse:



Figur 14 Sammenhæng EKF, AG NDA og FGEAR * SPREAD

Grafen viser, at den væsentligste driver af EKF for B&O er AG NDA. Det fremgår, at den finansielle gearing har haft negativ effekt på EKF i 2003/04-2005/06 og positiv effekt i 2006/07 og 2007/08.

Reformuleret pengestrømsopgørelse

Den officielle pengestrømsopgørelse inddeler pengestrømmene i drifts-, investerings- og finansieringsaktivitet. Dette skal reformuleres, hvorved investeringsaktiviteten ophører, og pengestrømmene kun opdeles i drifts- og finansieringsaktivitet.

For at danne et grundlag for dcf værdiansættelsen må det frie cash flow fra driften beregnes. Derfor reformuleres B&Os pengestrømsopgørelse, således at pengestrømme fra driftsaktiviteten beregnes efter den indirekte metode, og at pengestrømme, der opstår i forbindelse med transaktioner med ejerne og långivere isoleres. Der tages udgangspunkt i det driftsoverskud, som beregnes i den reformulerede resultatopgørelse. Herefter reguleres for den investeringsaktivitet, der har været, ved at tilbageføre effekten af afskrivninger og indregne de foretagne investeringer/salg af aktiver hvorved nettoinvesteringer i materielle og immaterielle anlægsaktiver fremkommer i de pågældende år. Herudover reguleres der for ikke pengestrømsgenererende poster, som er reformuleret fra egenkapitalen, og yderligere foretages en indregning af effekten for ændringen i de øvrige nettodriftsaktiver. Den reformulerede pengestrømsopgørelse fremgår nedenfor:

DKK millioner	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Cash flow fra driftsaktivitet				
Driftsoverskud	247	264	364	165
Tilbageførelse af afskrivninger på driftsaktiver	249	229	245	295
Investeringer i immaterielle anlægsaktiver, netto	-123	-171	-209	-123
Investeringer i materielle anlægsaktiver, netto	-101	-172	-148	-167
Egenkapital og valutakursreg. i datterselskaber	-5	11	-1	-7
Ændring i netto driftsaktiver (eksl. anlægsaktiver)	208	-175	-140	-55
Frit Cash flow fra driftsaktiviteten	475	-15	111	109
Cashflow fra finansieringsaktivitet				
Transaktioner med ejerne				
Udbytte	-84	-143	-189	-234
Køb af egne aktier, mv.	-95	-138	-253	-99
Gældsfinansiering				
Overskud fra finansieringsaktivitet efter skat	-2	3	4	-11
Tilbageførelse afskrivninger på finansieringsaktiver	4	4	4	4
Ændring i NFA (eksl. likvider)	-66	39	-41	155
Cashflow effekt fra finansieringsaktivitet	-242	-236	-475	-185
Diverse reguleringer vedr. reformulering og justeringer	26	22	19	-27
Ændring i likvider	259	-229	-346	-103
Likvider primo	473	732	503	157
Likvider ultimo	732	503	157	53

Tabel 20 Reformuleret pengestrømsopgørelse⁷⁵

Det fremgår, at det frie cash flow fra driftsaktiviteten har været meget varierende. Det varierende frie cash flow opstår særligt som følge af meget varierende effekter fra ændringerne i arbejdskapitalen. Fra 2003/04 til 2004/05 faldt andre tilgodehavender. Fra 2004/05 til 2005/06 blev bindingen i tilgodehavender fra salg og varebeholdninger øget med 243 millioner, som ikke blev modsvaret med tilsvarende stigninger i driftsgæld. B&O er i 3 af de 4 år indeholdt i analysen i stand til at finansiere sine anlægsinvesteringer med det frie cash flow fra driften.

⁷⁵ 2003/04 indgår ikke i analysen idet der ikke er foretaget reformulering af balancen for 2002/03, og dermed ikke kan foretages beregning af ændringen i nettodriftsaktiver.

Der er foretaget en særskilt analyse af anlægsinvesteringsniveauet i B&O nedenfor:

DKK millioner	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	Gennemsnit
Køb af immaterielle anlægsaktiver	-125	-171	-210	-125	-156
Køb af materielle anlægsaktiver	-123	-185	-158	-190	-159
Salg af immaterielle anlægsaktiver	2	0	1	2	2
Salg af materielle anlægsaktiver	22	14	10	23	30
Netto pengestrøm fra investeringsaktivitet	-223	-343	-357	-291	-283
Nettokøb, immaterielle anlæg (% af omsætningen)	3.4%	4.3%	4.9%	3.0%	3.9%
Nettokøb, materielle anlæg (% af omsætningen)	2.8%	4.3%	3.5%	4.1%	3.3%

Tabel 21 Analyse af investeringsniveauet i B&O⁷⁶

B&O koncernen foretager betydelige salg af aktiver, følgelig anses det som en del af normal driftsaktivitet at sælge og opnå positivt cash flow ved salg af anlægsaktiver, og derfor indregnes disse salg i analysen, således at investeringsniveauet fremkommer netto.

Investeringerne foretaget af B&O samlet set for materielle og immaterielle anlægsaktiver har udgjort fra 223 til 357 millioner i analyseperioden, gennemsnitligt 283 millioner om året. Investeringerne i immaterielle anlægsaktiver 3,0-4,9% af årets omsætning, gennemsnitligt 4,3% i perioden og investeringerne i materielle anlæg udgjorde 2,8-4,3% af omsætningen med et gennemsnit i perioden på 3,3%.

I 2005/06 blev der foretaget investeringer på 74 millioner til fabrikken i Tjekkiet, hvis der reguleres for dette, vil investeringen i materielle anlæg i dette år udgøre 2,4% af omsætningen, og gennemsnittet over perioden vil falde til 2,9%. Investeringsniveauet inklusive fabrikken i Tjekkiet afspejler dog ikke det investeringsniveau, som man må forvente for B&O fremover, fordi der, selvom ledelsen må forventes at foretage opdatering og outsourcing/flytning af produktionen løbende fremover, i forbindelse med udførelse af det første outsourcing projekt vil være nogle særlige omkostninger/investeringer, som ikke vil forekomme, hvis der foretages yderligere outsourcing initiativer i koncernen, og derfor vil disse skulle budgetteres særskilt i hvert enkelt tilfælde.

I øvrigt fremgår det af pengestrømsanalysen, at B&O har haft betydelige transaktioner med ejerne som består dels af udbytter og dels af tilbagekøb af egne aktier. Samlet set har beholdningen af likvide midler været faldende over perioden fra 732 millioner i slutningen af 2004/05 til 53 millioner i 2007/08.

⁷⁶ Årsrapporterne 2003/04 – 2007/08

Budgettering

I det følgende afsnit, vil jeg med udgangspunkt i den strategiske og regnskabsmæssige analyse foretage en budgettering af B&Os frie cash flow fra driften, først ved budgettering af de driftsrelaterede poster i resultatopgørelsen og herefter ved at foretage budgettering af nettodriftsaktiver.

Budgettering af omsætning

B&O ledelsen forventer en faldende omsætning i 2008/09⁷⁷. Dette skyldes ifølge ledelsen, at der er færre kunder, og at lancering af nye B&O-produkter, der normalt genererer ekstraomsætning, først foretages ved juletid og derfor ikke rigtig får regnskabseffekt før i andet halvår⁷⁸.

De konkrete produktlanceringer, der er tale om, er følgende⁷⁹:

- Nyt audiokoncept (lanceres i november)
- BeoVision 8 40 tommer version (lanceres i slutningen af finansåret 2008/09)
- BeoVision 4 produkt, som både i størrelse og funktionalitet vil sætte nye standarder for B&Os videoportefølje (lanceres i slutningen af finansåret 2008/09)
- Nyt koncept for fastnettelefoni (lanceres i slutningen af finansåret 2008/09).

Herudover medfører den fejlslagne produktudvikling i 2007/08, og den deraf følgende manglende succes med omsætningen af DVD2, BeoSound6 og Serenata, at 3/8 af de produktlanceringer som B&O har foretaget i 2007/08, ikke bidrager til omsætningen som forventet. I den strategiske analyse fremgik det, at et års produktlanceringer står for ca. 1 milliard af B&Os omsætning. Af strategiplanen fremgår det, at produktlanceringer i 2007/08 omsætningsmæssigt udgjorde 600 millioner sammenlignet med 1,1 –1,2 milliarder i 2004/05 – 2006/07. Det indikerer, at der må forventes store fald i omsætningen i de følgende 2 år, indtil B&O potentielt kan hæve omsætningen igen med nye produktlanceringer.

Den strategiske analyse af de makroøkonomiske forhold viste, at den disponible indkomsts stigningstakt i en række af de for B&Os omsætningsvæsentligste lande på kort og mellemlang sigt vil være reduceret, mens stigningen i antallet af husholdninger med meget høje disponible indkomster udvikler sig positivt for B&O. Selvom husholdningernes elektronikforbrug både i Danmark og i en række andre lande har været fortsat forventes at være kraftigt stigende primært som følge af konverteringerne til digitalt tv og den teknologiske udvikling, må det lægges til grund for budgetteringen, at langt størstedelen af det samlede marked for salg af elektronikgoder ikke vil købe B&O produkter i fremtiden, selvom de skal skifte til et digitalt tv. Men der er dog potentiale for en stigende omsætning, fordi gruppen af husholdninger med meget høje disponible indkomster er stigende og derfor potentielt kunne efterspørge B&O som luksusvarer.

Omsætningen i Danmark, Tyskland og Storbritannien faldt med henholdsvis 15%, 8% og 20% i 2007/08, herudover faldt omsætningen yderligere i første kvartal af 2008/09 med 45%, 16% og 16%, hvilket må ses som en indikator for den samlede udvikling i året. Dette understøttes yderligere af, at B&O i de øvri-

⁷⁷ B&O Årsrapport 2007/08, side 25

⁷⁸ Børsen, 14 August 2008, Barske udsigter for presset B&O

⁷⁹ B&O Årsrapport 2007/08 (Regnskabspræsentation)

ge vestlige lande tabte omsætning i første kvartal sammenlignet med sidste år, i intervallet 10-35%. Ved gennemgangen af kvartalsrapporten blev det uddybet af ledelsen, at man havde lukket eller konverteret 11 B1 butikker i Vesten i løbet af første kvartal, og at det forventes, at denne tendens vil fortsætte i hele 2008/09. Det vil alt andet lige betyde, at antallet af distributionskanaler vil falde, hvilket yderligere må forventes at reducere omsætningen. Selvom B&O ledelsen understreger, at første kvartal i 2007/08 var et historisk godt kvartal, og at de negative vækstrater, der fremkommer, ikke kan anses som gældende for hele året, udtaler ledelsen, samtidig at konsekvenserne af den nuværende finansielle krise ikke kan kvantificeres. Derfor er der i budgetteringen for den vestlige verden i 2008/09 og 2009/10 lagt vægt på følgende:

1. Udviklingen i første kvartal af 2008/09.
2. Forventning om reduktion af antallet af distributionskanaler i Vesten.
3. At Loewe planlægger at udvide deres geografiske tilstedeværelse og træder dermed ind på nogle af B&Os markeder.
4. At der var meget få produktlanceringer i 2007/08.
5. At produkt pipelinen er meget svag for 2008/09.
6. At der i nogle markeder forventes faldende gennemsnitspriser på elektronik, og
7. Den generelle makroøkonomiske udvikling, herunder den forventede vækst der er i forbindelse med konvertering til digitalt tv.

For Asien inklusive Japan har B&O planer om at udvide antallet af distributionskanaler, der er høj vækst i den disponible indkomst i perioden 2008-13, og japanerne har fokus på dyrere produkter. B&O har opnået en 100% ejerandel i ICEpower teknologien, hvilket ledelsen forventer vil hjælpe B&O til at udvikle mere kompakte løsninger og der foretages konvertering til digitalt tv i Japan frem til 2011. Disse faktorer sammenholdt med, at B&O kommer fra et relativt lavt udgangspunkt indikerer, at der potentielt vil være en høj procentvis vækst, når finanskrisen er overstået. Men det må også tages i betragtning, at Loewe planlægger at udvide til Asien. I første kvartal af 2008/09 faldt omsætningen i Asien (eksklusive Japan) på trods af finanskrisen mv. kun med 1.5%, derfor forventes B&O at kunne fastholde deres 2007/08 omsætning i 2008/09, hvorefter det forventes, at der opnås 5% vækst i 2009/10, og 10% om året i den resterende del af budgetperioden. For Japan fastholdes omsætningen i 2008/09, og der indarbejdes en 10% stigning i 2009/10 og 2010/11, hvorefter omsætningen falder som følge af at konverteringerne til digitalt tv efter planen er afsluttet.

I Nordamerika har omsætningen været faldende i hele analyseperioden med 3-6% indtil 2006/07 og med 14% i 2007/08. I første kvartal var der et fald i omsætningen på 20%. Der findes ingen indikationer på, at B&Os omsætning vil stige i dette marked, hvorfor der indarbejdes yderligere reduktioner i omsætningen i budgetperioden. På længere sigt kan B&O udvikle og lancere IPTv, hvilket forventes at kunne holde omsætningen i markedet over 100 millioner.

Rusland og Mellemøsten er nye markeder for B&O, og der blev opnået en stigende omsætning i første kvartal på henholdsvis 42% og 13%. Markederne er yderligere kendetegnet ved kraftigt stigende, dog let reduceret vækst i den disponible indkomst fremadrettet, stigende antal husholdninger med høj disponibel

indkomst og stigende elektronikforbrug, hvilket indikerer et fortsat potentiale for vækst. Loewe er også på vej ind i både Rusland og i Mellemøsten med deres produkter, men på trods af den øgede konkurrence forventes det, at B&O samlet for de to markeder kan opnå stigende omsætning over de næste 2 år, fordi koncernen fortsætter med at fokusere på disse geografier og planlægger udvidelse af distributionsnettet. Tendensen i Rusland er, at man totalindretter hjemmet eller virksomheden og derfor har en gennemsnitshandel hos B&O ligget på 750.000. Denne slags dispositioner påvirkes kraftigt af den igangværende finansielle krise, hvor en række Russere mister store formuer. Derfor har Materdealeren for B&O i Rusland udtalt, at der forventes en nulvækst i 2008/09⁸⁰. Dette lægges til grund for budgetteringen. For perioden 2010/11 til 2012/13 indarbejdes en forholdsvis lav vækst, som tager højde for at Loewe konkurrerer med B&O i markederne og den dårlige udviklingseffektivitet i B&O.

Med en væsentligt mere målrettet og mere effektiv produktudviklingsfunktion i B&O er det muligt, at B&O kan have nye banebrydende produkter klar til lancering i regnskabsåret 2010/11, som potentielt kan medføre store stigninger i omsætningen og inden for en kort årrække trække omsætningen op. På den anden side forventes konverteringer til digitalt tv at være afsluttet i 2011 i en række af de lande, som B&O opererer i, og derfor er det min forventning, at B&O ved fortsat fokus på tv, som det er dikteret i strategiplanen, vil opleve en faldende omsætning i de fleste af de lande, hvor der har været tvungne konverteringer til digitalt tv.

Automotive

I regnskabsåret 2007/08 indgik B&O et fremtidigt samarbejde med Mercedes-AMG. Herudover har B&O indgået en betydelig udvidelse af aftalen med Audi efter udløbet af regnskabsåret 2007/08⁸¹ og præsenteret det første konkrete resultat af partnerskabsaftalen med Aston Martin⁸². Alle disse forhold taler for en øget omsætning i denne B&O division.

I første kvartal 2008/09 havde Automotive en samlet omsætning på 44 millioner. Det forventes, at finanskrisen vil sætte sit præg på bilbranchen, og derfor forventes det, at helåret for 2008/09 rammer ca. 4 gange første kvartals omsætning, således at der ikke indarbejdes yderligere vækst i de følgende kvartaler. Budgetteringen resulterer i en omsætning på 176 millioner og en vækst på 43% i forhold til 2007/08. Udover salget til Audi, Mercedes og Aston Martin findes en række andre luksusbilmærker, som B&O endnu ikke har indgået aftaler med, herunder BMW, Ferrari, Porsche og Jaguar. Den samlede omsætningsudvikling vil være afhængig af, hvorvidt B&O kan indgå flere kontrakter. En række investorrporter estimerer et omsætningspotentiale for B&Os Automotive division i størrelsesorden 1 milliard med de nuværende kontrakter. Med en årlig vækst i omsætningen på 50% fra 2009/10 opnås en samlet omsætning på 891 millioner i 2012/13, dette lægges til grund for værdiansættelsen af B&O.

Enterprise

Omsætningen er steget kraftigt fra 2006/07 til 2007/08, hvilket skyldes markant fremgang i Mellemøsten og Asien. B&O har i 2007/08 installeret det største hotelprojekt nogensinde i Macau, Kina. Den daglige

⁸⁰ Berlingske Nyhedsmagasin, nr. 36, 2008, side 44 "Fra oligark til minigark"

⁸¹ B&O Årsrapport 2007/08, side 26

⁸² <http://www.netposten.dk/?pageid=5&articleid=1023278> artikel Bang & Olufsen-lyd på vej i to Aston Martin-modeller

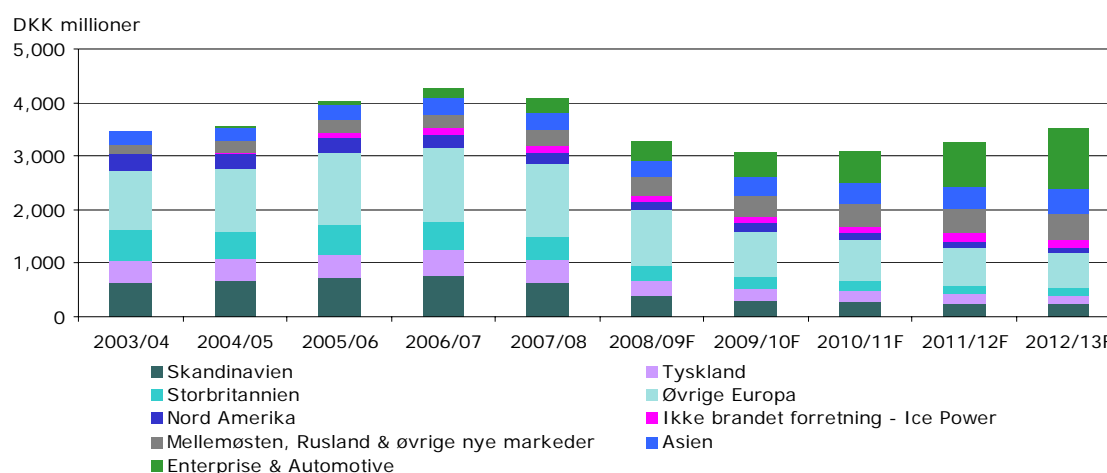
leder for Enterprise er blevet flyttet til Dubai⁸³, hvor en række store hotelprojekter er i gang. Dette virker som en god løsning og vurderes at ville medføre stigende omsætning i budgetperioden.

Hvilket også bekræftes af, at B&O per 27. august 2008 annoncerede, at der var indgået en forretningsaftale, som over de næste 3 år udgør mindst 50 millioner i omsætning, og 23. september 2008 annoncerede, at der var opnået en tocifret millionordre i forbindelse med installering af B&O udstyr i 100 villaer i et golfprojekt⁸⁴. I første kvartal udgjorde omsætningen i Enterprise segmentet 19 millioner, hvilket svarer til 51% fald fra første kvartal i 2007/08. B&Os ledelse forklarer imidlertid, at dette skyldes periodisering, og at der forventes en stor vækst sammenholdt med sidste år som følge af de nye kontakter. Derfor indarbejdes en forventet omsætning for 2008/09 på niveau med 2007/08 + 1/3 af 50 millioner for at indeholde omsætning til de øvrige indgåede kontrakter, således at den samlede omsætning for 2008/09 bliver 172 millioner, svarende til en vækst på 11% i forhold til 2007/08. I de efterfølgende perioder forventes en vækst på 10%.

ICEpower A/S

ICEpower omsætningen har været stigende gennem hele analyseperioden. I ICEpower segmentet blev der i 2007/08 indgået en ny aftale med Samsung om levering af komponenter til deres nye mobiltelefoner, og yderligere blev der etableret et salgsoficeret datterselskab i Japan⁸⁵; alligevel forventer ledelsen ikke en stigende omsætning for regnskabsåret 2008/09, men i stedet en fastholdelse af niveauet. På den baggrund fastholdes ICEpowers omsætning på 108 millioner også i 2008/09. Det må dog forventes, at den teknologi, som ICEpower er, vil blive mere efterspurgt i fremtiden, derfor indarbejdes en vækstrate på 25% i 2008/09, hvorefter denne omsætning fastholdes til 2012/13. Herefter må teknologien forventes at være forældet, og derfor vil den ikke generere yderligere omsætning.

Dermed fremkommer den samlede omsætningsudvikling således:



Figur 15 Fremskrevet omsætningsudvikling for B&O⁸⁶

⁸³ Årsrapporten 2007/08, side 30

⁸⁴ Netposten - <http://www.netposten.dk/?pageid=5&articleid=1023612> Artikel "Endnu en million ordre til B&O"

⁸⁵ Årsrapporten 2007/08, side 30

⁸⁶ Egen tilvirkning

Det fremgår af grafen, at omsætningen er faldet frem til 2009/10, hvorefter omsætningen stiger til 3,5 milliarder i 2012/13. Dette skyldes stigninger i perioden på 768 millioner i Automotive divisionen, der i 2012/13 opnår en omsætning på 891 millioner.

Budgettering af omkostninger

Ledelsen har forklaret, at der fremadrettet vil blive arbejdet med koncernens omkostningsstruktur. Budgettering af hver enkelt omkostningsgruppe relateret til driftsaktiviteten vil blive foretaget nedenfor.

Produktionsomkostninger/Bruttoavance

Fremadrettet vil der ifølge ledelsen blive iværksat en række tiltag, som vil påvirke bruttomarginen. Der er identificeret to initiativer, som må forventes at reducere bruttomarginen, det ene er mere fokus på tv, og det andet er et markedsføringsinitiativ, som indeholder en tilbagekøbsmodel, hvor kunderne kan få penge for deres gamle B&O tv, hvis de køber et nyt. Til gengæld må de faldende elektronikpriser også antages at ramme de komponenter der indgår i B&Os produktion, ligesom forhandling med leverandører om endnu lavere priser og reduktion af medarbejderstaben er elementer som isoleret set vil forbedre bruttomarginen.

B&O koncernen forventer at kunne opretholde bruttoavancen på niveauet, som blev opnået i 2007/08⁸⁷. Men på baggrund af ovenstående initiativer og som følge af det faktum, at en del af produktionsomkostningerne er faste, må det forventes, at bruttomarginen vil falde, så længe B&O ikke formår at ændre omkostningsstrukturen i produktionsomkostninger. De medarbejderreduktioner, der foretages som en del af strategiplanen, forventer jeg ikke vil få stor effekt i 2008/09 regnskabsåret på grund af opsigelsesvarsler og aftrædelsesomkostninger. Idet der ikke findes oplysninger, som kvantificerer andelen af faste omkostninger i produktionsomkostningerne, benyttes bruttomarginen for første kvartal 2008/09 på 42.4% som indikator for helårets bruttomargin. I 2009/10 antages det, at nogle af de initiativer, som ledelsen har iværksat, begynder at virke, men eftersom omsætningen forventes at falde yderligere i 2009/10, fastholdes bruttomarginen på niveauet for 2008/09.

På længere sigt er det muligt, at B&O vil producere deres produkter i Rusland for at opnå afgiftsmæssige besparelser som omtalt i den strategiske analyse. Dette vil dog efter min vurdering kræve, at omsætningen når et meget højere niveau end det forventes i budgetteringen. Herudover forventes det, at ledelsen får implementeret initiativer til ændring af omkostningsstrukturen og niveauet i produktionsomkostninger, således at bruttomarginen stiger med 1 procentpoint om året i budgetperioden efter 2009/10.

Udviklingsomkostninger

B&O forventer at målrette produktudviklingen i et globalt set-up, således at både de omkostningsmæssige og kompetencemæssige ressourcer andre steder i verden benyttes⁸⁸. På nuværende tidspunkt er der 30 medarbejdere i produktudviklingsafdelingen i Tjekkiet. Herudover trækker B&O på strategiske samar-

⁸⁷ RB Børsen, 13. august 2008, "B&O regner med udfordrende marked næste år" & Kommentarerne til kvartalsrapporten Q109

⁸⁸ Årsrapporten 2007/08, side 38

bejdspartnere i Indien og Rumænien. B&O planlægger dog at fastholde Danmark som krumtap for udviklingsarbejdet⁸⁹.

Af strategiplanen fremgår det, at der vil blive investeret mere i produktudvikling end nogensinde før. Derfor tages der i budgetteringen udgangspunkt i udgiftsførte udviklingsomkostninger før aktivering for 2007/08. Der indarbejdes en stigning på 20% i 2008/09, og dette niveau fastholdes i hele budgetperioden. Som følge af den mere målrettede indsats i produktudviklingen indarbejdes en stigning i andelen af aktiverede produktudviklingsomkostninger fra 25% til 30% for at afspejle en højere effektivitet i produktudviklingsfunktionen. Afskrivningerne indarbejdes med en stigende andel af aktivsummen før afskrivninger sammenholdt med 2007/08 for at afspejle den forkortede levetid. Dermed fremkommer følgende billede:

<i>DKK millioner</i>	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F
Udgiftsførte udviklingsomkostninger før aktivering	488	530	636	636	636	636	636
Heraf aktiveret	-142	-131	-191	-191	-191	-191	-191
Amortiseret og impairment tab	108	147	169	182	190	196	200
Udviklingsomkostninger i resultatopgørelsen	454	546	614	627	635	641	645
Andel af aktiverede udviklingsomkostninger	29%	25%	30%	30%	30%	30%	30%
Stigning i udviklingsomkostninger før aktivering	-2%	8%	20%	0%	0%	0%	0%
Værdi af udviklingsprojekter i balancen	361	331	353	362	363	357	349
Værdi af udviklingsprojekter i før årets amortisering	471	483	522	544	553	553	548
Andel amortisering af aktivværdi før amortisering	23%	31%	32%	33%	34%	35%	36%

Tabel 22 Budgettering af produktionsomkostninger/bruttoavance⁹⁰

Distributionsomkostninger

Det fremgik af regnskabsanalysen, at de vægtede distributionsomkostninger per kanal har været cirka 1 million i analyseperioden. Udviklingen i disse omkostninger vil afhænge af, hvilke lande B&O vælger at åbne B1 butikker i, fordi omkostninger til for eksempel medarbejdere, husleje og markedsføring varierer, alt efter hvilket land der opereres i. Det antages dog, at den historiske geografiske fordeling af butiksåbninger er repræsentativ for de fremtidige åbninger, derfor indarbejdes en årlig stigning i omkostninger per distributionskanal på 4%, således at der også tages højde for inflation.

Som følge af de svære tider, vil B&O åbne færre af de såkaldte B1-butikker i de kommende år. I første kvartal blev der netto lukket 10 butikker, og det forventes derfor, at der på helåret 2008/09 lukkes 40 butikker. I 2009/10 forventes en tilsvarende udvikling, hvorefter antallet af distributionskanaler forventes at være konstant.

Fordelingen mellem SIS og B1 butikker forventes at være konstant i perioden, svarende til 2007/08 fordelingen, eftersom en række SIS butikker også forventes at stoppe salg af B&O produkter som følge af den manglende omsætning og produktudvikling fra B&Os side. Derved fremkommer nedenstående budgettering af distributionsomkostninger:

⁸⁹ Årsrapporten 2007/08, side 38

⁹⁰ Egen tilvirkning

	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F
Antal B1 butikker	777	822	782	742	742	742	742
Antal SIS	522	421	265	251	251	251	251
Øvrige multibrand butikker	0	0	0	0	0	0	0
Samlet antal distributionskanaler	1,299	1,243	1,047	993	993	993	993
Vægtede omkostninger per kanal '000	-997	-1,025	-1,066	-1,109	-1,153	-1,199	-1,247
Udvikling i estimeret omkostninger per kanal	-4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%
Nye B1 butikker	86	76 n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Lukkede B1 butikker (eller omdannet til SIS)	34	31 n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nettoudvikling B1 butikker	52	45	-40	-40	0	0	0

Tabel 23 Budgettering af distributionsomkostninger⁹¹

Administrationsomkostninger

I regnskabsanalysen blev det konkluderet, at den historiske udvikling i administrationsomkostningerne, efter reguleringen for Medicom aktiviteten, ikke kan bruges som indikator for budgetteringen. Derfor tages udgangspunkt i administrationsomkostningerne for 2007/08 på 142 millioner. Som en del af strategien foretages nedskæring på brug af konsulenter, hvilket kombineret med det generelle fokus på reduktion af omkostninger forventes at kunne reducere administrationsomkostningerne med 10 millioner i 2008/09, ligesom den faldende aktivitet vil dog medføre, at B&O kan reducere deres administration med yderligere 10 millioner i 2009/10. Herefter må der forventes en stigning på ca. 2% om året, svarende til forventet inflation.

Budgettering af finansieringsaktiviteten

Det antages at B&O vil have netto renteomkostninger på 5% og at aktiviteten med udlejning af investeringsejendommen fastholdes på niveau med 2007/08.

På baggrund af ovenstående budgettering, kan proformadriftsoverskud og totalindkomst for B&O opstilles:

	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F
DKK millioner							
Omsætning	4,274	4,092	3,275	3,059	3,108	3,252	3,533
Produktionsomkostninger	-2,253	-2,200	-1,886	-1,762	-1,759	-1,808	-1,929
Bruttofortjeneste	2,021	1,893	1,389	1,297	1,349	1,444	1,604
Udviklingsomkostninger	-454	-546	-614	-627	-635	-641	-645
Distributionsomkostninger	-905	-1,004	-904	-892	-928	-965	-1,004
Administrationsomkostninger	-131	-149	-132	-122	-124	-127	-129
Resultat af primær drift	532	195	-262	-344	-339	-289	-174
Reguleringer & resultat af associerede virksomheder	-17	24	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Driftsoverskud før skat	515	219	-273	-354	-339	-284	-164
Skat af driftsresultat	-150	-54	0	0	0	0	0
Driftsoverskud efter skat	364	165	-273	-354	-339	-284	-164
Gevinst ved salg af aktier i datterselskab	12	0	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	16	20	0	0	0	0	0
Finansielle omkostninger	-32	-50	-29	-29	-47	-64	-76
Huslejeindtægter investeringsejendomme	6	5	5	5	5	5	5
Afskrivninger investeringsejendomme	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaber	0.0	0.1	0	0	0	0	0
Reformulerede valutakurseffekter til driftsaktivitet	8	12	0	0	0	0	0
Resultat af finansieringsaktivitet før skat	6	-16	-28	-27	-45	-62	-75
Skat af finansieringsaktivitet	-2	5	0	0	0	0	0
Resultat af finansieringsaktivitet efter skat	4	-11	-28	-27	-45	-62	-75
Total indkomst før minoritetsinteresser	368	154	-301	-381	-384	-347	-239
Minoritetsinteresser i Årsrapporten	-5	-8	10	13	13	12	8
Tilbageførelse af minoritetsinteresse i ICEpower	3	2					
Total indkomst	366	149	-291	-368	-371	-335	-231

Tabel 24 Proforma driftsoverskud og totalindkomst for B&O⁹²⁹¹ Egen tilvirkning⁹² Egen tilvirkning

Samlet set forventes der således negative driftsoverskud og negativ totalindkomst for B&O. Dette skyldes den faldende omsætning, og det faktum at B&Os kapacitetsomkostninger ikke dækkes af den bruttofor-tjeneste, som B&O genererer på kort sigt, og at der ikke fra ledelsens side lægges op til mere omfattende initiativer til at ændre omfanget af udviklings- og distributionsomkostninger.

Budgettering af nettodriftsaktiver

Immaterielle anlægsaktiver er fremskrevet ovenfor som en del af udviklingsomkostninger. Materielle anlægsaktiver fremskrives med nettotilgange svarende til de historiske gennemsnitlige investeringer i % af omsætningen reguleret for investeringen i fabrikken i Tjekkiet. Afskrivninger fratrækkes svarende til den andel som afskrivningerne har udgjort af værdien af materielle anlægsaktiver før afskrivninger i analyseperioden.

For varebeholdninger fremgik det af regnskabsanalysen, at AOH har været faldende siden 2004/05, især har beholdningen af færdigvarer og reservedele været stigende. Det forventes, at B&O øger fokus på pengebinderne i varelageret og i høj grad forsøger at tilpasse varebeholdningerne til den fremtidige omsætning. B&O ledelsen har imidlertid ikke givet udtryk for forventning om et så omfattende fald i omsætningen i den størrelsesorden, som det er fremkommet i omsætningsbudgetteringen, og følgelig forventes det, at ledelsen heller ikke har tilpasset produktionen efter dette. Derfor forventes det, at AOH for varelageret vil falde yderligere i 2008/09, hvorefter B&O vil tilpasse niveauet, således at AOH bliver som B&O opretholdt det i 2003/04, hvor omsætningen var på et tilsvarende niveau.

Tilgodehavende fra salg fremskrives på baggrund af debitor dage⁹³. I analyseperioden har disse varieret imellem 53 og 63 dage, med til et gennemsnit på 57 dage. Dette gennemsnit bruges i budgetteringen. Andre tilgodehavenders AOH har i perioden 2004/05 – 2007/08⁹⁴ varieret mellem 52 og 65, med gennemsnit på 57, som bruges i budgetteringen. Periodeafgrænsningsposters AOH fremskrives ligeledes med udgangspunkt i den gennemsnitlige værdi fra 2003/04 til 2007/08. Hensatte forpligtelser beregnes i procent af de foregående 3 års produktionsomkostninger. Det overstiger den garantiperiode, B&O tilbyder sine kunder, fordi hensættelsen også dækker omkostninger til fairness. De fremskrives med udgangspunkt i den gennemsnitlige procentsats i analyseperioden, således at den budgetterede hensættelse afspejler de seneste 3 års aktivitetsniveau i koncernen.

Leverandører af varer og tjenesteydelser fremskrives ved hjælp af kreditor dage⁹⁵. Kreditor dagene har i perioden varieret fra 20 til 24 dage, hvor antal dage i de seneste 3 år har været henholdsvis 20 og 21. Derfor bruges 20,5 i budgetteringen. Forudbetalinger fra kunder beregnes i procent af omsætningen, og fremskrives med baggrund i den gennemsnitlige procentsats i analyseperioden. Anden gæld beregnes i procent af omkostninger og fremskrives på baggrund af den gennemsnitlige procentsats i analyseperioden.

⁹³ Beregning af debitor dage: Tilgodehavender fra salg/(reguleret omsætning/365)

⁹⁴ 2003/04 medtages ikke i analysen som følge af den anormale værdi i dette regnskabsår.

⁹⁵ Kreditor dage beregnes som leverandører af varer og tjenesteydelser / (omkostninger/365)

Skyldig selskabsskat i procent af årets skatteomkostning har varieret i analyseperioden fra 13% i 2003/04 til 160% i 2007/08; i de seneste år har variationerne blandt andet skyldtes ændringer i selskabsskattesatsen. Som udgangspunkt for budgetteringen lægges det til grund, at skyldig skat udgør 60% af årets skatteomkostning, fordi B&O har regnskabsafslutning 31. maj og dermed som følge af de danske aconto skatteregler udskyder cirka 50% af skattebetalingen til november efter regnskabsårets udløb. Herudover antages det, at der i en del af de lande, som B&O opererer i, ikke findes aconto skatteordninger og derfor vil yderligere 10% af årets skattebetaling stå skyldig ved regnskabsårets udløb. Dog må det tages i betragtning, at der ved budgetteringen af driftsoverskuddet ikke forventes, at der vil blive genereret et positivt driftsoverskud i budgetperioden, følgelig forventes det, at der ikke vil være nogen skyldig skat ved årets udgang. Således fremkommer udviklingen i nettodriftsaktiver i proformabalancen:

DKK millioner	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F
Driftsaktiver (DA)							
Immaterielle anlægsaktiver	450	417	439	448	448	443	435
Materielle anlægsaktiver	618	656	619	583	555	535	526
Kapitalandele i associerede virksomheder	16	6	6	6	6	6	6
Udskudte skatteaktiver	21	52	52	52	52	52	52
Andre finansielle tilgodehavender	88	23	50	60	55	50	40
Varebeholdninger	694	801	798	431	438	458	497
Tilgodehavender fra salg	734	593	512	478	486	508	553
Andre tilgodehavender	66	79	57	54	54	57	62
Periodeafgrænsningsposter	23	31	19	18	18	19	20
Driftsaktiver (DA)	2,710	2,657	2,553	2,130	2,113	2,129	2,191
Driftsgæld (Gd)							
Pensioner	10	10	10	10	10	10	10
Udskudt skat	68	64	64	64	64	64	64
Andre hensatte forpligtelser	103	84	72	67	67	69	73
Hensatte forpligtelser	33	46	41	36	35	35	37
Leverandører af varer og tjenesteydelser	214	216	199	191	194	199	208
Forudbetalinger fra kunder	98	84	40	37	38	39	43
Selskabsskat	122	66	0	0	0	0	0
Anden gæld	356	322	366	352	356	366	383
Driftsgæld (Gd)	1,004	892	790	757	763	782	818
Netto driftsaktiver (NDA)	1,706	1,766	1,763	1,373	1,350	1,347	1,372

Tabel 25 Fremskrevet netto driftsaktiver

På baggrund af budgetteringen kan pengestrømmene fra driftsaktiviteten beregnes. Det budgetterede cash flow fra driften fremgår nedenfor:

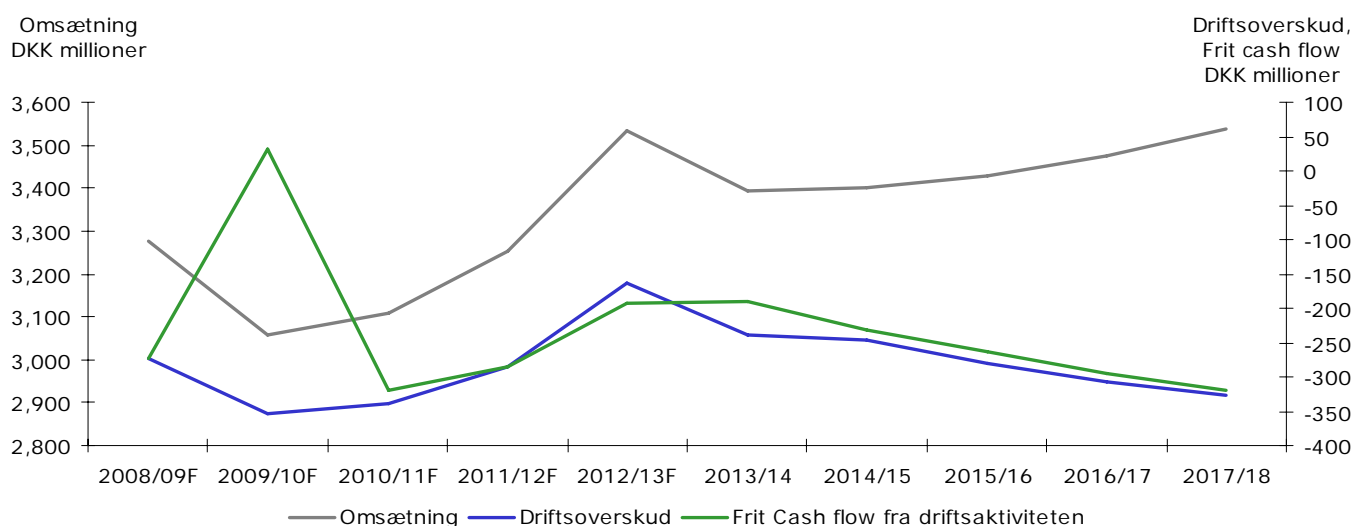
DKK millioner	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F
Cash flow fra driftsaktivitet							
Driftsoverskud	364	165	-273	-354	-339	-284	-164
Tilbageførelse af afskrivninger på driftsaktiver	245	295	297	302	305	306	308
Investeringer i immaterielle anlægsaktiver, netto	-209	-123	-191	-191	-191	-191	-191
Investeringer i materielle anlægsaktiver, netto	-148	-167	-95	-89	-90	-94	-102
Egenkapital og valutakursreg. i datterselskaber	-1	-7	0	0	0	0	0
Ændring i netto driftsaktiver (eksl. anlægsaktiver)	-140	-55	-12	363	-4	-22	-44
Frit Cash flow fra driftsaktiviteten	111	109	-274	32	-320	-285	-193
Cashflow fra finansieringsaktivitet							
Transaktioner med ejerne							
Udbytte	-189	-234	0	0	0	0	0
Køb af egne aktier, mv.	-253	-99	0	0	0	0	0
Gældsfinansiering							
Overskud fra finansieringsaktivitet efter skat	4	-11	-28	-27	-45	-62	-75
Tilbageførelse afskrivninger på finansieringsaktiver	4	4	4	4	4	4	4
Ændring i NFA (eksl. likvider)	-41	155	4	4	4	4	4
Cashflow effekt fra finansieringsaktivitet	-475	-185	-20	-20	-38	-55	-68
Diverse reguleringer vedr. reformulering og justeringer	19	-27	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ændring i likvider	-346	-103	-294	12	-357	-340	-261
Likvider primo	503	157	53	-241	-228	-586	-926
Likvider ultimo	157	53	-241	-228	-586	-926	-1187

Tabel 26 B&O cash flow 2004/04 - 2012/13F⁹⁶⁹⁶ Egen tilvirkning

Det fremgår, at der på baggrund af den foretagne budgettering må forventes negativt cash flow fra driftsaktiviteten på 274 millioner i 2008/09. I 2009/10 opnås der positivt cash flow fra driftsaktiviteten, som skyldes, at der er væsentligt lavere bindinger i varelageret. I den resterende del af budgetperioden fremkommer der negativt cash flow fra driften, som dog reduceres fra –320 millioner til –193 millioner i perioden som følge af forbedrede driftsoverskud. Der forventes ikke yderligere markante forbedringer i cash flowet fra driftsaktiviteten i efterfølgende perioder, eftersom en væsentlig del af forbedringerne kommer fra Automotive, og denne division forventes ikke at generere yderligere vækst efter 2012/13.

Pengestrømmene fra finansieringsaktiviteten afspejler de forværrede driftsresultater, som medfører, at NFA øges over tid. Der er ikke indarbejdet udbetalinger til ejerne i budgetperioden, fordi der ikke genereres overskudslikviditet i koncernen.

Det fremgår af nedenstående graf, at selvom omsætningen vokser på lang sigt, vil cash flowet fra driftsaktiviteten fortsat være negativt. Dette som følge af at kapacitetsomkostningerne fortsat ikke dækkes af den omsætning, der genereres i koncernen.



Figur 16 Udvikling i omsætning, driftsoverskud og frit cashflow fra driftsaktiviteten ved forlængelse af budgetperioden

Værdiansættelse

Til værdiansættelse af B&O burde DCF-modellen anvendes, hvor værdien ud fra långivers og ejers synsvinkel måles. Værdien beregnes ud fra voksende frit cash flow formlen:

$$EVO = \sum \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^{t-0.597}}$$

For estimere B&Os værdi, tilbagediskonteres de budgetterede pengestrømme, som det forventes, at B&O vil have i fremtiden. Budgetteringen opdeles i en budgetperiode og en terminalperiode.

Budgetperioden fastsættes ud fra den konkurrencemæssig situation virksomheden er i samt den underliggende markedsvækst. I en branche med meget høj vækst eller cyklus anvendes en længere budgetteringsperiode end i brancher med lav vækst og med forholdsvis konstant indtjeningsniveau. På grund af usikkerheden ved lange budgetperioder vælges der oftest en kortere periode, hvor der foretages en detaljeret budgettering. Herefter vælges en mere overordnet budgettering for de resterende perioder, hvor omsætningen og det frie cash flow forventes at have en konstant vækst, som giver udtryk for langtidsligvægt. I B&O har omsætningen varieret i de seneste 5 år, som følge heraf forlænges den specifikke budgetperiode med 5 år. Således fremgår det også, at B&O på længere sigt ikke forventes at generere positive cash flows. Budgetperioden er derfor samlet set fastsat til 10 år.

Efter budgetteringen er foretaget skal der udarbejdes en terminalværdi for terminalperioden. Der skal kun udregnes én værdi for terminalperioden, da denne er karakteriseret ved konstant vækst. En af forudsætningerne for at anvende den to-periodiske værdiansættelsesmodel er, at alle budgetvariable udvikler sig konstant i terminalperioden, når dette sker opnås steady state, som karakteriseres af:

- at virksomheden opnår den samme forrentning af alle nye investeringer,
- at virksomhedens forrentning af de eksisterende investeringer er konstant og
- at virksomhedens vækst er konstant, og der geninvesteres en konstant andel af driftsoverskuddet i virksomheden.

Med den foreliggende budgettering, kan der ikke foretages en værdiansættelse baseret på DCF-modellen, da en DCF-model baseret på en række negative pengestrømme vil lede til en beregnet negativ aktiekurs. Derfor vil jeg foretage en iterativ værdiansættelse, hvor jeg med udgangspunkt i DCF-modellen vil beregne hvilke forudsætninger aktiekursen d. 21. oktober kunne være baseret på, således at det synliggøres, hvilke forudsætninger markedet på nuværende tidspunkt kunne lægge til grund for værdiansættelsen af aktien.

Iterativ værdiansættelse

For at beregne forudsætningerne for aktiekursen per 21. oktober i DCF-modellen må de gennemsnitlige kapitalomkostninger ("WACC"en), og væksten i terminalperioden fastsættes.

⁹⁷ FSRs notat om værdiansættelse, side 43

WACC

WACC'en repræsenterer et gennemsnit af alle kapitalindskyderes afkastkrav og skal indeholde det krævede afkast, som kompenserer kapitalindskyderne for den driftsrelaterede risiko i B&O. WACC beregnes derfor som et gennemsnit af det forventede afkast på fremmedkapitalen og egenkapitalen:

$$\text{WACC} = (\text{Gældsandel} \times \text{Fremmedkapitalomkostninger}) \times (1 - \text{Skat}) + (\text{Egenkapitalandel} \times \text{Ejerafkastkrav})^{98}$$

Da formlen opdeles i omkostninger ved fremmedfinansiering og egenfinansiering, er det nødvendigt at fastsætte kapitalstrukturen i B&O. B&O koncernen har oplyst, at de på langt sigt vil styre mod en gennemsnitlig selvfinansieringsgrad på 40-50% og en nettorentebærende gældsbyrde på 0,25-2,00 gange EBITDA⁹⁹. Spændet for gældsbyrden viser, at gælden forventes at være i intervallet 121 til 966 millioner. Det viser, at den af ledelsen oplyste selvfinansieringsgrad på 40-50% er baseret på værdien af egenkapitalen i regnskabet og ikke markedsværdien af B&O. Derfor kan udtalelsen ikke lægges til grund for beregning af WACC'en. Den nuværende kapitalstruktur skal måles i forhold til markedsværdien af B&O. Der tages udgangspunkt i aktiekursen 21. oktober og den seneste beregnede NFA for at beregne kapitalstrukturen baseret på markedsværdier, som forventes at repræsentere kapitalstrukturen i B&O også på langt sigt.

Kapitalstruktur	
Aktiekurs 21. Oktober 2008	146.5
Antal aktier	11,313,551
Equity value	1,657,435,222
Netto rentebærende gæld	-400,100,000
Enterprise value 21. Oktober	2,057,535,222
Fremmedfinansiering	19%
Egenfinansiering	81%

Tabel 27 Opgørelse af kapitalstruktur¹⁰⁰

Estimering af kapitalomkostninger til fremmedfinansieringen k_g foretages ved følgende formel:

$$k_g = (\text{risikofri rente} + \text{selskabs specifikt risikotillæg}) \times (1 - \text{selskabsskatteprocenten})^{101}$$

Den risikofrie rente bliver fastsat ud fra den effektive rente på en 10-årig statsobligation, da statsobligationer er det sikreste papir, og 10 års perioden er som regel den tidshorisont, hvor man tilbagediskonterer pengestrømmene. Jeg har valgt at benytte en 5% statsobligation 2013, som har en varighed svarende til den specifikke budgetperiode. Den effektive rente på denne statsobligation er 4,3%.

Risikotillægget afhænger af B&Os kreditværdighed. Jo højere kreditværdighed en virksomhed har, jo mindre vil risikotillægget være. I Danmark er der praksis for, at risikotillægget er mellem 0,25 og 4%¹⁰². De lån, som B&O har optaget hos kreditforeninger i regnskabsåret 2007/08, har en rente på 4-5%, hvilket indikerer, at der er et risikotillæg på 0-0,7%, hvilket svarer til det risikotillæg, der påføres en virk-

⁹⁸ FSRs notat om værdiansættelse side 50

⁹⁹ Årsrapporten 2006/07, side 34

¹⁰⁰ Borsen.dk, B&Os årsrapport & Egen tilvirkning

¹⁰¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 206

¹⁰² FSRs notat om værdiansættelse, side 54

somhed med kredit rating A¹⁰³. Kreditforeningslånene er imidlertid sikret med pant i fast ejendom, hvorfor risikopræmien må forventes at være højere, derfor fastsættes risikotillægget til 1,5%.

Der tages højde for den skattemæssige fradragsret på renteomkostninger, hvorfor selskabsskattesatsen på 25% fratrækkes i fremmedkapitalomkostningerne. Den effektive skattesats opgjort til 31% benyttes ikke, da den er resultat af, at B&O enten har nogle omkostninger i resultatopgørelsen, der ikke er skattemæssigt fradragsberettigede eller at der er skattemæssige overskud i nogle datterselskaber uden for Danmark, hvor selskabsskattesatsen er forskellig fra den danske. Da finansieringsaktiviteten i al væsentlighed er placeret i moderselskabet i Danmark, og der som udgangspunkt er fuld fradragsret for renteomkostninger, bruges 25%. Det lægges til grund, at B&O ikke kommer i konflikt med reglerne om begrænsning af fradragsret på renter efter Selskabsskatteloven § 11, 11B og 11C. Med udgangspunkt i dette vil beregningen af fremmedkapitalomkostningerne se således ud: $k_g = (4,3\% + 1,5\%) \times (1 - 0,25) = 4,35\%$

Estimeringen af ejerafkastkravet ("K_e") foretages med udgangspunkt i CAPM-modellen, hvor ejerafkastkravet beregnes ud fra følgende formel: $K_e = \text{risikofri rente} + \text{Beta (markedsrisikopræmien)}$ ¹⁰⁴

CAPM er en model fra porteføljeteorien, hvor en investors afkastkrav for investeringen sammensættes af den risikofrie rente og det risikotillæg, der er udtryk for den risiko, som investor ikke kan diversificere væk, dvs. markedsrisikoen. Tillægget udtrykkes ved betaværdien. B&O har en betaværdi på 1,32¹⁰⁵. Dette udtrykker, at der er en højere risiko i en investering i B&O-aktien sammenholdt med de øvrige aktier i markedsporteføljen, hvilket afspejler, at B&O sælger luksusvarer og derfor i højere grad end andre selskaber udsættes for konjunkturudsving, som medfører større udsving i B&O indtjening sammenholdt med andre aktier.

Risikopræmien bestemmes ud fra det afkast, investor kræver af investeringen sammenholdt med en risikofri investering af samme varighed. I Danmark er der foretaget undersøgelser, som viste, at risikopræmien fra 1998 til 2002 var omkring 4%¹⁰⁶, mens Danske Markets i oktober har fastsat risikopræmien ved værdiansættelse af B&O til 4,5%¹⁰⁷. Denne højere risikopræmie bruges som udgangspunkt for beregning af WACC'en, fordi den er mere opdateret og dermed bedre afspejler den risikopræmie, en investor benytter, når der foretages investeringer i aktier i dag. Ejerafkastkravet kan dermed beregnes som følger: $K_e = 4,3\% + 1,32(4,5\%) = 10,24\%$

Efter at kapitalstrukturen, K_g og K_e er estimeret, kan WACC'en beregnes:

$$\text{WACC} = (19\% \times 4,35\%) + (81\% \times 10,24\%) = 9,09\%$$

¹⁰³ FSRs notat om værdiansættelse, side 54

¹⁰⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 208

¹⁰⁵ Danske Markets preview notes 6 oktober 2008

¹⁰⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse. Side 209, med reference til PriceWaterhouse Coopers undersøgelse

¹⁰⁷ Danske Markets Equities Bang & Olufsen preview note 06 October 2008

Vækst i terminalperioden

Væksten i terminalperioden fastsættes ud fra en forventning om den vækst, som B&O vil opnå i en uendelig periode efter budgetperioden. Væksten i terminalperioden bør tage den forventede makroøkonomiske vækst i betragtning, således at virksomhedens værdi ikke bliver urealistisk stor eller lille.

Derfor fastsættes denne til 2%, som afspejler en gennemsnitlig langsigtet inflationsforventning.

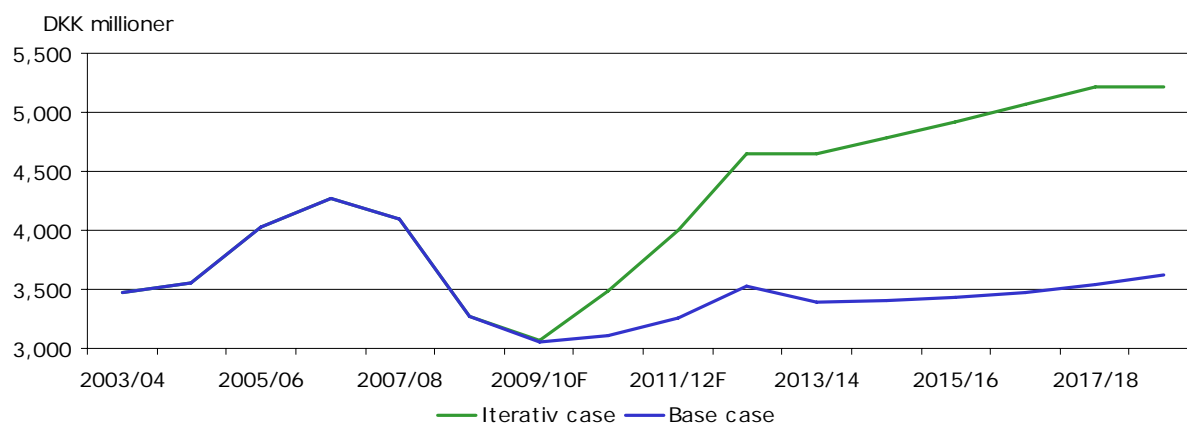
Ændring i budgettering

Nedenfor opstilles et scenarium, som medfører den nuværende aktiekurs ved brug af DCF-modellen, som svarer til 146,5.

Det lægges også til grund for budgetteringen i denne iterative værdiansættelse, at markedet forventer, at omsætningen i 2008/09 udvikler sig, som det blev indikeret for de enkelte lande i kvartalsrapporten for første kvartal 2008/09, og at krisen fortsætter ind i regnskabsåret 2009/10, ligesom det blev indarbejdet i budgetteringen (base case) ovenfor. I modsætning til den foretagne base case budgettering, indarbejdes nu en vækst i de efterfølgende 3 budgetperioder 2010/11-2012/13 i de europæiske markeder, som afspejler en positiv forventning til resultatet af ledelsen nuværende strategiplan og til den produktudvikling, som skal igangsættes og tilrettes på nuværende tidspunkt.

For Rusland og Mellemøsten ændres fremskrivningen til ikke længere at tage højde for Loewes konkurrence på markedet, således at væksten forhøjes til 20% i de sidste 3 år af budgetperioden. Yderligere indarbejdes en højere vækst i 2011/12 og i 2012/13 i de asiatiske markeder, således at budgetteringen ikke længere tager højde for, at konverteringen til digitalt tv afsluttes i Japan i 2011 og Loewes entré.

Nedenfor opstilles et overblik over effekten af ovenstående ændringer på omsætningen samlet set over hele budgetperioden på 5 år:



Figur 17 Omsætningsudvikling Base case Vs. Iterativ case

Budgetteringen af kapacitetsomkostninger fastholdes svarende til den tidligere foretagne budgettering, men bruttomarginen ændres, således at det antages, at markedet baserer sine forventninger på, at ledelsens udtalelser om, at bruttomarginen i 2008/09 fastholdes på niveau med 2007/08. Dette på trods af

at omkostningsstrukturen i produktionsomkostninger alt andet lige vil medføre en faldende bruttomargin med den faldende omsætning. Bruttomarginen fastholdes på dette niveau i hele budgetperioden.

For at opnå steady state er budgetperioden forlænget med 5 år, hvor omsætningsvæksten er konstant, der opnås steady state i år 2017/18, hvorefter terminalværdien beregnes.

På baggrund af dette ændrede budget kan værdien af B&O aktien beregnes i dcf-modellen:

DKK millioner	Specifik Budgetperiode										Terminal- periode
	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14F	2014/15F	2015/16F	2016/17F	2017/18F	
Frit Cash Flow	-186	137	-149	9	181	216	209	221	232	243	248
Tid	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	5.5
Diskonterings faktor	0.957	0.878	0.804	0.737	0.676	0.620	0.568	0.521	0.477	0.437	
Tilbagediskonteret værdi af frit cashflow i budgetperioden	-178	121	-119	6	122	134	119	115	111	106	
Samlet værdi af cashflow i budgetperiode		537									
Samlet værdi af cashflow i terminalperiode											1,526
Enterprise value											2,063
NFA per 31. August 2008											-400.1
Equity value inkl minoritetsinteresser											1,663
Heraf tilhørende minoritetsaktionærene											0.3%
Værdi tilhørende minoritetsinteresser											5.8
Equity value moderselskab											1,657
Antal aktier i B&O											11,313,551
Værdi per aktie, DKK											146.5

Tabel 28 Beregning af B&O aktiekurs på baggrund af iterativ budgettering og DCF-modellen^{108, 109}

Den beregnede aktiekurs er følsom over for ændringer i de komponenter der indgår i WACCen. Nedenfor er opstillet en tabel, der viser hvordan en ændring i den selskabsspecifikke risiko, som er indarbejdet i afkastkravet til fremmedkapitalen, henholdsvis risikotillægget i ejerafkastkravet, påvirker den beregnede aktiekurs:

Risikotillæg i ejerafkastkravet		Selskabsspecifik risikotillæg fremmedkapitalomkostninger		
		1.0%	1.5%	2.0%
3.5%		190.9	187.6	184.3
4.0%		168.2	165.3	162.6
4.5%		148.9	146.5	144.1
5.0%		132.4	130.4	128.3
5.5%		118.2	116.4	114.6

Tabel 29 Scenarieberegninger ved ændringer i risikokomponenterne i WACCen

Som det fremgår af tabellen, er aktiekursen mere følsom over for ændringer i risikotillægget i ejerafkastkravet end i risikotillægget fremmedkapitalomkostningerne. Det skyldes sammensætningen af kapitalstrukturen, hvor selvfinansieringsandelen er væsentligt større end fremmedfinansieringsandelen.

¹⁰⁸ Opstilling af tilhørende beregning af totalindkomster, balancer og pengestrømsopgørelser for hele budgetperioden fremgår af bilag til opgaven

¹⁰⁹ Kilde til beregning af aktiekursen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 200

Værdiansættelse efter realisationsprincip

Da det oprindelige budget for B&O viste beregnede negative cash flows i hele budgetperioden vurderes det at være mest hensigtsmæssigt at foretage en realisationsværdiansættelse, hvor værdien af B&O fastsættes ud fra de værdier, som vil kunne opnås ved omgående nedlukning af aktiviteten fratrukket de forpligtelser, der vil opstå i den forbindelse. For at foretage en værdiansættelse efter realisationsprincippet foretages en gennemgang af B&Os balance, således at salgsværdien af de nuværende aktiver og passiver i B&O kan opgøres, og værdien af en aktie kan beregnes. Det antages, at hvert aktiv sælges for sig, og at de skønnede salgsværdier indeholder omkostninger forbundet med afhændelsen for B&O. Det lægges til grund for værdiansættelsen, at der er tilstrækkeligt med tid for B&O til at opnå den højst mulige værdi ved salg af selskabets enkelte aktiver og indfrielse af gæld. Til brug for værdiansættelsen tages udgangspunkt i balancen per 31. august 2008, som er den seneste offentliggjorte balance fra B&O. Værdien af hver balancepost opgøres nedenfor.

Realisationsværdi af aktiver

Goodwill med bogført værdi 44,8 millioner, hvoraf en stor del relaterer sig til B&Os overtagelse af det hollandske distributionsnet, kan ikke betragtes som et aktiv, der ville have værdi for en ekstern køber, derfor nedskrives aktivet til 0, til afspejling af den forventede salgspris.

Erhvervede rettigheder med bogført værdi 45,1 millioner omfatter software, nøglepenge og patenter. Det er tvivlsomt, hvorvidt der findes en køber til B&Os software, da dette antages at være specialdesignet til B&Os aktiviteter og derfor er ubrugelig for andre. Mens nøglepenge og patenter forventes at kunne sælges til industrielle aktører. Årsrapporten indeholder ikke oplysninger om niveauet af investeringer i hver af ovenstående kategorier. Følgelig antages det, at den bogførte værdi fordeler sig ligeligt mellem de tre kategorier. Den andel, der relaterer sig til software, fratrækkes den bogførte værdi i denne værdiansættelse.

Færdiggjorte udviklingsprojekter og igangværende udviklingsprojekter har en bogført værdi 351,5 millioner. Jeg antager, at der vil være en industriel køber til B&Os igangværende og færdiggjorte udviklingsprojekter, f.eks. Samsung. Det er muligt, at prisen vil være baseret på forventninger om fremtidig omsætning og at en industriel køber vil kunne opnå synergier, som vil reducere omkostningsbasen og dermed profitabiliteten af salget af B&Os produkter, således at der vil kunne opnås en højere salgpris for udviklingsaktiverne, men til brug for denne værdiansættelse antages det, at aktivet sælges til bogført værdi.

Grunde og bygninger har en bogført værdi på 274,2 millioner. Om investeringsejendomme skriver B&O i deres årsrapport, at der ikke kan opgøres en dagsværdi på grund af beliggenheden af ejendommene, og at værdien vil være helt afhængig af koncernens fortsatte brug af bygningerne. Det samme antages at være gældende for de grunde og bygninger, der er placeret i Danmark, som er kategoriseret som grunde og bygninger i koncernregnskabet. Den forholdsmæssige andel af kostprisen på grunde og bygninger,

som er placeret i udlandet er 26,5%¹¹⁰, denne fordeling antages at kunne overføres på den bogførte værdi, således at 201,5 millioner repræsenterer den bogførte værdi af ejendomme i Danmark. Til brug for realisationsværdiansættelsen antages det, at disse kan sælges for 25% af bogført værdi, hvorimod de udenlandske ejendomme antages at kunne sælges til bogført værdi.

Øvrige materielle anlægsaktiver, herunder produktionsanlæg, maskiner, andre anlæg, driftsmateriel og inventar med bogførte værdier på i alt 383,7 millioner antages at kunne sælges til kraftigt reducerede værdier, fordi udstyret er specielt tilpasset B&Os brug. Til brug for denne værdiansættelse antages det at være en højere andel af den bogførte værdi, fordi aktiverne er mere mobile og derfor kan flyttes til andre lokationer og fabrikker i modsætning til ejendommene, derfor indregnes 50% af bogført værdi.

Den bogførte værdi af kapitalandele indeholder 35% af aktierne i Medicom, der er opgjort til 0 kroner, fordi egenkapitalen i selskabet er negativ. Til brug for værdiansættelsen antages det, at aktierne kan sælges til den samme pris som den salgspris, der blev opnået i forbindelse med salget af 65% af aktierne i selskabet i 2006/07, svarende til 17,6 millioner for 35%. Egenkapitalen i Medicom udgjorde på slagtidspunktet 27 millioner, og det antages, at salgsprisen er fastsat på baggrund af fremtidige forventede pengestrømme fra aktiviteten, hvorfor prisen på trods af den nuværende negative egenkapital kan fastholdes. De øvrige aktier antages at kunne sælges til bogført værdi.

Udskudte skatteaktiver med en bogført værdi på 29,9 millioner antages at være opstået, i forbindelse med at datterselskaber har haft skattemæssige underskud, som er aktiveret, fordi det er vurderet, at det er sandsynligt at disse vil kunne modregnes i fremtidige skattemæssige overskud i datterselskaberne. Idet B&Os aktivitet nedlukkes, vil dette også nedlukke alle datterselskaber, som sælger eller producerer B&O produkter, således vil der ikke blive genereret skattemæssige overskud fremadrettet, så aktivet kan udnyttes, derfor nedskrives det til 0.

Andre finansielle tilgodehavender 57 millioner indeholder primært lån til B1 butikkerne, som de i forbindelse med en nedlukning af aktiviteten ikke vil have mulighed for at betale tilbage. Derfor nedskrives posten til 0 i værdiansættelsen.

Den bogførte værdi af varebeholdninger repræsenterer kostprisen relateret til fremstillingen af produkterne. Det antages, at alle produkter i forbindelse med nedlukning af aktiviteten vil blive færdigproducerede og solgt til butikskæder til kostpris inklusive en mindre avance, som antages at udgøre 20%. Derfor opskrives værdien af varelageret med 20%.

Tilgodehavender fra salg og andre tilgodehavender fastholder deres værdi, idet den bogførte værdi afspejler det beløb, som B&O forventer at modtage.

¹¹⁰ Årsrapporten 2007/08, side 100 (kostpris for udenlandske ejendomme 139,1/ kostpris for grunde og bygninger I B&O 524,5 = 26,5%)

Periodeafgrænsningsposter opstår for eksempel i forbindelse med forudbetaling af omkostninger over flere regnskabsperioder, sådanne poster har ingen værdi, hvis aktiviteten nedlukkes, og derfor nedskrives posten til 0.

Likvide beholdninger fastholder deres værdi.

Realisationsopgørelse af gæld og forpligtelser

Minoritetsinteresser med en bogført værdi på 6,3 millioner repræsenterer den værdi, som andre end B&O ejer i datterselskabet OÜ BO-Soft. Disse aktier forventes ikke at have nogen værdi efter nedlukning af aktiviteten i B&O, fordi aktiviteten i dette datterselskab ligeledes forventes at blive nedlukket, og derfor nedskrives værdien af minoritetsposten til 0.

Pensionsforpligtelser i forbindelse med ydelsesbaserede ordninger udgør 9,5 millioner. Afhængig af hvordan de enkelte pensionsaftaler er sammensat, og om der er yderligere betingelser, der kan gøres gældende i forbindelse med opsigelses af medarbejdere, vil dette beløb fastholde sin værdi. Dette lægges til grund for værdiansættelsen.

Yderligere vil der opstå en forpligtelse til betaling af afskedigelsesgodtgørelse til medarbejdere, når aktiviteten nedlukkes og medarbejdere afskediges. Størrelsen på denne forpligtelse vil være afhængig af, hvilke kontrakter der er indgået med medarbejderne, og hvilke forpligtelser koncernen dermed har påtaget sig. Der findes ikke oplysninger i årsrapporten til at foretage en detaljeret beregning af afskedigelsesomkostninger, derfor foretages et estimat med udgangspunkt i oplyste lønninger og det gennemsnitlige antal medarbejdere. For direktionen tages udgangspunkt i den afskedigelsesgodtgørelse der blev betalt til Torben Ballegaard Sørensen i 2007/08 på 8,3 millioner, idet det antages, at Karl Kristian Hvidt Nielsen får det samme beløb, og at Peter Thostrup, som udgør den anden halvdel af direktionen, modtager det halve. Det forventes ikke, at bestyrelsen opnår nogen fratrædelsesgodtgørelse. Den samlede beregning baseret på oplysninger i årsrapporten for 2007/08 fremgår nedenfor:

	2007/08
Løn	835.6 millioner
Gennemsnitligt antal medarbejdere	2,539
Gennemsnitlig årlig løn per medarbejder	329,106 kroner
Gennemsnitlig månedsløn per medarbejder	27,425 kroner
Gennemsnitlig opsigelsesvarsel	5 måneder
Forpligtelse ved afskedigelse af medarbejdere	348 millioner
Afskedigelse af direktion	9.8 millioner
Samlet afskedigelsesforpligtelse	358 millioner

Tabel 30 Beregning af forpligtelse ved afskedigelse af medarbejdere¹¹¹

Det er antaget, at samtlige medarbejdere i gennemsnit har opnået et opsigelsesvarsel på 5 måneder, idet det lægges til grund, at mobiliteten i Struer-området er lille, og at medarbejderne har været i den danske

¹¹¹ Årsrapporten 2007/08 side 87 samt egen tilvirkning

del af koncernen i over 8 år og 7 måneder, hvorefter de vil have opnået et opsigelsesvarsel på 6 måneder jf. funktionærloven §2, stk. 2 og 3. Selvom hovedparten af de ansatte er produktionsmedarbejdere og deres rettigheder styres derfor ikke af funktionærloven, antages det, at de har opnået lignende rettigheder i deres overenskomster. Til gengæld er produktionen i Tjekkiet opstartet i 2006, og dermed har disse medarbejdere ikke oparbejdet et langt opsigelsesvarsel. Herudover forventes lavere loyalitet og dermed anciennitet hos de butiksansatte, således at det gennemsnitlige opsigelsesvarsel for koncernen som helhed reduceres til 5 måneder. Således er den estimerede forpligtelse ved afskedigelse af medarbejderne og direktion 358 millioner, som indarbejdes i værdiansættelsen.

Udskudt skat med en bogført værdi på 79 millioner repræsenterer midlertidige forskelle mellem skatte og regnskabsmæssige værdier primært på materielle anlægsaktiver. I det omfang aktiverne realiseres til beløb under bogført værdi, vil udskudt skat reduceres med 25% af den regulering, der foretages. Herudover foretages en regulering for den opskrivning, der foretages på varelageret. Der foretages ikke beregning af udskudt skat på opskrivningen af kapitalandele, da selskaber ikke betaler skat af aktier, de har ejet i over 3 år, jf. Aktieselskabsloven §9.

Hensatte forpligtelser indgår samlet set med 123,2 millioner i balancen per 31. august. De er indregnet i balancen, fordi B&O har en aktuel forpligtelse på balancedagen som resultat af tidligere begivenheder, fordi det er sandsynligt, at afviklingen heraf vil medføre et nettotræk på B&Os økonomiske ressourcer som kan måles pålideligt, og hvor der er usikkerhed med hensyn til størrelse og/eller indfrielsestidspunkt. Idet regnskabet er aflagt ud fra en forudsætning om going concern, kan fortsat drift være en forudsætning for, at det er vurderet som værende sandsynligt, at der vil være et nettotræk på B&Os økonomiske ressourcer. Derfor må hensættelserne gennemgås for at afklare om fortsat drift er en forudsætning for, at det er sandsynligt at B&O ved realisation af aktiverne og ophør af aktiviteten skal afholde omkostningerne.

Af de samlede hensættelser udgør hensættelser til garantiforpligtelser 77,2 millioner. I det tilfælde at B&Os aktivitet nedlukkes, ophører garantiforpligtelsen ikke og derfor fastholdes denne hensættelse som gæld i realisationsbalancen.

Hensættelse til fairness udgør 27,3 millioner, der repræsenterer en faktisk og ikke en retslig forpligtelse, idet hensættelsen repræsenterer forventede omkostninger til udbedring af produkter efter garantiperiodens udløb. Det må forventes, at der i forbindelse med nedlukning af aktiviteten ikke vil blive udbedret produkter efter garantiperiodens udløb, derfor tilbageføres denne hensættelse, således at den ikke indgår i realisationsbalancen.

Hensættelse til jubilæumsgratiale på 9,9 millioner afspejler en forventning om, at medarbejdere i fremtiden vil opnå disse jubilæumsgratiale ved fortsat ansættelse i koncernen. Ved nedlukning af aktiviteten vil dette ikke ske, og derfor tilbageføres hensættelsen.

Der fremgår ikke oplysninger om, hvad "øvrige hensatte forpligtelser" repræsenterer, derfor kan der ikke identificeres nogen indikatorer for, at B&O ikke skal afholde disse omkostninger i tilfælde af realisation, og derfor reguleres denne ikke til brug for værdiansættelsen.

Gæld til kreditinstitutter og realkreditinstitutter er optaget i balancen til amortiseret kostpris, hvorved forskellen mellem det modtagne låneprovenu og den nominelle værdi (kurstabet) indregnes i resultatopgørelsen over lånenes løbetid. Det må forventes, at gælden kan indfries til kursværdien på obligationerne i tilfælde af realisation. Det antages, at lånene er 30-årige. B&O har i årsrapporten oplyst, at de har fastforrentede realkredit lån og lån hos kreditinstitutioner i renteintervallerne 4-5% og 5,8-6,4%. Kursværdien på 4-5% fastforrentede lån var per 21/10 mellem 79,8 og 87,5¹¹² og kursværdien på 5,8-6,4% lån var omkring 95¹¹³. Derfor foretages en reduktion af gælden i realisationsbalancen på baggrund af gennemsnitlige kursbetragtninger i hvert af renteintervallerne, således at den værdi, gælden skal indfries til, indgår i værdiansættelsen.

Gæld til leverandører af varer og tjenesteydelser, gæld til associerede virksomheder, skyldig selskabsskat og anden gæld vil forfalde til betaling, og der skal ikke foretages nogen regulering af disse beløb i realisationsbalancen.

De eventualforpligtelser, som er oplyst i regnskabet, er primært leasing og lejeforpligtelser. Det fremgår ikke af noterne, hvorvidt der er tale om uopsigelige leasing- og lejeaftaler og derfor antages det, at aftalerne er opsigelige, således at det oplyste beløb ikke skal indregnes fuldt ud som forpligtelse i realisationsbalancen. I stedet indregnes de oplyste minimums leje- og leasingydelser, som udgør 78,5 millioner. Det fremgår af noterne, at der er fremtidige forventede indtægter i forbindelse med uopsigelige videreudlejningskontrakter (husleje)¹¹⁴. Det lægges til grund for værdiansættelsen, at denne uopsigelige huslejekontrakt overtages af den, der køber bygningen, og at værdiansættelsen af bygningen tager højde for værdien af lejekontrakten.

Eventualforpligtelser indeholder kautionsforpligtelser, men der fremgår ingen detaljer om, hvem der er stillet kaution for. Det antages i værdiansættelsen, at forpligtelsen er 0, ligesom det antages, at igangværende retssager ikke vil medføre yderligere omkostninger for B&O i fremtiden.

Herudover skal der fratrækkes omkostninger til selve likvidationen til revisorer og advokater, disse antages at udgøre 10 millioner.

¹¹² borsen.dk, kursinformation, obligationer

¹¹³ borsen.dk, kursinformation, obligationer

¹¹⁴ B&O Årsrapport 2007/08 side 121

Realisationsopgørelse af B&O

Ved beregning af værdi per aktie fordeles netto realisationsværdien på antallet af aktier. B&O har indkøbt egne aktier til at afdække deres forpligtelser ved aktieoptionsprogrammer. Disse aktieoptionsprogrammer er imidlertid tilknyttet optjeningen i 2005/06 og 2006/07, og exercisekursen er således baseret på en væsentligt højere aktiekurs end det der vil kunne opnås ved realisation. Derfor må det forventes, at B&Os beholdning af egne aktier annulleres og ikke skal tælles med ved fordeling af værdien i selskabet.

På baggrund af gennemgangen af aktiver og forpligtelser kan realisationsbalancen og beregning af værdi per aktie fremsættes nedenfor:

DKK millioner	Kvartalsrapport		Reguleret
	Aug-08	Regulering	Aug-08
Driftsaktiver (DA)			
Immaterielle anlægsaktiver	441.4	-59.7	381.7
Materielle anlægsaktiver	657.9	-343.0	314.9
Kapitalandele i associerede virksomheder	6.3	17.6	23.9
Udskudte skatteaktiver	29.9	-29.9	0.0
Andre finansielle tilgodehavender	57.0	-57.0	0.0
Varebeholdninger	768.7	153.7	922.4
Tilgodehavender fra salg	543.0	0.0	543.0
Andre tilgodehavender	83.6	0.0	83.6
Periodeafgrænsningsposter	48.9	-48.9	0.0
Driftsaktiver (DA)	2,636.7	-367.2	2,269.5
Driftsgæld (Gd)			
Pensioner	9.5	0.0	9.5
Afskedigelsesforpligtelse	0.0	358.0	358.0
Udskudt skat	79.3	-62.2	17.1
Andre hensatte forpligtelser	77.3	-27.3	50.0
Hensatte forpligtelser	45.9	-9.9	36.0
Leverandører af varer og tjenesteydelser	159.3	0.0	159.3
Forudbetalinger fra kunder	0.0	0.0	0.0
Selskabsskat	52.4	0.0	52.4
Anden gæld	394.6	0.0	394.6
Driftsgæld (Gd)	818.3	258.6	1,076.9
Netto driftsaktiver (NDA)	1,818.4	-625.7	1,192.7
Investeringsejendomme	51.9	-38.9	13.0
Likvide beholdninger	117.5	0.0	117.5
Realkreditinstitutter	-234.8	34.3	-200.5
Kreditinstitutter	-105.8	6.5	-99.3
Afdrag på langfristet gæld & gæld	-228.9	6.2	-222.7
Minimumsleje og leasing ydelser	0.0	-78.5	-78.5
Netto finansielle aktiver (NFA)	-400.1	-70.4	-470.5
Egenkapital	1,411.9	-1,411.9	0.0
Minoritetsinteresse	6.3	-6.3	0.0
Ejer og ekstern finansiering	1,818.3	-1,347.8	470.5
Likvidationsomkostninger			10.0
Realisations/likvidationsværdi uden brand			712.1
Antal aktier			11,313,551
Værdi per aktie uden brand			62.9

Tabel 31 Opstilling af B&Os balance med realisationsværdier og beregning af aktiekurs

Værdien af en B&O aktie i en realisationsopgørelse er 62,9 kroner. Den beregnede realisations værdi er baseret på balancen per 30 August, den tager ikke højde for de driftsunderskud der er genereret af B&O som alt andet lige vil forøge gæld og forpligtelser og dermed reducere værdien af aktien. Herudover indeholder beregningen ikke værdien af B&Os brand. Værdien af dette afhænger af køberens vurdering af

værdien, og denne kan derfor ikke opgøres umiddelbart. Ved antagelse om at værdien af B&O brandet er 1 milliard, vil værdien per aktie forhøjes med 88,4 kroner, således at den samlede værdi per aktie i dette scenarium bliver 151,3 kroner per aktie, hvilket overstiger aktiekurs per 21. oktober med 4,8 kurspoint.

Værdien af brandet er fastsat på baggrund af den tilbagediskonterede værdi af den forventede fremtidige omsætning. Konsulenter har fastlagt, at brands værdi i nichesegmenter normalt er 1-2% af den tilbagediskonterede værdi af omsætningen¹¹⁵. Ved fastsættelse af værdien af B&Os brand til 1 milliard svarer det til 1,6%, som således ligger inden for intervallet for niche segmenter. Definitionen af nichesegmenter er ikke klar i konsulenternes analyse, og det er muligt, at en køber af B&Os brand vil tillægge det en højere værdi. Aktiekursen varierer med 44,2 kurspoint for hver 0,5 milliard brandet er værd.

¹¹⁵ Brand Finance plc – "Brand Finance Releases Retail Brand Power Rating, 4. March 2005

Konklusion

B&O er fokuseret på salg til det eksklusive segment og er dermed en nicheaktør i elektronikbranchen og skal samtidig betragtes som en aktør i luksusbranchen. B&O har et meget stærkt brand og har hidtil differentieret sig fra de øvrige aktører i elektronikbranchen ved fokus på design, layout og kvalitet, men nu er de øvrige store aktører i elektronikbranchen begyndt at introducerer produkter, som designmæssigt ligger op ad B&O, og dette sammenholdt med generelt faldende priser på elektronikudstyr medfører, at der fremkommer en meget stor prismæssig forskel op til de produkter, som B&O & Loewe, den eneste direkte konkurrent til B&O, introducerer. Dette kombineret med den teknologiske udvikling, komplicerer B&Os opretholdelse af værdien i deres produkter over for forbrugerne. I modsætning til B&O har Loewe oplevet stor fremgang i omsætning og indtjening i det seneste år, hvilket tydeliggør et af B&Os største problemer, udviklingseffektiviteten. En række af produktlanceringerne i 2007/08 har ikke været succesfulde, og det antal produkter, som forventes at blive introduceret i 2008/09, er kraftigt reduceret i forhold til tidligere år.

B&O har aktiviteter i en række lande i Europa, Asien og Nordamerika og har en bredere geografisk og mere international profil end Loewe på nuværende tidspunkt. Dette er vigtigt, fordi omverdensforholdene, herunder udviklingen i elektronikpriser og udviklingen i husstandsindkomster udvikler sig forskelligt i landene. Det giver B&O mulighed for at fokusere på lande, der generelt har fordelagtige udviklingstendenser. I en række af disse lande kan B&O dog fremadrettet forvente øget konkurrence fra Loewe, der planlægger at udvide deres geografiske tilstedeværelse.

I forbindelse med regnskabsanalysen blev der identificeret en række reguleringer, som bør foretages af den regnskabskyndige investor for at skabe et validt grundlag at udarbejde budgettet til brug for værdiansættelsen på. Der er blevet foretaget regulering for effekten af den 65% frasolgte Medicom aktivitet, hvilket særligt påvirker udviklingen i bruttomarginen og forøger den reduktion, der har været i bruttomarginen fra 2006/07 til 2007/08. Herudover er der identificeret behov for reguleringer i forbindelse med hensættelser til garantiforpligtelser og tilbageførelse af usædvanlige omkostningsposter. Herudover foretages der reguleringer i forbindelse med reformulering af regnskabet, hvor driftsrelaterede og finansieringsrelaterede poster identificeres og flyttes til de respektive aktiviteter.

Det er i forbindelse med nøgletalsanalysen identificeret, at der er varierende forklaringer til indtjeningsudviklingen i B&O. En af de væsentligste drivere for indtjeningsmarginen er bruttomarginen. En del af produktionsomkostningerne i B&O er faste, hvilket medfører, at bruttomarginen alt andet lige vil falde når omsætningen falder. Herudover påvirkes bruttomarginen af produktmixet og prisen på elektronik. Der er i perioden blevet brugt en større andel af omsætningen på udviklingsaktiviteter, i perioden er andelen steget fra 9% til 13% af omsætningen. Distributionsomkostningerne er drevet af antallet af B1 butikker, og disse er vokset fra 642 butikker i 2003/04 til 822 butikker i 2007/08, hvorfor de samlede omkostninger til distribution er steget i analyseperioden. Administrationsomkostningerne har været faste i procent af omsætningen i analyseperioden.

På kortsigt forventes det, at B&O vil blive væsentligt påvirket af den igangværende finanskrisen, som på grund af den følgende lavkonjunktur og den svage produktpipeline vil reducere omsætningen væsentligt over de kommende to regnskabsår. Den manglende udviklingseffektivitet sammenholdt med en teknologisk udvikling der snart har forældet en række af B&Os eksisterende produkter indenfor telefoni og audio og som udhuler B&Os produkters position som investeringsobjekt sammenholdt med andre luksusvarer kombineret med den forventede øgede konkurrence fra Loewe på en række markeder medfører, at omsætning også på længere sigt må forventes at være på et lavere niveau end det der blev opnået i 2006/07, der var et historisk godt år for B&O. De negative fremtidsudsigter understøttes af, at markedet for salg af tv må forventes at blive reduceret i en periode, efter at den tvungne konvertering til digitalt tv i en række europæiske lande og i Japan afsluttes.

Kombinationen af faldende omsætning, delvist faste produktionsomkostninger og en ufordelagtig ændring af produktmixet medfører, at bruttomarginen på trods af ledelsens initiativer og forventninger om fastholdelse af niveauet må forventes at falde i de næste 2 regnskabsår. Herefter vurderes det, at ledelsen formår at forbedre marginen. Men den faldne bruttofortjeneste og ledelsens forventninger om at øge omkostningerne til udvikling sammenholdt med forholdsvist faste administrations omkostninger og den forventede udvikling i antallet i distributionskanaler medfører, at det i fremtiden ikke er muligt for B&O, at generere et positivt cash flow fra driftsaktiviteten.

Hvis forudsætningerne ændres, således at der kan forventes en stigning i omsætningen i de europæiske, russiske, mellemøstlige og asiatiske markeder for B&O efter afslutningen af finanskrisen i 2010/11, og hvis der indarbejdes en fastholdelse af bruttomarginen på 2007/08 niveau, vil aktiekursen per 21. oktober fremkomme som resultat af værdiansættelse i en DCF-model. Dette når der indarbejdes en WACC på 9,05%, og der forventes 2% vækst i terminalperioden.

På grund af de negative cash flows i den oprindelige budgettering, som fremkommer, fordi B&O ikke kan dække kapacitetsomkostningerne og investeringerne med den bruttofortjeneste, der genereres på omsætningen, er en alternativ værdiansættelse i form af en realisationsopgørelse udarbejdet. Denne viser, at værdien af B&Os aktiver i en likvidation vil resultere i en aktiekurs 151,3 hvilket ligger over aktiekursen per 21. oktober på 146,5. Dette fremkommer i det tilfælde, hvor B&Os udviklingsaktiver sælges til bogført værdi, og hvor B&O brandet sælges for 1 milliard. Værdien af disse to aktiver er usikker og vil variere meget efter hvilken køber der findes til dem. Aktiekursen vil forhøjes med 44,2 kurspoint, for hver 0,5 milliarder brandets værdi øges med 0,5 milliarder over 1 milliard.

Samlet set må det derfor anbefales investorer at købe B&O aktien nu hvor kursen ligger omkring 146,5, fordi aktien selv i tilfælde af realisation af aktiverne på vil have en højere værdi end den handles til på nuværende tidspunkt. Men investor må være meget opmærksom på omfanget af driftsunderskud og udviklingen i de forpligtelser der indgår i balancen i de følgende kvartalsrapporter, fordi disse må forventes at reducere realisationsværdien af B&O til under det B&Os aktie handles til på markedet over tid.

Litteraturliste og kildefortegnelse

Bøger:

- Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Jens O. Elling & Ole Sørensen
1. udgave, 1. oplag 2003
- Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele
FSR, Rådgivningsudvalget
December 2002
- Contemporary Strategy Analysis – Concepts, techniques, applications
Fourth edition, 2002
af Robert M. Grant

Artikler

- Brand Finance plc 4. March 2005 - "Brand Finance Releases Retail Brand Power Rating,
- Erhvervsbladet 5. Maj 2008
- Aktionæren, Juni 2008 - side 12-13
- RB Børsen 13. august 2008 - Bang & Olufsen: Nye produkter i støbeskeen i år
- RB Børsen 13. august 2008 - B&O: Vi undervurderede tv-skærmenes størrelse
- RB Børsen 13. august 2008 - B&O regner med udfordrende marked næste år
- Jyske bank 14. august 2008 - Negativ vækst i vente for B&O i 2008/09 - Jyske Bank
- Børsen 14. august 2008 - Barske udsigter for presset B&O
- RB Børsen 14. august 2008 - B&O/Danske: Kursen er faldet for meget - køb aktier
- RB Børsen 15. august 2008, B&O/Capinordic: Skuffende 2008/09-forventninger
- RB Børsen 15. august 2008 - B&O i alvorlig krise – nyhedsbrev
- Politiken 25. august 2008 - Interview: B&O er altså ikke en elektronisk gadget-forretning.
- Reuters 3. September 2008 "Stærkt signal fra B&O at vælge Rolf Eriksen -Alm Brand"
- Netposten 15. september 2008 - Bang & Olufsen-lyd på vej i to Aston Martin-modeller
- Netposten 23. september 2008 - "Endnu en million ordre til B&O"
- Børsen 29. September 2008 – Presset øges på ny B&O chef
- Effektivitet #1 2008 - Fuld kraft på produktudviklingen hos B&O
- Berlingske Nyhedsmagasin, nr. 36, 2008, side 44 "Fra oligark til minigark"

Meddelelser fra B&O

- Årsrapport 2007/08 (Regnskabspræsentation)
- Årsrapporten 2003/04, 2004/05, 2005/06, 2006/07 samt 2007/08
- 1. kvartalsrapport 2008/09
- Fondsbørsmeddelelse 05.05, 3. oktober 2005 om overgang til IFRS
- Pole position strategy 2008

Internet

- www.bang-olufsen.com
- www.loewe.de/en/loewe-ag
- www.borsen.dk - kursinformation, obligationer
- www.coolbrands.uk.com/
- <http://omxnordicexchange.com> –price information –shares –analystool
- <http://nyhederne.tv2.dk/> Artikel "Det er nu du skal købe elektronik"
- www.digitag.org - Analog switch off handbook, published by DigiTAG
- www.fsr.dk
- www.effektivitet.dk #1 2008

Investorrapporter

- Danske Markets Equities - Bang & Olufsen preview note 06 October 2008

Databaser

- Global Market Information Database
- Danmarks statistikbank
- Euromonitor International - national statistics.

Øvrige

- Six months financial report Loewe June 30, 2008
- The Future of Digital homes
New technologies, growth strategies and consumer uptake,
Maj 2007

Oversigt over tabeller og figurer

Tabeller

TABEL 1 GENNEMSNITLIG ÅRLIG UDVIKLING LANDES SAMLEDE DISPONIBLE INDKOMST.....	15
TABEL 2 SWOT ANALYSE.....	26
TABEL 3 REVISORS VÆSENTLIGHEDSNIVEAU FOR B&O.....	28
TABEL 4 ANALYSE AF AKTIVEREDE UDVIKLINGSOMKOSTNINGER.....	30
TABEL 5 ANALYSE AF HENSÆTTELSER.....	30
TABEL 6 EFFEKT AF OVERGANG FRA ÅRSREGNSKABSLOVEN TIL IFRS.....	31
TABEL 7 REGULERING FOR MEDICOMAKTIVITET.....	33
TABEL 8 OVERSICHT OVER REGULERING FOR SAMMENLIGNELIGHED, VALIDITET OG USÆDVANLIGE POSTER.....	35
TABEL 9 B&O EGENKAPITALOPGØRELSE.....	36
TABEL 10 BEREGNING AF FORDELINGSNØGLE NDA I FORHOLD TIL NFA I B&O I 2007/08.....	37
TABEL 11 REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE FOR B&O 2003/04-2007/08,.....	39
TABEL 12 REFORMULERET BALANCE.....	40
TABEL 13 BEREGNING AF EKF AND AG NDA B&O 2003/04-2007/08.....	41
TABEL 14 BEREGNING AF OVERSKUDSGRAD OG DELKOMPONERING.....	41
TABEL 15 OMSÆTNINGSFORDELING B&O 2003/04 - 2007/08.....	42
TABEL 16 UDVIKLING I DISTRIBUTIONSKANALER OG DISTRIBUTIONSOMKOSTNINGER 2003/04 TIL 2007/08.....	44
TABEL 17 BEREGNING AF AOH NDA.....	46
TABEL 18 AOH ANALYSE PÅ UDVALGTE DRIFTSAKTIVER.....	46
TABEL 19 ANALYSE AF FINANSIERINGSAKTIVITET.....	47
TABEL 20 REFORMULERET PENGESTRØMSOPGØRELSE.....	48
TABEL 21 ANALYSE AF INVESTERINGSNIVEAUET I B&O.....	49
TABEL 22 BUDGETTERING AF PRODUKTIONSOMKOSTNINGER/BRUTTOAVANCE.....	55
TABEL 23 BUDGETTERING AF DISTRIBUTIONSOMKOSTNINGER.....	56
TABEL 24 PROFORMA DRIFTSOVERSKUD OG TOTALINDKOMST FOR B&O.....	56
TABEL 25 FREMSKREVET NETTO DRIFTSAKTIVER.....	58
TABEL 26 B&O CASH FLOW 2004/04 - 2012/13F.....	58
TABEL 27 OPGØRELSE AF KAPITALSTRUKTUR.....	61
TABEL 28 BEREGNING AF B&O AKTIEKURS PÅ BAGGRUND AF ITERATIV BUDGETTERING OG DCF-MODELLEN,.....	64
TABEL 29 SCENARIEBEREGNINGER VED ÆNDRINGER I RISIKOKOMPONENTERNE I WACCEN.....	64
TABEL 30 BEREGNING AF FORPLIGTELSE VED AFSKEDIGELSE AF MEDARBEJDERE.....	67
TABEL 31 OPSTILLING AF B&Os BALANCE MED REALISATIONSVÆRDIER OG BEREGNING AF AKTIEKURS.....	70

Figurer

FIGUR 1 OPGAVESTRUKTUR	6
FIGUR 2 B&O AUDIO, VIDEO OG HØJTTALER PRODUKTER 2007/08	10
FIGUR 3 B&O SELSKABSSTRUKTUR PER 31. MAJ 2008	11
FIGUR 4 OMSÆTNINGSFORDELING B&O 2007/08	12
FIGUR 5 HISTORISK AKTIEKURSUDVIKLING B&O	13
FIGUR 6 UDVIKLING I PRIVAT ELEKTRONIKFORBRUG 1995-2006	16
FIGUR 7 UDVIKLING I MARKEDET FOR PRIVAT ELEKTRONIKFORBRUG 1998-2012	16
FIGUR 7 UDVIKLING I GENNEMSNI TS PRISER FOR HUSHOLDNINGERS ELEKTRONIKFORBRUG	17
FIGUR 8 ANTAL HUSHOLDNINGER I B&O MARKEDER MED DISPONIBEL INDKOMST OVER \$150.000	18
FIGUR 9 DIGITALT TV MARKEDS UDVIKLING – GEOGRAFISK SAMMENLIGNING 2005-2010	19
FIGUR 10 LOEWES OMSÆTNING 2001 -2007	23
FIGUR 11 OVERBLIK OVER B&O PRODUKTLANCERINGER	24
FIGUR 12 ANDEL AF B&O OMSÆTNING FRA PRODUKTLANCERINGER 2003/04 TIL 2007/08	25
FIGUR 13 SAMMENHÆNG EKF, AG NDA OG FGEAR * SPREAD	47
FIGUR 14 FREMSKREVET OMSÆTNINGSUDVIKLING FOR B&O	53
FIGUR 15 UDVIKLING I OMSÆTNING, DRIFTSOVERSKUD OG FRIT CASHFLOW FRA DRIFTSAKTIVITETEN VED FORLÆNGELSE AF BUDGETPERIODEN	59
FIGUR 16 OMSÆTNINGSUDVIKLING BASE CASE VS. ITERATIV CASE	63

Bilag 1: Omsætningsbudgettering 2008/09 til 2017/18 BASE CASE

Omsætning per land, reguleret for Medicom omsætning

Valuta: DKK millioner	2009/10 2010/11 2011/12 2012/13														
	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09F	F	F	F	F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Danmark	483	511	558	562	478	287	215	194	174	157	141	127	114	103	93
Tyskland	384	399	439	483	442	287	215	194	175	157	141	127	115	103	93
Storbritannien	584	536	538	523	420	273	205	184	166	149	134	121	109	98	88
Schweiz	216	230	270	280	287	230	172	155	139	126	113	102	92	82	74
Asien (ekskl... Japan)	169	173	209	263	281	281	295	325	357	393	432	475	523	575	632
Holland	194	239	288	272	271	217	184	166	149	134	121	109	98	88	79
Spanien/Portugal	197	187	233	260	237	166	133	119	108	108	108	108	108	108	108
Frankrig	180	173	203	209	215	140	119	107	107	107	107	107	107	107	107
Nord Amerika	279	270	254	243	209	167	150	135	122	110	99	89	80	72	65
Italien	196	192	215	219	186	149	134	121	108	98	88	79	71	64	58
Nye markeder	122	149	167	108	125	145	167	194	224	260	273	286	301	316	331
Belgien	82	80	95	108	106	90	77	69	62	56	50	45	41	37	33
Rusland	0	0	0	78	106	106	127	134	140	147	155	162	170	179	188
Sverige	110	103	111	126	100	70	63	57	51	46	41	37	33	30	27
Norge	65	60	65	72	62	43	39	35	32	28	26	23	21	19	17
Mellemøsten	0	24	39	50	58	73	83	88	92	97	101	106	112	117	123
Østrig	52	59	63	60	57	40	36	32	29	26	24	21	19	17	15
Japan	62	60	52	54	49	49	54	59	56	56	56	56	56	56	56
Telefon	37	23	25	12	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
øvrige	17	16	40	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Enterprise	21	39	54	97	155	172	189	208	229	252	277	305	335	369	406
Automotive	0	0	19	87	123	176	264	396	594	891	900	909	918	927	936
Ice Power	26	35	90	106	108	108	130	130	130	130	0	0	0	0	0
Omsætning i alt	3,475	3,558	4,027	4,275	4,092	3,275	3,059	3,108	3,252	3,533	3,393	3,402	3,429	3,473	3,536

Årlig vækst i %	2009/10 2010/11 2011/12 2012/13														
	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09F	F	F	F	F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Danmark	n.a.	6%	9%	1%	-15%	-40%	-25%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Tyskland	n.a.	4%	10%	10%	-8%	-35%	-25%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Storbritannien	n.a.	-8%	0%	-3%	-20%	-35%	-25%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Schweiz	n.a.	6%	17%	4%	2%	-20%	-25%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Asien (ekskl... Japan)	n.a.	2%	21%	26%	7%	0%	5%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Holland	n.a.	23%	21%	-6%	0%	-20%	-15%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Spanien/Portugal	n.a.	-5%	25%	12%	-9%	-30%	-20%	-10%	-10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Frankrig	n.a.	-4%	17%	3%	3%	-35%	-15%	-10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Nord Amerika	n.a.	-3%	-6%	-4%	-14%	-20%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Italien	n.a.	-2%	12%	2%	-15%	-20%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Nye markeder	n.a.	22%	12%	-35%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	5%	5%	5%	5%	5%
Belgien	n.a.	-3%	19%	14%	-2%	-15%	-15%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Rusland	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	36%	0%	20%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Sverige	n.a.	-6%	8%	14%	-21%	-30%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Norge	n.a.	-8%	8%	11%	-14%	-30%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Mellemøsten	n.a.	n.a.	63%	28%	16%	25%	15%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Østrig	n.a.	13%	7%	-5%	-5%	-30%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Japan	n.a.	-3%	-13%	4%	-9%	0%	10%	10%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Telefon	n.a.	-38%	9%	-52%	-17%	-100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
øvrige	n.a.	-7%	158%	-93%	133%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Enterprise	n.a.	86%	38%	80%	60%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Automotive	n.a.	n.a.	n.a.	358%	41%	43%	50%	50%	50%	50%	1%	1%	1%	1%	1%
Ice Power	n.a.	39%	155%	18%	2%	0%	20%	0%	0%	0%	-100%	0%	0%	0%	0%
Omsætning i alt	n.a.	2%	13%	6%	-4%	-20%	-7%	2%	5%	9%	-4%	0%	1%	1%	2%

Bilag 2: Budgetteret resultatopgørelse 2008/09 til 2017/18 BASE CASE

Reformuleret resultatopgørelse

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Omsætning	3,475	3,558	4,027	4,274	4,092	3,275	3,059	3,108	3,252	3,533	3,393	3,402	3,429	3,473	3,536
Produktionsomkostninger	-1,861	-1,871	-2,127	-2,253	-2,200	-1,886	-1,762	-1,759	-1,808	-1,929	-1,819	-1,789	-1,803	-1,827	-1,860
Bruttofortjeneste	1,614	1,687	1,900	2,021	1,893	1,389	1,297	1,349	1,444	1,604	1,574	1,612	1,625	1,646	1,676
Udviklingsomkostninger	-315	-386	-429	-454	-546	-614	-627	-635	-641	-645	-647	-648	-649	-649	-648
Distributionsomkostninger	-836	-829	-914	-905	-1,004	-904	-892	-928	-965	-1,004	-1,044	-1,086	-1,129	-1,174	-1,221
Administrationsomkostninger	-127	-125	-132	-131	-149	-132	-122	-124	-127	-129	-132	-135	-137	-140	-143
Resultat af primær drift	336	347	425	532	195	-262	-344	-339	-289	-174	-248	-256	-290	-317	-336
Regulering for sammenlignelighed og validitet	-2	-7	-12	-9	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Regulering for usædvanlige poster	0	0	0	0	61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valutakurstab/gevinst reformuleres fra finansielle pc	8	13	-10	-8	-12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskæ	5	5	-11	1	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af associerede virksomheder	2	0	-1	-1	-11	-11	-10	0	5	10	10	10	10	10	10
Medicom resultatandel 2003/04-2006/07	-2	5	5	-1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Reguleringer & resultat af associerede virksomheder	10	16	-28	-17	24	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Driftsoverskud før skat	346	363	397	515	219	-273	-354	-339	-284	-164	-238	-246	-280	-307	-326
Skat af driftsresultat	-72	-116	-133	-150	-54	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Driftsoverskud efter skat	274	247	264	364	165	-273	-354	-339	-284	-164	-238	-246	-280	-307	-326
Gevinst ved salg af aktier i datterselskab	0	0	0	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	27	31	18	16	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle omkostninger	-25	-24	-25	-32	-50	-29	-29	-47	-64	-77	-86	-98	-110	-123	-136
Huslejeindtægter investeringsejendomme	6	6	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Afskrivninger investeringsejendomme	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Egenkapital og valutakursreguleringer i dattersels	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reformulerede valutakurseffekter til driftsaktivitet	-8	-13	10	8	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af finansieringsaktivitet før skat	-3	-3	5	6	-16	-28	-27	-45	-63	-76	-85	-97	-109	-122	-135
Skat af finansieringsaktivitet	1	1	-1	-2	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af finansieringsaktivitet efter skat	-3	-2	3	4	-11	-28	-27	-45	-63	-76	-85	-97	-109	-122	-135
Total indkomst før minoritetsinteresser	271	245	267	368	154	-301	-381	-384	-347	-240	-323	-343	-389	-429	-461
Minoritetsinteresser i Årsrapporten	-2	0	-2	-5	-8	10	13	13	12	8	11	12	13	14	16
Tilbageførelse af minoritetsinteresse i ICEpower	2	0	2	3	2										
Total indkomst	271	245	267	366	149	-291	-368	-371	-335	-231	-312	-331	-376	-414	-445

Bilag 3: Budgetteret balance 2008/09 til 2017/18 BASE CASE

Reformuleret balance

DKK millioner	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Driftsaktiver (DA)															
Immaterielle anlægsaktiver	269	292	356	450	417	439	448	448	443	435	424	411	399	386	373
Materielle anlægsaktiver	590	554	608	618	656	619	583	555	535	526	515	505	499	494	492
Kapitalandele i associerede virksomheder	9	7	6	16	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Udskudte skatteaktiver	41	44	29	21	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Andre finansielle tilgodehavender	17	29	36	88	23	50	60	55	50	40	40	40	40	40	40
Varebeholdninger	490	430	567	694	801	798	431	438	458	497	478	479	483	489	498
Tilgodehavender fra salg	516	549	655	734	593	512	478	486	508	553	531	532	536	543	553
Andre tilgodehavender	244	69	68	66	79	57	54	54	57	62	59	60	60	61	62
Periodeafgrænsningsposter	22	15	26	23	31	19	18	18	19	20	20	20	20	20	20
Driftsaktiver (DA)	2,198	1,988	2,351	2,710	2,657	2,553	2,130	2,113	2,129	2,191	2,124	2,105	2,094	2,091	2,097
Driftsgæld (Gd)															
Pensioner	1	1	16	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Udskudt skat	66	64	64	68	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
Andre hensatte forpligtelser	56	66	87	103	84	72	67	67	69	73	69	68	68	69	71
Hensatte forpligtelser	69	52	31	33	46	41	36	35	37	37	37	36	36	36	37
Leverandører af varer og tjenesteydelser	184	208	208	214	216	199	191	194	199	208	205	205	209	213	218
Forudbetalinger fra kunder	19	42	0	98	84	40	37	38	39	43	41	41	42	42	43
Selskabsskat	10	72	78	122	66	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anden gæld	403	315	407	356	322	366	352	356	366	383	377	378	385	392	400
Driftsgæld (Gd)	808	820	890	1,004	892	790	757	763	782	818	802	802	813	826	842
Netto driftsaktiver (NDA)	1,390	1,168	1,462	1,706	1,766	1,763	1,373	1,350	1,347	1,372	1,322	1,303	1,282	1,265	1,255
Netto finansielle aktiver (NFA)															
Investeringsjendomme	68	64	60	56	53	49	45	41	38	34	30	26	22	19	15
Likvide beholdninger	473	732	503	157	53	-241	-228	-586	-926	-1,187	-1,456	-1,776	-2,140	-2,548	-2,995
Langfristede aktiver bestemt for salg	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Realkreditinstitutter	-135	-121	-107	-93	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236
Kreditinstitutter	-139	-88	-130	-97	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101
Afdrag på langfristet gæld & gæld	-43	-39	-46	-46	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51
Netto finansielle aktiver (NFA)	224	549	281	-24	-282	-580	-571	-932	-1,276	-1,542	-1,814	-2,138	-2,505	-2,918	-3,368
Egenkapital	1,612	1,714	1,738	1,676	1,472	1,181	813	441	106	-126	-438	-769	-1,145	-1,559	-2,004
Minoritetsinteresse	2	2	4	6	12	2	-11	-24	-35	-44	-54	-66	-79	-94	-109
Ejer og ekstern finansiering	1,390	1,168	1,462	1,706	1,766	1,763	1,373	1,350	1,347	1,372	1,322	1,303	1,282	1,265	1,255
Balance kontrol	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 4: Budgetteret cashflow 2008/09 til 2017/18 BASE CASE**Reformuleret pengestrømsopgørelse**

DKK millioner	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Cash flow fra driftsaktivitet												
Driftsoverskud	364	165	-273	-354	-339	-284	-164	-238	-246	-280	-307	-326
Tilbageførelse af afskrivninger på driftsaktiver	245	295	297	302	305	306	308	307	307	306	305	304
Investeringer i immaterielle anlægsaktiver, netto	-209	-123	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191
Investeringer i materielle anlægsaktiver, netto	-148	-167	-95	-89	-90	-94	-102	-98	-98	-99	-101	-102
Egenkapital og valutakursreg. i datterselskaber	-1	-7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ændring i netto driftsaktiver (eksl. anlægsaktiver)	-140	-55	-12	363	-4	-22	-44	29	-3	2	-1	-4
Frit Cash flow fra driftsaktiviteten	111	109	-274	32	-320	-285	-193	-191	-231	-262	-294	-320
Cashflow fra finansieringsaktivitet												
Transaktioner med ejerne												
Udbytte	-189	-234	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Køb af egne aktier, mv.	-253	-99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gældsfinansiering												
Overskud fra finansieringsaktivitet efter skat	4	-11	-28	-27	-45	-63	-76	-85	-97	-109	-122	-135
Tilbageførelse afskrivninger på finansieringsaktive	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Ændring i NFA (eksl. likvider)	-41	155	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Cashflow effekt fra finansieringsaktivitet	-475	-185	-20	-20	-38	-55	-68	-77	-89	-102	-114	-127
Diverse reguleringer vedr. reformulering og justering	19	-27	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ændring i likvider	-346	-103	-294	12	-357	-340	-261	-268	-320	-364	-409	-447
Likvider primo	503	157	53	-241	-228	-586	-926	-1187	-1456	-1776	-2140	-2548
Likvider ultimo	157	53	-241	-228	-586	-926	-1187	-1456	-1776	-2140	-2548	-2995
Afstemning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 5: Budgetteret omsætning 2008/09 til 2017/18 ITERATIV CASE

Omsætning per land, reguleret for Medicom omsætning															
	2003/0	2004/0	2005/0	2006/0	2007/0	2008/09	2009/1	2010/1	2011/1	2012/1	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Valuta: DKK millioner	4	5	6	7	8	F	OF	1F	2F	3F					
Danmark	483	511	558	562	478	287	215	237	260	286	295	303	312	321	331
Tyskland	384	399	439	483	442	287	215	237	261	287	295	304	313	322	331
Storbritannien	584	536	538	523	420	273	205	225	248	273	281	289	297	306	315
Schweiz	216	230	270	280	287	230	172	189	208	229	236	243	250	257	265
Asien (ekskl.. Japan)	169	173	209	263	281	281	295	339	376	414	426	438	451	464	478
Holland	194	239	288	272	271	217	184	203	223	245	252	260	267	275	283
Spanien/Portugal	197	187	233	260	237	166	133	139	146	154	158	163	168	172	178
Frankrig	180	173	203	209	215	140	119	125	131	138	142	146	150	154	159
Nord Amerika	279	270	254	243	209	167	150	158	166	174	179	185	190	196	201
Italien	196	192	215	219	186	149	134	141	148	155	160	164	169	174	179
Nye markeder	122	149	167	108	125	145	167	194	224	260	267	275	283	291	300
Belgien	82	80	95	108	106	90	77	84	93	102	105	108	111	114	118
Rusland	0	0	0	78	106	106	127	153	183	220	226	233	240	247	254
Sverige	110	103	111	126	100	70	63	72	83	96	99	102	104	108	111
Norge	65	60	65	72	62	43	39	45	52	60	62	63	65	67	69
Mellemøsten	0	24	39	50	58	73	87	104	125	150	155	159	164	169	174
Østrig	52	59	63	60	57	40	36	36	36	36	37	38	39	40	41
Japan	62	60	52	54	49	49	54	62	74	89	92	95	97	100	103
Telefon	37	23	25	12	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Øvrige	17	16	40	3	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Enterprise	21	39	54	97	155	172	189	208	229	252	259	267	275	283	291
Automotive	0	0	19	87	123	176	264	396	594	891	917	944	972	1000	1029
Ice Power	26	35	90	106	108	108	130	130	130	130	0	0	0	0	0
Omsætning per årsrapport	3,475	3,558	4,027	4,275	4,092	3,275	3,063	3,484	3,997	4,646	4,649	4,785	4,925	5,069	5,217

	2003/0	2004/0	2005/0	2006/0	2007/0	2008/09	2009/1	2010/1	2011/1	2012/1	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Årlig vækst i %	4	5	6	7	8	F	OF	1F	2F	3F					
Danmark	n.a.	6%	9%	1%	-15%	-40%	-25%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Tyskland	n.a.	4%	10%	10%	-8%	-35%	-25%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Storbritannien	n.a.	-8%	0%	-3%	-20%	-35%	-25%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Schweiz	n.a.	6%	17%	4%	2%	-20%	-25%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Asien (ekskl.. Japan)	n.a.	2%	21%	26%	7%	0%	5%	15%	11%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Holland	n.a.	23%	21%	-6%	0%	-20%	-15%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Spanien/Portugal	n.a.	-5%	25%	12%	-9%	-30%	-20%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Frankrig	n.a.	-4%	17%	3%	3%	-35%	-15%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Nord Amerika	n.a.	-3%	-6%	-4%	-14%	-20%	-10%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Italien	n.a.	-2%	12%	2%	-15%	-20%	-10%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	3%
Nye markeder	n.a.	22%	12%	-35%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	3%	3%	3%	3%	3%
Belgien	n.a.	-3%	19%	14%	-2%	-15%	-15%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Rusland	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	36%	0%	20%	20%	20%	20%	3%	3%	3%	3%	3%
Sverige	n.a.	-6%	8%	14%	-21%	-30%	-10%	15%	15%	15%	3%	3%	3%	3%	3%
Norge	n.a.	-8%	8%	11%	-14%	-30%	-10%	15%	15%	16%	3%	3%	3%	3%	3%
Mellemøsten	n.a.	n.a.	63%	28%	16%	25%	20%	20%	20%	20%	3%	3%	3%	3%	3%
Østrig	n.a.	13%	7%	-5%	-5%	-30%	-10%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	3%	3%
Japan	n.a.	-3%	-13%	4%	-9%	0%	10%	15%	20%	20%	3%	3%	3%	3%	3%
Telefon	n.a.	-38%	9%	-52%	-17%	-100%									
Øvrige	n.a.	-7%	158%	-93%	133%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Enterprise	n.a.	86%	38%	80%	60%	11%	10%	10%	10%	10%	3%	3%	3%	3%	3%
Automotive	n.a.	n.a.	n.a.	358%	41%	43%	50%	50%	50%	50%	3%	3%	3%	3%	3%
Ice Power	n.a.	39%	155%	18%	2%	0%	20%	0%	0%	0%	-100%				
Omsætning per årsrapport	n.a.	2%	13%	6%	-4%	-20%	-6%	14%	15%	16%	0%	3%	3%	3%	3%

Bilag 6: Budgetteret resultatopgørelse 2008/09 til 2017/18 ITERATIV CASE

Reformuleret resultatopgørelse

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
DKK millioner															
Omsætning	3,475	3,558	4,027	4,274	4,092	3,275	3,063	3,484	3,997	4,646	4,649	4,785	4,925	5,069	5,217
Produktionsomkostninger	-1,861	-1,871	-2,127	-2,253	-2,200	-1,775	-1,660	-1,889	-2,167	-2,518	-2,520	-2,593	-2,669	-2,747	-2,828
Bruttofortjeneste	1,614	1,687	1,900	2,021	1,893	1,500	1,403	1,596	1,831	2,128	2,129	2,191	2,255	2,321	2,389
Udviklingsomkostninger	-315	-386	-429	-454	-546	-614	-627	-635	-641	-645	-647	-648	-649	-649	-648
Distributionsomkostninger	-836	-829	-914	-905	-1,004	-904	-892	-928	-965	-1,004	-1,044	-1,086	-1,129	-1,174	-1,221
Administrationsomkostninger	-127	-125	-132	-131	-149	-132	-122	-124	-127	-129	-132	-135	-137	-140	-143
Resultat af primær drift	336	347	425	532	195	-151	-238	-92	98	350	306	323	340	358	377
Regulering for sammenlignelighed og validitet	-2	-7	-12	-9	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Regulering for usædvanlige poster	0	0	0	0	61	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valutakurstab/gevinst reformuleres fra finansielle pc	8	13	-10	-8	-12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselsk	5	5	-11	1	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ændring i dagsværdi af afledte finansielle instrume	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af associerede virksomheder	2	0	-1	-1	-11	-11	-10	0	5	10	10	10	10	10	10
Medicom resultatandel 2003/04-2006/07	-2	5	5	-1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Reguleringer & resultat af associerede virksomheder	10	16	-28	-17	24	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Driftsoverskud før skat	346	363	397	515	219	-162	-248	-92	103	360	316	333	350	368	387
Skat af driftsresultat	-72	-116	-133	-150	-54	0	0	0	-32	-112	-98	-104	-109	-115	-120
Driftsoverskud efter skat	274	247	264	364	165	-162	-248	-92	71	248	218	229	241	254	266
Gevinst ved salg af aktier i datterselskab	0	0	0	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	27	31	18	16	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle omkostninger	-25	-24	-25	-32	-50	-29	-29	-47	-64	-77	-86	-98	-110	-123	-136
Huslejeindtægter investeringsejendomme	6	6	6	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Afskrivninger investeringsejendomme	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
Egenkapital og valutakursreguleringer i dattersels	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reformulerede valutakurseffekter til driftsaktivitet	-8	-13	10	8	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af finansieringsaktivitet før skat	-3	-3	5	6	-16	-28	-27	-45	-63	-76	-85	-97	-109	-122	-135
Skat af finansieringsaktivitet	1	1	-1	-2	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af finansieringsaktivitet efter skat	-3	-2	3	4	-11	-28	-27	-45	-63	-76	-85	-97	-109	-122	-135
Total indkomst før minoritetsinteresser	271	245	267	368	154	-190	-276	-137	8	172	133	133	132	132	132
Minoritetsinteresser i Årsrapporten	-2	0	-2	-5	-8	6	9	5	0	-6	-4	-4	-4	-4	-4
Tilbageførelse af minoritetsinteresse i ICEpower	2	0	2	3	2										
Total indkomst	271	245	267	366	149	-183	-266	-133	8	166	128	128	128	127	127

Bilag 7: Budgetteret balance 2008/09 til 2017/18 ITERATIV CASE**Reformuleret balance**

DKK millioner	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Driftsaktiver (DA)												
Immaterielle anlægsaktiver	450	417	439	448	448	443	435	424	411	399	386	373
Materielle anlægsaktiver	618	656	619	583	564	561	573	584	595	608	623	638
Kapitalandele i associerede virksomheder	16	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Udskudte skatteaktiver	21	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
Andre finansielle tilgodehavender	88	23	50	60	55	50	40	40	40	40	40	40
Varebeholdninger	694	801	798	431	491	563	654	655	674	693	714	735
Tilgodehavender fra salg	734	593	512	479	545	625	727	727	748	770	793	816
Andre tilgodehavender	66	79	57	54	61	70	81	81	84	86	89	91
Periodeafgrænsningsposter	23	31	19	18	20	23	27	27	28	28	29	30
Driftsaktiver (DA)	2,710	2,657	2,553	2,131	2,242	2,393	2,595	2,595	2,638	2,683	2,731	2,781
Driftsgæld (Gd)												
Pensioner	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Udskudt skat	68	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
Andre hensatte forpligtelser	103	84	67	63	72	82	95	96	98	101	104	107
Hensatte forpligtelser	33	46	39	34	35	40	47	50	51	52	54	55
Leverandører af varer og tjenesteydelser	214	216	192	185	201	219	241	244	251	257	265	272
Forudbetalinger fra kunder	98	84	40	37	42	48	56	56	58	60	61	63
Selskabsskat	122	66	0	0	0	19	67	59	62	65	69	72
Anden gæld	356	322	354	341	370	403	444	449	461	474	487	501
Driftsgæld (Gd)	1,004	892	767	735	793	886	1,025	1,028	1,055	1,084	1,114	1,144
Netto driftsaktiver (NDA)	1,706	1,766	1,786	1,396	1,449	1,507	1,570	1,567	1,583	1,600	1,618	1,637
Netto finansielle aktiver (NFA)												
Investeringsejendomme	56	53	49	45	41	38	34	30	26	22	19	15
Likvide beholdninger	157	53	-153	-35	-221	-267	-154	-15	105	225	342	458
Langfristede aktiver bestemt for salg	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Realkreditinstitutter	-93	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236	-236
Kreditinstitutter	-97	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101	-101
Afdrag på langfristet gæld & gæld	-46	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51	-51
Netto finansielle aktiver (NFA)	-24	-282	-492	-378	-568	-618	-509	-373	-257	-141	-27	85
Egenkapital	1,676	1,472	1,288	1,022	889	897	1,063	1,192	1,320	1,447	1,575	1,702
Minoritetsinteresse	6	12	6	-4	-8	-8	-2	2	7	11	16	20
Ejer og ekstern finansiering	1,706	1,766	1,786	1,396	1,449	1,507	1,570	1,567	1,583	1,600	1,618	1,637
Balance kontrol	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 8: Budgetteret cash flow 2008/09 til 2017/18 ITERATIV CASE

DKK millioner	2006/07	2007/08	2008/09F	2009/10F	2010/11F	2011/12F	2012/13F	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18
Cash flow fra driftsaktivitet												
Driftsoverskud	364	165	-162	-248	-92	71	248	218	229	241	254	266
Tilbageførelse af afskrivninger på driftsaktiver	245	295	297	302	306	311	318	322	326	329	332	335
Investeringer i immaterielle anlægsaktiver, netto	-209	-123	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191	-191
Investeringer i materielle anlægsaktiver, netto	-148	-167	-95	-89	-101	-116	-134	-135	-138	-143	-147	-151
Egenkapital og valutakursreg. i datterselskaber	-1	-7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ændring i netto driftsaktiver (eksl. anlægsaktiver)	-140	-55	-35	363	-71	-67	-59	2	-16	-16	-16	-17
Frit Cash flow fra driftsaktiviteten	111	109	-186	137	-149	9	181	216	209	221	232	243
Cashflow fra finansieringsaktivitet												
Transaktioner med ejerne												
Udbytte	-189	-234	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Køb af egne aktier, mv.	-253	-99	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gældsfinansiering												
Overskud fra finansieringsaktivitet efter skat	4	-11	-28	-27	-45	-63	-76	-85	-97	-109	-122	-135
Tilbageførelse afskrivninger på finansieringsaktive	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Ændring i NFA (eksl. likvider)	-41	155	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Cashflow effekt fra finansieringsaktivitet	-475	-185	-20	-20	-38	-55	-68	-77	-89	-102	-114	-127
Diverse reguleringer vedr. reformulering og justering	19	-27	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ændring i likvider	-346	-103	-206	118	-186	-46	113	139	120	119	117	116
Likvider primo	503	157	53	-153	-35	-221	-267	-154	-15	105	225	342
Likvider ultimo	157	53	-153	-35	-221	-267	-154	-15	105	225	342	458
Afstemning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0