

Copenhagen Business School - Handelshøjskolen i København

Institut for Regnskab og Revision

Cand.merc.aud.-studiet

Kandidatafhandling

Antal anslag 178.537, el. 78,48 normalsider

2012

Værdiansættelse af IC Companys



Forfatter: Pardip Singh - CPR. 270284-xxxx

Vejleder: Jens Oluf Elling

30. marts 2012

Executive summary

The main purpose of this thesis was to give answer the question "What should the price for an IC Companys A/S share be on 17 august 2011?" In order to answer this question I have analyzed the internal and external factors which has an influence on the Company's financial performance. This has been combined, with an analysis of the Company's financial statements, in order to estimate the future budget for the Company and the subsequent valuation of the share price.

The history has showed, that share price has varied enormously over its short lifespan. The main reason for this has been the continuing struggles in the upper management to create growth in turnover and profit, which in turn has meant multiple layoffs of the management and members of the board.

The strategic analysis showed that the main strength of the Company is their Multibrandstrategy, which consist of 11 independent clothing brands, whose only responsibility is designing and marketing their respective brands. In order to exploit the economies of scale the Company has a common platform for HR, outsourcing, finance and administration etc, in order for each brand to only concentrate on its brand specific characteristics.

The financial statements analysis showed that the financial crisis has had a vast effect on the Company's financial performance. Due to decline in turnover the Company began analysis the costs in order to downsizing them. The downsizing has had a positive effect, as the return on invested capital has increased during the crisis. However the return on equity hasn't followed the same direction. This is due to the fact that the Company in reason years has focused on reducing foreign capital, which in prior years was a main factor in a strong financial performance, due to the Company's abilities to increase value through borrowing of capital.

Based on the analysis, the DFC model was used in order to estimate the value of the IC Companys share price. In order to estimate the share price, the discounted rate was calculated - which was based on the share holders' required rate of return and the after-tax cost of foreign capital. This resulted in a WACC of 8.11 %. Hence the result showed that IC Companys share price should be traded for DKK 187.32 kr. Furthermore the sensitivity analysis showed that a change in the beta-value and gross-% has an immense impact on the value of the share price.

Compared to the marked price of DKK 160 kr. on 17 august 2011, it is my conclusion that it is recommendable to buy shares in IC Companys.

Indhold

INDLEDNING	4
PROBLEMFORMULERING	6
AFGRÆNSNING	7
METODE OG MODELVALG	8
STRATEGISK ANALYSE	8
REGNSKABSANALYSE	9
BUDGETTERING	10
VÆRDIANSÆTTELSE	10
IC COMPANYS A/S - VIRKSOMHEDSPROFIL	11
HISTORIE	11
IC COMPANYS' STRATEGI	13
ORGANISATION	13
IC COMPANYS' BRANDS	14
Peak Performance	15
InWear	15
Tiger of Sweden	15
Jackpot	15
Cottenfield	15
Matinique	15
Part Two	15
By Malene Birger	15
Saint Tropez	16
Soaked in Luxury	16
Designers Remix	16
PRIMÆRE MARKEDER	16
ØKONOMI	17
STRATEGISK ANALYSE	18
SAMFUNDSFORHOLD - PEST-ANALYSE	18
<i>Politiske forhold</i>	18
<i>Økonomiske forhold</i>	19
<i>Sociale og kulturelle forhold</i>	23
<i>Teknologi og miljø forhold</i>	24
SAMMENFATNING AF SAMFUNDSFORHOLD	26
BRANCHEFORHOLD - PORTERS FIVE FORCES	26
<i>Leverandørernes forhandlingsstyrke</i>	26
<i>Kundernes forhandlingsstyrke</i>	27
<i>Adgangsbarrierer</i>	28
<i>Substituerende produkter</i>	29
<i>Konkurrencesituationen i branchen</i>	29
SAMMENFATNING AF BRANCHEFORHOLD	30
INTERNE FORHOLD	30
<i>Markedssegmentering</i>	31
<i>Produktlivscyklus</i>	33

<i>Værdikædeanalyse</i>	34
<i>Anshoffs vækststrategi</i>	36
DELKONKLUSION PÅ DEN STRATEGISKE ANALYSE – SWOT	37
<i>Styrker</i>	38
<i>Svagheder</i>	38
<i>Muligheder</i>	39
<i>Trusler</i>	39
REGNSKABSANALYSE	40
REVISIONSPÅTEGNING	40
ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS	41
REFORMULERING AF REGNSKAB	41
<i>Reformulering af egenkapitalopgørelsen</i>	42
<i>Reformulering af balancen</i>	42
<i>Reformulering af resultatopgørelsen</i>	43
RENTABILITETSANALYSE	43
<i>Egenkapitalforrentning (ROE)</i>	44
<i>Afkast på netto driftsaktiver (ROIC), Dekomponering af niveau 2</i>	45
<i>Overskudsgraden (OG), Dekomponering af ROIC niveau 3</i>	46
<i>Aktivernes omsætningshastighed (AOH), Dekomponering af ROIC niveau 2</i>	48
<i>Finansiell gearing (FGEAR) og SPREAD, Dekomponering af niveau 2</i>	49
VÆKSTANALYSE	50
RISIKOANALYSE	51
<i>Driftsmæssig risiko</i>	52
<i>Finansiell risiko</i>	54
DELKONKLUSION PÅ REGNSKABSANALYSE	56
BUDGETTERING	58
FASTLÆGGELSE BUDGETPERIODE	58
FASTLÆGGELSE AF NETTOOMSÆTNING	58
<i>Danmark</i>	59
<i>Sverige</i>	60
<i>Norge</i>	60
<i>Rusland og Østeuropa</i>	61
<i>Resten af Europa</i>	61
<i>Nordamerika og resten af verden</i>	61
FASTLÆGGELSE AF PRODUKTIONSOMKOSTNINGER	62
FASTLÆGGELSE AF KAPACITETSOMKOSTNINGER	63
ANDRE GEVINSTER OG TAB	64
FINANSIELLE POSTER	64
SKAT AF ÅRETS RESULTAT	65
BALANCEN	65
DELKONKLUSION PÅ BUDGETTERING	67
VÆRDIANSÆTTELSE	69
FCFF-MODELLEN	69
UDLEDNING AF WACC	69
<i>Fastlæggelse af kapitalstruktur</i>	70

<i>Estimat på ejernes afkastkrav</i>	71
Den risikofrie rente	71
Markedsporteføljen risikopræmie	72
Beta	72
Likviditetstillæg	73
<i>Fremmedkapitalsomkostninger</i>	73
<i>Estimering af WACC</i>	74
VÆRDIANSÆTTELSE AF AKTIEN	74
<i>Beregning af det frie cashflow (FCF)</i>	74
<i>Konstant vækst i terminalperioden</i>	74
<i>Markedsværdien af egenkapitalen</i>	76
FØLSOMHEDSANALYSE	77
DELKONKLUSION PÅ VÆRDIANSÆTTELSE	80
SAMLET KONKLUSION PÅ ANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE	82
PERSPEKTIVERING	85
LITTERATURLISTE	87
BILAGSLISTE	88

Indledning

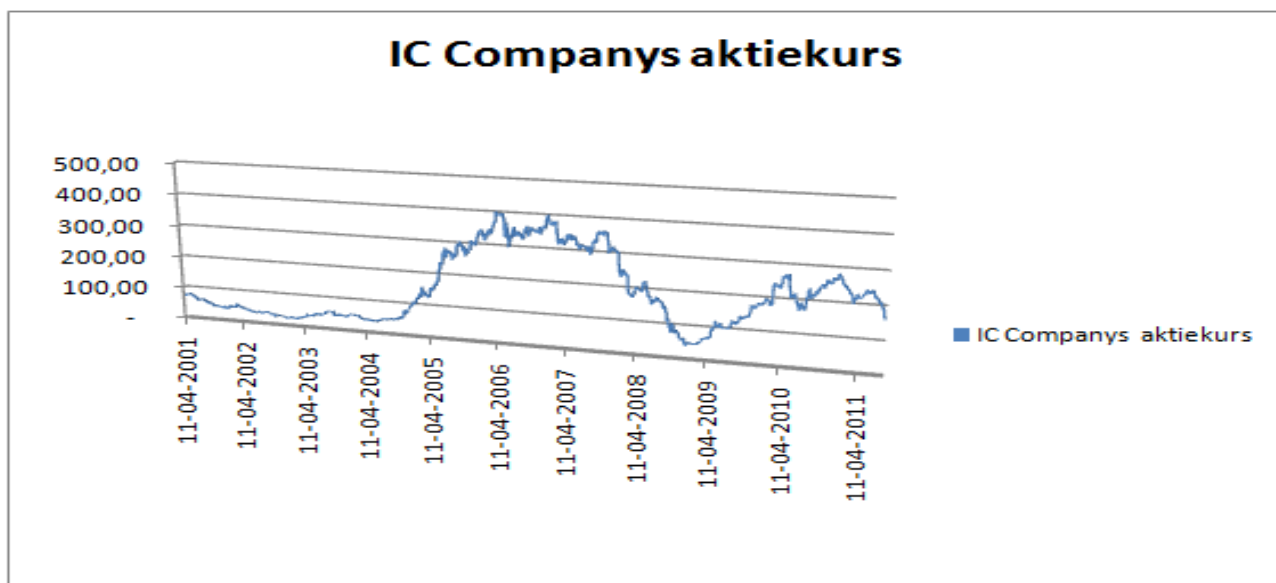
"Årets resultat i 2010/11 blev, som forventet, det bedste i koncernens historie...danne grundlaget for forventningerne om igen i 2011/12 at forbedre indtjeningen i koncernen."¹

Ovenstående citat er et uddrag fra IC Companys' årsrapport 2010/11. Citatet tegner et billede af en virksomhed, som mener at fremtidsudsigter for dem, ser strålende ud.

Men fremtidsperspektiverne for IC Companys har ikke altid set strålende ud. Hvis man spørger IC Companys' investorer, så har tiltroen til virksomhedens udviklingspotentiale ikke altid set positivt ud.

IC Companys' blev dannet i 2001, ved en fusion af InWear Group A/S og Carli Gry A/S. De forventede synergierne ved fusionen skinnede dog ikke umiddelbart igennem på bundlinjen, og IC Companys valgte således at fyre den daværende direktør, kort efter fusionen. Op igennem 00'erne både overraskede og skuffede IC Companys det finansielle marked, hvilket blev afspejlet på direktionsgangene, hvor man opsagde og ansatte direktører på skift.

Figur 1 - Udvikling i aktiekursen for IC Companys



Den ustadige periode har således også haft en smittede effekt på IC Companys aktien. Af figur 1 fremgår det hvorledes aktien, siden børsintroduktionen, har fluktueret kraftigt. Fra en udbudskurs på 71 kr. ved børsnoteringen, til kurs 400 kr. i 2006, videre til en bundkurs på 41 kr. i 2009 og til sidst kurs 160 kr. d. 17. august 2011. Samtidig har de seneste 3-5 år været en usikker periode for mange virksomheder - hvor især IC Companys, har været særligt ramt på grund af det konjunkturfølsomme marked virksomheden agerer på.

¹ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 3

Af denne grund finder jeg det interessant at foretage en værdiansættelse af denne aktie. Jeg vil i afhandlingen give mit bud på, hvad den reelle værdi af bør være, for en virksomhed som IC Companys, der agere på et konjunkturfølsomt marked, og hvor markedsudfordringerne i de senere år - og fremadrettet vil være mange.

Problemformulering

Formålet med afhandlingen er at besvare følgende hovedspørgsmål:

Hvilken værdi bør IC Companys-aktien handles til den 17. august 2011?

Problemstillingen vil blive besvaret ved at foretage en strategisk regnskabsanalyse, som vil danne grundlaget for en pålidelig budgettering af IC Companys' fremtidige cashflow. Det fremtidige cashflow er afgørende for at kunne estimere værdien af IC Companys-aktien den 17. august 2011.

For at kunne besvare ovenstående hovedspørgsmål vil følgende delspørgsmål undervejs i opgaven blive besvaret:

Strategisk analyse:

- Hvad er IC Companys' kernekompetencer?
- Hvilke omverdensfaktorer vil kunne påvirke IC Companys' fremtidige indtjeningsmuligheder?
- Hvordan er de interne forhold i tøjbranchen, og hvordan påvirker disse IC Companys?
- Hvordan er IC Companys nuværende produktportefølje sammensat i forhold til fremtidige indtjeningsmuligheder?

Regnskabsanalyse:

- Hvordan har IC Companys økonomiske udvikling historisk set været i perioden 2006/07 til 2010/11?

Budgettering:

- Hvordan ser IC Companys' fremtidige budgetter ud med udgangspunkt i ovenstående strategiske og regnskabsmæssige situation?

Værdiansættelse:

- Hvad estimeres WACC til for IC Companys?
- Hvad er den estimerede kursværdi af IC Companys aktien, og hvorledes er denne sammenholdt med den officielle dagskurs d. 17. august 2011?
- Hvilke faktorer er forbundet med størst usikkerhed, og hvor følsom er værdiansættelsen, ved ændring af disse faktorer?

Afgrænsning

For at kunne fastholde opgaven inden for de givne rammer har det været nødvendigt at afgrænse fra nedenstående.

Skæringsdatoen for indsamling af information til værdiansættelsen af IC Companys aktien er d. 17. august 2011. Jeg afgrænser mig dermed fra informationer, som er påløbet efter denne dato, og som kunne have betydning for værdiansættelsen af aktien.

Da afhandlingen skrives ud fra den almene investors synsvinkel, er der kun gjort brug af offentligt tilgængeligt materiale, så som årsrapporter, fondsbørsmeddelelser og avisartikler.

Afhandlingen vil ikke foretage en dybdegående beskrivelse af de anvendte modeller og teorier, herunder også de strategiske analysemodeller, der undervises i på cand.mer.aud.-studiet, idet opgavens læser forventes at have kendskab til disse. Modellerne vil dog blive skitseret kort i metode modelvalg.

I den strategisk analyse anvendes der kun modeller og analyser, som findes relevante til at analysere markedssituation, estimering af omsætningen for selskabet, og som kan indgå i analysen af de regnskabsmæssige og finansielle nøgletal og dermed for budgetforudsætningerne.

I forbindelse med den strategiske analyse, vil markedsforholdene alene blive gennemgået for Sverige, Danmark og Norge (IC Companys' primær markeder), samt for Rusland og USA, hvor udviklingspotentialet vurderes størst, og hvor tøjmoden alt andet lige er meget lig en europæiske (modsat Asien for eksempel).

Til vurdering af den finansielle situation hos IC Companys konkurrenter har jeg fravalgt at foretage reformuleringer af selskabernes regnskaber, da jeg har vurderet det som værende for omfattende i forhold til værdien af informationen.

Budgetteringsperioden er fastsat til 5 år, hvorefter resten af budgetperioden vil udgøres af en terminalperiode med en fast vækstrate. Den begrænsede budgetperiode, skyldes det konjunkturfølsomme marked hvorpå IC Companys agerer på.

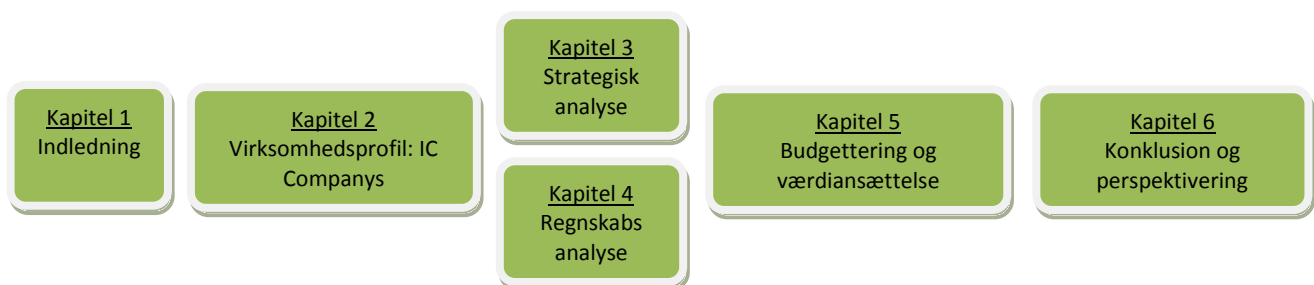
Værdiansættelsen vil udelukkende blive foretaget ved hjælp af FCFF-modellen. Valget af FCFF-modellen skyldes, at modellen er en af de mest anvendte model, ved værdiansættelse af virksomhedsværdier.

Metode og modelvalg

Afhandlingen vil blive opdelt i 4 hovedafsnit; strategisk analyse, regnskabsanalyse, budgettering samt værdiansættelse. Til gennemførelse af de forskellige analyser i denne afhandling, vil der i løbet af de enkelte analyseafsnit blive benyttet forskellige modeller. I det efterfølgende vil der kort blive skitseret, hvilke modeller der danner grundlag for de enkelte analyser, samt hvorfor disse modeller er valgt.

Det er hensigten, at dette, samt de efterfølgende afsnit skal tjene som læserens guide til at forstå, de kommende afsnits opbygning samt modelvalgene - det vil sige hvordan disse enkelt vis og samlet set hænger sammen, og passer ind i den overordnede struktur i opgaven.

Figur 2 - Opgavestruktur²



Strategisk analyse

For at kunne besvare problemformuleringen inddrages en række strategiske og økonomiske analysemodeller, som vil finde anvendelse til at analysere datagrundlaget.

Den strategiske analyse er opdelt i to hovedområder; en ekstern- og en internanalyse.

Efter præsentation af IC Companys og selskabets brands, vil jeg foretage en makroøkonomisk analyse. Dette foretages ved brug af PEST modellen, der via en struktureret analyse af forskellige politiske, økonomiske, sociale/kulturelle og teknologiske faktorer giver et overblik over de samfundsmæssige forhold, IC Companys kan blive påvirket af.

Hernæst har jeg valgt at beskrive markedssituationen for IC Companys, ved hjælp af Porters Five Forces. Modellen vil bidrage til at give et overblik over selskabets nuværende position på markedet, identificere selskabets primære konkurrenter, samt udviklingen på markedet. Modellen er et forenklet billede af konkurrencesituationen på et givet tidspunkt, hvorfor den ofte kritiseres for at være statisk og dermed ikke tager højde for den dynamiske omverden. Trods modellens svaghed vurderes den at være velegnet til at analysere konkurrencesituationen i branchen.

² Udarbejdet efter inspiration fra: Værdiansættelse af Bang & Olufsen A/S af Thomas Brødbæk Boutrup

PEST modellen og Porters beskrivelse af markedssituationen vil i sammenspil få væsentlig indflydelse ved estimering af den fremtidige omsætning og bruttomargin for IC Companys' tøj salg

Til analyse af IC Companys' interne forhold, vil jeg foretage en markedssegmentering, hvilket vil bidrage til at klassificere de enkelte brands position på markedet. Dernæst vil produktporteføljen blive analyseret ved hjælp af produktlivscyklusmodellen, som vil bidrage med at skabe overblik over vækstpotentialet for de enkelte brands.

Til at analysere IC Companys' kernekompetencer, foretages der en værdikædeanalyse, som vil bidrage til at identificere selskabets interne styrker og svagheder. Denne analyse vurderes at være vital for opgaven, da det må antages at være her, at IC Companys selv kan skabe værdi for ejerne.

Endelig afsluttes den strategiske analyse via en opsummering af eksterne og interne forhold gennem SWOT-modellen. Modellen vil bidrage med et samlet overblik over de mest relevante oplysninger, som har betydning for virksomhedens fremtidige performance, og til estimering af IC Companys' fremtidige indtjening.

Regnskabsanalyse

Hvor den strategiske analyse har til formål at identificere virksomhedens nuværende/fremtidige situationen på markedet, har regnskabsanalysen til formål at vise den historiske performance, som virksomheden har præsteret. Endvidere har regnskabsanalysen til hensigt at identificere eventuelle trends, for de finansielle værdier, der er med til at danne grundlag for den efterfølgende budgettering.

Regnskabsanalysen vil blive udarbejdet på baggrund af virksomhedens officielle regnskaber fra de seneste 5 år. Herunder vil der bl.a. blive taget stilling til om regnskaberne er retvisende og kontinuerlige. Eller om der vil blive behov for at foretage ændringer i regnskaberne, således at der er kontinuitet i analyseperioden.

Endvidere er de officielle årsregnskaber ofte mangelfulde på en række områder, samt uegnede til at foretage regnskabsanalyse på. Dette skyldes, at regnskabsanalysen har til formål at vise virksomhedens evne til at skabe værdi igennem driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Derfor har analytiker til opgave, at foretage de nødvendige reklassificeringer af poster i årsregnskaberne, således at regnskaberne viser virksomhedens drifts- og finansieringsaktivitet. Endvidere kan der være behov for at "rense" regnskabet for enkeltstående poster, som ikke er en naturlig del af virksomhedens drift.

Efter korrektionerne til regnskaberne er foretaget, vil selskabets finansielle performance være mere retvisende, og det er nu muligt at udarbejde virksomhedens historiske nøgletal. Regnskabsanalyse struktureres med udgangspunkt i DuPont-pyraminden.

Budgettering

Før værdiansættelsen af virksomheden foretages, er det nødvendigt at opstille en række økonomiske estimater. Dette foretages ved hjælp af en budgettering af virksomhedens fremtidige økonomiske performance. Den forventede performance afspejles af de historiske nøgletal fra regnskabsanalysen, samt de nuværende og fremtidige forventninger til virksomhedens performance, som bliver gennemgået i den strategiske analyse.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen baseres ud fra FCFF modellen. Ved at tilbage diskontere de fremtidige pengestrømme med WACC'en som diskonteringsfaktor. De fremtidige pengestrømme estimeres ud fra den foregående budgetteringsfase. Herved estimeres der en retvisende værdi af IC Companys aktien.

Da værdiansættelsen er beregnet på baggrund af en række faktorer, vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, som vil vise hvor stor en indflydelse de enkelte faktorer har, ved en ændring af disse faktorer.

Afslutningsvis sammenholdes den beregnede værdi af aktien med den handlede pris på aktie på det nuværende aktiemarked, for at undersøge om den handlede aktie er korrekt prissat i forhold til den beregnede aktie.

IC Companys A/S - Virksomhedsprofil

IC Companys er en af Nordeuropas største sælger af tøj, og beskæftiger mere end 2.300 medarbejdere³. Selskabet beskæftiger sig med design og salg af tøj til både mænd og kvinder. Selskabets strategi er sammensat af at udvikle selvstændige designerbrands, men som samtidig understøtter selskabets samlede portefølje.

IC Companys' produkter sælges gennem egne koncept- og franchisebutikker. Desuden sælges selskabets produkter igennem 289 butikker og mere end 11.000 forhandlere på verdensplan⁴.

Historie

IC Companys er et resultat af fusionen mellem de to store og traditionsrige danske virksomheder Carli Gry International A/S og InWear Group A/S, og deres historie har derfor også betydning for virksomheden ageren i dag.

Carli Gry International A/S⁵

Den ene halvdel af IC Companys, Carli Gry International A/S blev grundlagt af Jørgen og Carli Gry i 1940'erne, i en butik i København. Virksomheden lancerede Jackpot til kvinder i 1974 og Cottonfield til mænd i 1986. Begge brands indgår i dag i IC Companys multibrandstrategi.

Carli Gry International A/S fik sin internationale debut i 1974, hvor virksomheden etablerede sit første datterselskab i Norge, og op gennem 80'erne ekspanderede firmaet gennemvækst i engrossalget.

I 1996 blev Carli børsnoteret på den Københavnske Fondsbørs. Kort tid efter købte Carli Gry tøjmærket Peak Performance fra Sverige.

Efter børsnotering og op til fusion havde Carli Gry International A/S massiv omsætningsvækst på mere end 50 %. Men samtidig faldt overskuddet fra 87 mio. kr. efter skat i 1997 til 31 mio. kr. i 2000. Forklaring til det faldende overskud skyldtes bl.a. udviklingen på det europæiske tøj marked, som i stigende grad var præget af intensiv konkurrence.

Op til fusionen var Carli Gry International A/S repræsenteret i 20 lande. På engrossiden gennem 3.200 kunder og på detailsiden via 161 egne butikker fordelt på 16 lande. Virksomheden omsatte for over 1.490 mio. kr., hvoraf engros udgjorde 61 % og detail 39 %. 88 % af den samlede omsætning blev afsat uden for Danmark.

³ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 5

⁴ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 20 og 44

⁵ <http://www.iccompanys.com/history.cfm>

InWear Group A/S⁶

Den anden del af IC Companys, InWear Group A/S blev stiftet af Niels Martinsen i 1969, som lancerede en linje af fritidstøj til unge kvinder under mærket InWear. I 1973 lanceredes en tilsvarende linie til unge mænd, Matinique. I 1986 blev sortimentet udvidet til at omfatte varemærkerne Part Two og Radio. Alle brands, på nær sidst nævnte, som blev frasolgt i 1993, indgår i dag i IC Companys multibrandstrategi.

InWears internationalisering begyndte i 1970'erne, da de første datterselskaber blev etableret i 1974 i Norge og Sverige. Den geografiske ekspansion fortsatte op gennem 1980'erne.

I 1996 blev InWear Group A/S børsnoteret på den Københavnske Fondsbørs.

Efter børsnotering gennemgik InWear Group A/S ligesom Carli Gry nogle svære år med faldende overskud på grund af den intensiverede konkurrence på det europæiske tøj marked.

Ved tidspunktet for fusionen var InWear Group repræsenteret i det meste af Europa, samt i Canada og Hong Kong, og beskæftige mere end 1.200 medarbejdere.

Fusionen⁷

Som en effekt den pressede tøjbranche valgte Carly Gry International A/S og InWear Group A/S at fusionere i 2001. Formålet med fusionen var at opnå en platform, der muliggjorde fremtidig profitabel vækst i et kompetitivt marked⁸.

Den profitable vækst skulle opnås igennem synergier og stordriftsfordele, herunder salgs- og koncernadministrative synergier, samt igennem stordriftsfordele i produktionen og logistik leddene.

Den 20. april 2001 vedtog aktionærene fusionen, med Carli Gry som den forsættende virksomhed under navnet IC Companys. Efter fusionen ejede InWear's og Carli Gry's aktionærer henholdsvis 59 % og 41 % af IC Companys.

IC Companys⁹

Efter fusionen fortsatte IC Companys med at ekspandere sin portefølje af brands. I 2002 opkøbte IC Companys, tøjmærket Saint Tropez. Samme år lancerede virksomheden brandet, O by Isabell Kristensen (skiftede senere navn til Soaked in Luxury) og Designers Remix Collection (senere omdøbt til Designers Remix).

I 2003 indgik IC Companys et joint venture samarbejde med Malene Birger under navnet By Malene Birger, som senere hen er blevet opkøbt og fuldt integreret under IC Companys brand portefølje. Samme år blev

⁶ <http://www.iccompanys.com/history.cfm>

⁷ Fusionsprospekt April 2001

⁸ Fusionsprospekt April 2001

⁹ <http://www.iccompanys.com/history.cfm>

Tiger of Sweden opkøbt. Opkøbet var et led i det strategiske mål, om at opbygge en portefølje af brands i mellem- og højprissegmentet marked med mere kant og designpræget stil.

På direktiongangene oplevede IC Companys til gengæld strid modvind. På grund af dårlige resultater i 2003, blev den administrative direktør og bestyrelsen udskiftet¹⁰. Og igen i 2004 måtte endnu en administrative direktør, samt bestyrelsesformand og næstformand i bestyrelsen forlade IC Companys¹¹. Tredje udskiftning i ledelse blev foretaget i 2008 da Niels Mikkelsen overtog jobbet som administrerende direktør, mens Chris Bigler indtrådte i ledelsen som økonomidirektør. Udskiftningen i direktionen skyldtes den senere tids utilfredsstillende udvikling i virksomhedens omkostningseffektivitet¹².

Som ovenstående viser, har IC Companys været igennem en rivende udvikling, men som samtidig også har sat sit præg på direktiongangene med manglende stabilitet og stor turbulens.

IC Companys' strategi

IC Companys arbejder med deres såkaldte multibrandstrategi. Strategien føres ved at drive en portefølje af stærke og selvstændige brands, men som samtidig trækker på kompetencer og ressourcer, der kan samles under fællesfunktioner. Virksomhedens fælles fællesfunktioner inkluderer en række centrale funktioner, herunder salgsinfrastruktur, outsourcing, logistik, HR, IT, finans og administration¹³. Grundtanken med disse fællesfunktioner er at skabe synergier på tværs af selskabets brands uanset størrelse. Multibrandstrategiens formål er at skabe værdi gennem systematisk udnyttelse af branchekompetencer på tværs af brands, samt udnyttelse af stordriftsfordele for en række relevante fællesfunktioner.

Organisation

IC Companys er opbygget omkring en række brand divisioner med egen ledelse, med ansvar for design, produktudvikling og marketing mv. Samtidig er engrossalg og detailsalg udskilt som separate salgsorganisationer. Organisationen er opbygget med det formål at skabe en virksomhed med fokus på design og salg, understøttet af stærke fællesfunktioner inden for Supply Chain Management, Human Resource, IT og Finans¹⁴. Organisationsstruktur i IC Companys understøtter både de enkelte brands kendetegn, og bidrager samtidig til synergifordele gennem de etablerede fællesfunktioner på områder, hvor der ikke er særlige brandkarakteristika.

Nedenfor er organisationen i IC Companys illustreret¹⁵.

¹⁰ Politikken: "Bestyrelsen væltet i IC Companys"

¹¹ Politikken: "Fornyset uro i IC Companys"

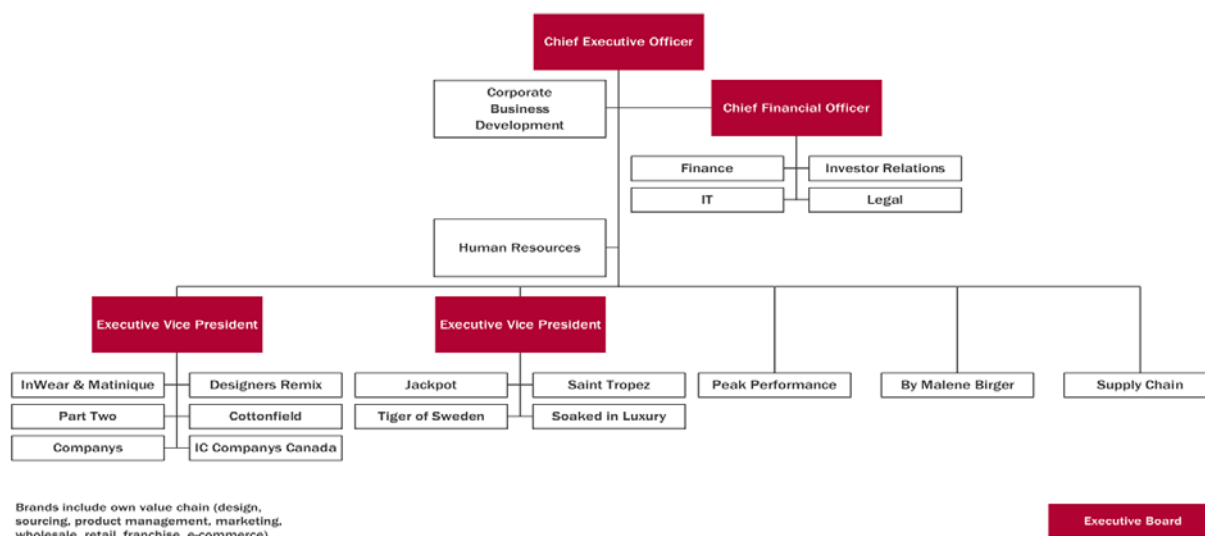
¹² Business.dk: "Ny koncernchef i IC Companys"

¹³ http://www.iccompanys.com/da-DK/Header/Omos/Vores_strategi/Vores+strategi.htm

¹⁴ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 28

¹⁵ Diagrammet er hentet fra IC Companys hjemmeside: <http://www.iccompanys.com/images/org-chart-Dec-10-EN.gif>

Figur 3 - Organisationsstrukturen i IC Companys

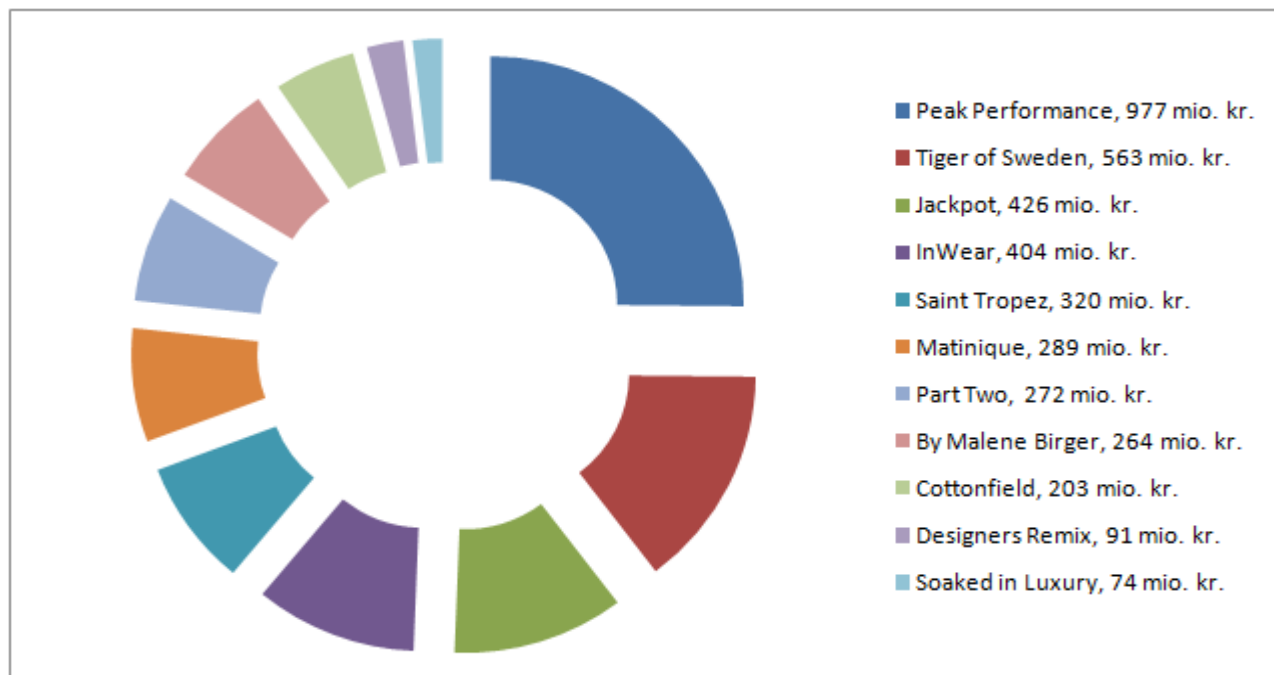


IC Companys' brands

IC Companys bidrager med en bred vifte af produkter gennem deres mange brands, navnlig; Peak Performance, InWear, Tiger of Sweden, Jackpot, Cottonfield, Matinique, Part Two, By Malene Birger, Saint Tropez, Soaked in Luxury and Designers Remix.

Jf. figur 4 udgjorde de 11 brands tilsammen en omsætning på i alt 3.925 mio. kr. i 2010/11¹⁶.

Figur 4 - Omsætning i 2010/11 for egne Brands



¹⁶ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 5

Nedenfor følger en kort beskrivelse af de enkelte brands.

Peak Performance

Peak Performance blev etableret i 1986. Ved hjælp af brandet, tilbydes markedet et bredt sortiment af sport og mode produkter. Brandet inddeler sit brede sortiment af produkter af sportsaktivitet under følgende; Ski, Technical Outdoor, Training og Golf og Equipment. Mens sortimentet af casual tøj er designet til at have på, imellem sportsaktiviteterne¹⁷.

InWear

InWear blev etableret i 1969. Brandkonceptet henvender sig til den stilsikre kvinde, der har en selvsikker og uhøjtidelig tilgang til livet, og som er tiltrukket af en kosmopolitisk livsstil.

Tiger of Sweden

Tiger of Sweden blev etableret i 1903. Brandkonceptet henvender sig til progressive og stilbevidste mennesker. Kollektionen er formel og kontemporær med en urban og afslappet attitude, samt solide skrædderdetaljer.

Jackpot

Jackpot blev etableret i 1974, og er et livsstilsbrand til den moderne kvinde, der elsker livet. Det brede udvalg af levende farver og håndmalede mønstre karakteriserer en feminin og casual stil, der kan sammensættes på kryds og tværs til et spontant, stilfuldt og individuelt look.

Cottenfield

Cottonfield blev etableret i 1986. Brandkonceptet henvender sig til mænd og kvinder, der er tiltrukket af en aktiv livsstil, og som efterspørger tøj, der får dem til at føle sig godt tilpas, afslappet og sporty.

Matinique

Matinique blev etableret i 1973. Brandkonceptet henvender sig til den stilsikre storbymand, der ønsker tøj, som skaber bro mellem det afslappede og det formelle.

Part Two

Part Two blev etableret i 1986. Part Two henvender sig til den modebevidste kvinde, som mentalt er mellem 25 og 35 år, og som efterspørger et unikt fashion udtryk, hvor det feminine og sensuelle oftest kombineres med et mere rå udtryk.

By Malene Birger

By Malene Birger blev etableret i 2003. Brandkonceptet henvender sig til den luksusorienterede kvinde med smag for det eksklusive og unikke. Brandet leverer også en haute couture linje "The Salon".

¹⁷ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 12

Saint Tropez

Saint Tropez blev etableret i 1986. Brandkonceptet er med sine 9 årlige kollektioner et såkaldt "fast to market" tøjmærke, og henvender sig til kvinder, der ønsker tøj med et højt og varierende modeindhold til en overkommelig pris.

Soaked in Luxury

Soaked in Luxury blev etableret i 2002. Brandkonceptet med 10 årlige kollektioner henvender sig til den feminine kvinde, der ønsker tøj med elementer af overdådig luksus til en overkommelig pris.

Designers Remix

Designers Remix blev etableret i 2002. Brandet er designdrevet, og sigter mod at levere tøj til de kvindelige modekamæleoner, der kræver konstant innovation og tøj med personlighed.

Primære markeder

IC Companys er en international virksomhed, som afsætter sine produkter globalt. Størstedelen er virksomhedens omsætning foregår i Europa. Skandinavien udgør alene 54 % af virksomhedens samlede omsætning¹⁸, som må betegnes som virksomhedens mest modne marked. Forbrugerne er vant til at købe designer varer, hvorfor det må formodes at aktørerne på det skandinaviske, alene kan opnå meromsætning ved at vinde markedsandele fra hinanden.

Østeuropa og Rusland udgør 7 % af omsætningen¹⁹. Området har i nyere tid været præget af høj økonomisk vækst og velstand. Markedet er under hastig udvikling. Forbrugerne er ved at få øjnene op for mode og design, hvilket betyder at potentialet for meromsætning af mode og kvalitets tøj i på disse markeder er stort.

Benelux landene, central- og øvrig Europa udgør 33 % af omsætningen²⁰. Områderne kan sidestilles med det skandinaviske marked, som værende et modent marked. IC Companys' rolle på disse markeder er dog noget mindre her, end i forhold til det skandinaviske.

Virksomhedens omsætning foregår igennem engro- og retailsalg. Engrosalget foregår bl.a. igennem de 146 franchisebutikker rundt og i verden. Retailsalget foregår både igennem egne retailbutikker, samt retailkoncessioner (Shops-in-shop). Hver brand forestår selv for afsætningen af sine respektive produkter, igennem hvert sit salgsselskab.

Virksomheden vurderer løbende hvor der er behov for at åbne og lukke retailbutikker, således at efterspørgslen på virksomhedens produkter matcher udbuddet på de respektive markeder.

¹⁸ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 43

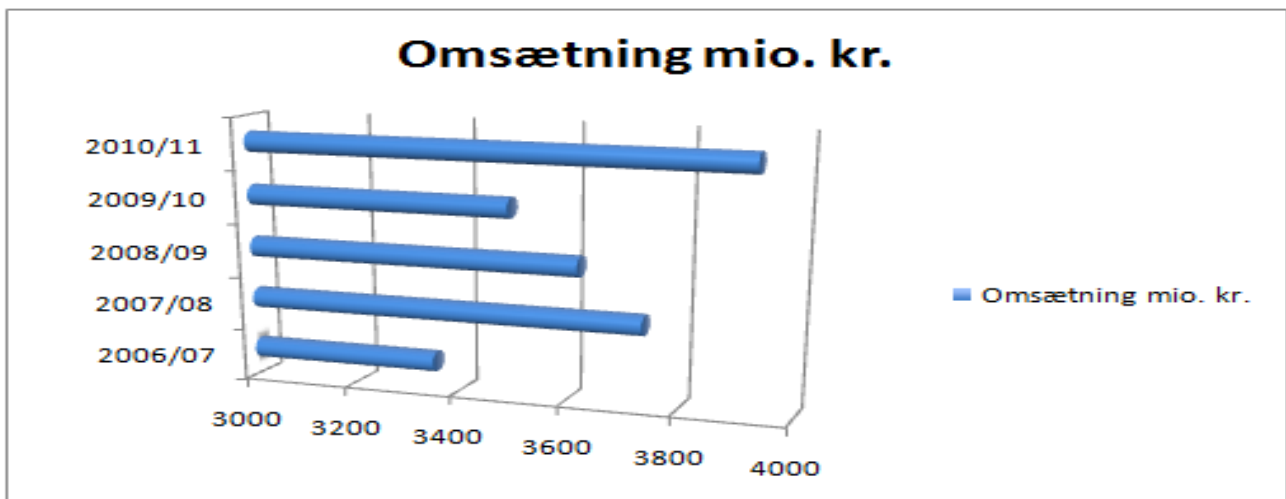
¹⁹ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 43

²⁰ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 43

Økonomi

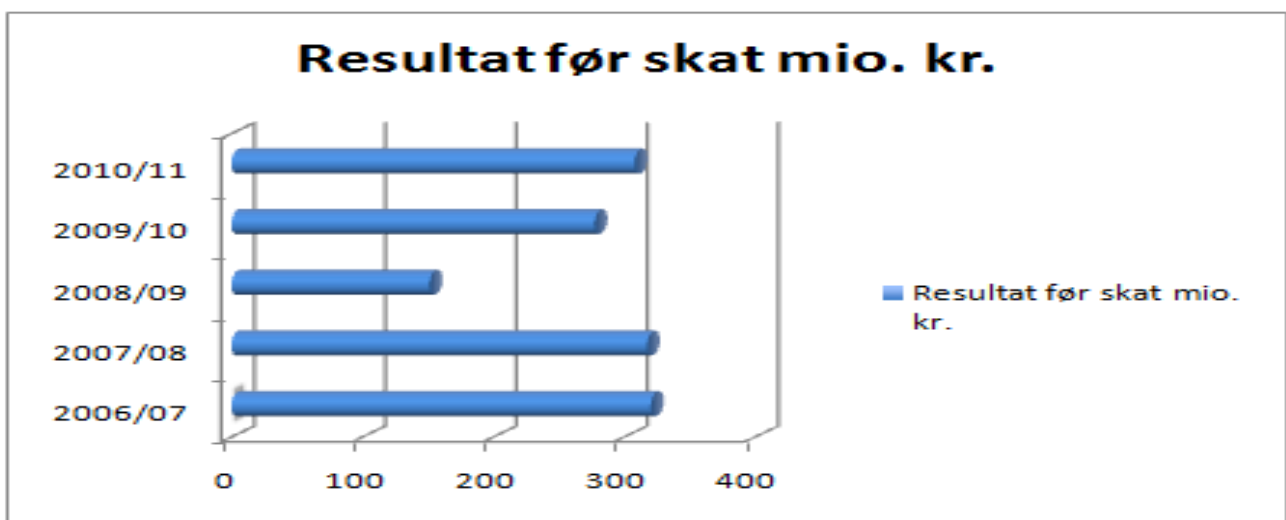
IC Companys har over de sidste 5 år oplevet en svingende udvikling i omsætningen. Virksomheden oplevede stigende omsætningsvækst i perioden 2005-08, inden finanskrisen tog fat, og medførte faldende omsætning i de efterfølgende år. Over perioden har IC Companys formået at holde en stabil bruttoavance på omkring 60 %, hvilket kan tilskrives en relativt fleksibel omkostningsstruktur.

Figur 5 - Omsætning i IC Companys de sidste 5 år



Resultat før skat har ligeledes været noget svingende. Efter et par stabile år med et resultat på omkring 300 mio. kr. før skat i perioden 2005-08, led virksomheden et voldsomt fald i resultat før skat i 2008/09 på 151 mio. kr. Efter optimering af virksomhedens omkostningsbase og tilpasning af virksomhedens aktiviteter i 2009, opnåede IC Companys et resultat før skat på 308 mio. kr. i 2010/11. Hvilke, taget i betragtning af finanskrisens betydning var tilfredsstillende for IC Companys.

Figur 6 - Resultat før skat de sidste 5 år



Strategisk analyse

I det følgende vil der blive foretaget en analyse af IC Companys strategiske situation. Formålet med analysen er at komme frem til de forhold, der har indflydelse på virksomhedens værdiskabelse, samt foretage nogle vel dokumenterede antagelser, omkring hvorledes disse vil ændre sig i fremtiden. Disse antagelser vil spille en vigtig parameter i forbindelse med den fremtidige budgettering.

Indledningsvis vil den strategiske analyse omhandle en beskrivelse af virksomhedens eksterne miljø. Denne analyse foretages ved hjælp af PEST-modellen. Dernæst vil konkurrencesituationen og brancheforholdene for IC Companys, samt virksomhedens konkurrenter vil blive analyseret ud fra Porters Five Forces. Herefter vil jeg ved hjælp af Boston modellen gå nærmere ind i virksomhedens interne forhold, ved at analysere virksomhedens produktportefølje. Afslutningsvis laves der en delkonklusion på den strategiske analyse. Dette foretages igennem en SWOT analyse, som vil samle op på de væsentligste interne og eksterne faktorer, der kan få påvirkning på virksomhedens fremtidige økonomiske performance og værdiskabelse.

Samfundsforhold - PEST-analyse

IC Companys påvirkes ligesom alle andre virksomheder af eksterne faktorer, som virksomheden ikke kan påvirke, eller som virksomheden i begrænset omfang kan forsøge at påvirke. Det er således mere et spørgsmål om virksomhedens evne til at tilpasse, de ændrede forhold, ved hjælp af diverse risikoredskaber, som er kernen.

Til at belyse dette, vil jeg benytte mig af PEST modellen. PEST modellen belyser politiske, økonomiske, sociale og teknologiske forhold, som i større eller mindre omfang kan/vil påvirke IC Companys fremtidige performance. Forholdene vil nu blive gennemgået i hvert sit afsnit.

Politiske forhold

Vigtigheden af de politiske forhold afhænger i høj grad af hvilke markeder IC Companys agerer på. Derfor vil jeg nu se nærmere på de udfordringer som IC Companys og tøjbranchen generelt har været udsat for i nyere tid.

Importlovgivning og politisk stabilitet

Som tidligere nævnt udgør EU 88 % af IC Companys' omsætning. EU blev dannet med det formål at fremme samhandel i regionen, og skabe politisk stabilitet landene imellem. IC Companys kan uden væsentlig besvær agere på disse markeder, idet de politiske og juridiske regler i området er harmoniserede. De politiske forhold vurderes derfor ikke at have væsentlig indflydelse på virksomhedens afsætningsmuligheder.

Til gengæld har den politiske stabilitet en væsentlig betydning for produktionen af virksomhedens varer. For at opnå omkostningsbesparelser og stordriftsfordele, har IC Companys valgt at outsource sine produktionsaktiviteter til områder med lave lønomkostninger. Dette betyder at 83 % af virksomhedens leverancer kommer fra Asien - Kina alene udgør 67 % af virksomhedens leverandør. Endvidere har regionen efter mange års erfaring specialiseret sig i produktion af tøj, således at kvaliteten og prisen i dag er markedsførende. IC Companys er derfor tvunget til at foretage sine indkøb i Asien, for at bibeholde deres konkurrenceevne.

Indtil 2001 var Kina ikke medlem af WTO. Dette betød inden medlemskabet, at der var restriktioner for import af varer fra Kina. Da Kina i 2001 indtrådte som fuldblyndet medlem af WTO forsvandt alle importrestriktioner og andre bureaukratiske regler, som tidligere forhindrede import fra Kina. I flere omgange har EU dog indført kinesiske tøjkvoter. Senest i 2005 hvor man indførte kvoter, i et forsøg på at redde den sydeuropæiske tøjindustri. Restriktioner blev sidenhen fjernet, da det viste sig at produktion blev flyttet til andre steder i den asiatiske region, samt til Østeuropa²¹.

Med udvidelse af den europæiske union mod Østeuropa, har IC Companys forbedret sine muligheder for at afsætte sine produkter i regionen. Men i kølvandet på dette, kan der opstå ulemper, i form af at tøj producerende lande som Rumænien, vil presse på indførelse af restriktioner, og vanskeliggøre produktion af tøj uden for EU's grænse, for at til gode se sine egne behov. Historien viser dog at protektionistiske tiltag med kvoterestriktioner har slået fejl, og der er ingen indikationer på, at EU igen har til hensigt at foretage restriktioner mod import fra Asien. Det vurderes derfor, at der samlet set ikke er væsentlige forhold, som kan få betydning på IC Companys produktion/outsourcing strategi.

Økonomiske forhold

De økonomiske forhold er en ganske væsentlig parameter for IC Companys fremtidige økonomiske performance, herunder både de samfundsøkonomiske forhold og råvarepriser, samt valuta- renterisici.

Valuta- og renterisici

IC Companys er, som tidligere nævnt en international virksomhed. Virksomheden har derfor væsentlige valutakursrisici, som opstår igennem køb og salg af varer. 80 % af virksomhedens omsætning foregår udenfor Danmarks grænser²². Dog udgør hovedparten af den udenlandske omsætning, SEK, NOK og EUR, hvilket er med til at begrænse valutarisikoen. Størsteparten af virksomhedens varekøb foretages i fjernøsten. Alene 69 % af alle varekøb foretages i Kina²³. Købene foretages som udgangspunkt i USD eller

²¹ <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2007/10/09/075950.htm> - EU fjerner kvoter på kinesisk tøj

²² IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 43

²³ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 19

USD-relaterede valutaer. Man kan derfor argumentere for at der således kun i begrænset omfang er behov for afdækning af valutarisikoen.

Under globale økonomiske kriser, viser historikken at IC Companys' rammes særligt hårdt, idet USD ofte apprecierer mens virksomhedens væsentligste salgsv valuta SEK, NOK og PLN deprecierer.

For at afdække virksomhedens valutarisiko, kurssikrer IC Companys som udgangspunkt alle væsentlige transaktioner, primært igennem valutaterminskontrakter²⁴. Igennem valutakurssikringer begrænser virksomheden i mindre omfang de økonomiske påvirkninger, som fluktuerende valutakurser kan have på IC Companys økonomiske performance.

IC Companys renterisici relateres sig alene til virksomhedens rentebærende aktiver og passiver. Virksomhedens renterisici opstår i tilknytning til optagelse af variabelt og fastforrentede lån. På grund af den ustabile situation i den globale økonomi, er renteniveauet historisk lavt. Sandsynligheden for rentestigninger i fremtiden kan derfor forventes. Til afdækning af denne renterisiko, foretager IC Companys en individuel vurdering af rentesatsen og rentetype på de enkelte lån, for at vurdere behovet for renteswaps. Endvidere har ledelsen i de seneste par år fokuseret på at nedbringe nettobankgælden, således at virksomheden i mindre omfang påvirkes af renteudsving²⁵. De omtalte forhold betyder samlet set, at virksomheden i en mindre omfang er følsomme over for renteudsving.

For at afdække ovenstående risikoforhold, har virksomheden tilknyttet en treasury afdeling, som alene har til formål at afdække og reducere de finansielle risici, der opstår i forbindelse med virksomhedens drift²⁶.

Konjunkturforhold

Efterveerne af den globale finanskriser kan stadigvæk mærkes i dag. Konjunkturforholdenes påvirkning på en virksomheds muligheder for at afsætte varer, afhænger i høj grad af hvilken varetype virksomheden tilbyder markederne.

Selvom tøj er en basisvarer for de fleste mennesker, kan man dog internt på tøjmarkedet kategorisere tøjet efter basis- og luksusvarer. Luksusvarer som Gucci og Prada er langt mere følsomme overfor perioder med lavkonjunktur end det "mærkeløse" tøj, der forhandles i Kvikly og Føtex. Mens det modsatte er gældende ved højkonjunktur, hvor salget af luksusvarer stiger kraftigt.

IC Companys multibrandstrategi har til hensigt at mindske konjunkturfølsomheden, ved at placere produkterne i forskellige prissegmenter. Selv om virksomheden aktivt arbejder med at reducere usikkerheden, har den globale finanskriser stadigvæk sat sine spor i virksomhedens drift. Omsætningen

²⁴ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 21

²⁵ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 38

²⁶ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 21

faldt med 3 % i både 2008/09 og 2009/10. Dette indikerer at IC Companys' produkter i høj grad fortsat er konjunktur følsomt overfor konjunkturudsving.

Af denne grunde vurderes det essentielt at analysere sig frem til hvorledes konjunkturforholdene er på IC Companys vigtigste markeder.

Danmark: Markedet er IC Companys' næststørste marked. Den økonomiske velstand i landet faldt tilbage i 2008 og 2009. Alene i 2009 faldt BNP med 5,2 %, mens privat forbruget faldt med 4,5 %²⁷. Væksten vendte langsom tilbage medio 2010, med øget produktivitet. Selvom prognoserne viser en øget produktivitet, er arbejdsløsheden stortset uændret. Efter store skattelettelser og faldende renter i 2010, er privatforbruget igen under pres. Den stigende inflation samt nervøsiteten hos forbruger omkring udviklingen i arbejds- og boligmarkedet gør, at forbrugerne i stedet for har travlt med at spare op og høvle af på forbrugslån, hvilket ligger en dæmper på privatforbruget²⁸. Samlet set forventes der en mindre stigning i privatforbruget på 1,8 % i 2011 og 1,9 % i 2012.

Sverige: Sverige udgør IC Companys største marked. Ligesom Danmark blev Sverige hårdt ramt af den globale krise. I 2010 lå arbejdsløsheden rekordhøj på 8,4 %. Men i modsætning til Danmark har de politiske tiltag i Sverige virket. Blandt andet har fokusering på samhandel med BRIC-landene medført stigning i eksporten til disse lande. Det forventes at eksporten vil fortsætte med uformindsket styrke, hvilket vil medføre fald i arbejdsløsheden. Samtidig, som en konsekvens af at de offentlige finanser er i plus, er der endvidere varslet skattelettelser og andre reformer for i alt 30 mia. SEK i 2012. Stigende renter vil dog dæmpe det svenske privatforbrug en smule. Det forventes dog at svenskernes disponible indkomst i vil stige med 3 % i både 2011 og 2012. Samlet set forventes det svenske privatforbrug at stige med 2,8 % i 2011 og 2,5 % i 2012²⁹.

Norge: Norge er IC Companys tredje største marked. I modsætning til Danmark og Sverige blev Norge i mindre omfang ramt af den globale krise. BNP lå i på 0,8 % i 2008 og -1,4 i 2009 %, mens arbejdsløshed steg fra 2,6 % i 2008 til 3,6 % i 2010. Siden 2011 er antallet af arbejdsløse faldet hurtigere end forventet. Det forventes at arbejdsløsheden vil ligge på 3 % i 2011 og 2,8 % i 2012. Den lave arbejdsløshed risikerer at give flaskehalse på det norske arbejdsmarked. Det forventes gennemsnitslønnen vil stige op til 4,75 % i 2011 og 2012. Som resultat af dette forventes det, at Norges Bank (nationalbank) vil sætte renten op hurtigere end forventet, for at dæmpe inflationsniveauet. Samlet set forventes det norske privatforbrug at stige med 3,3 % i 2011 og 3 % i 2012, hvilket er en smule lavere end niveauet fra 2010 på 3,6 %³⁰.

²⁷ Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011", s. 8

²⁸ Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011", s. 8

²⁹ Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011", s. 10

³⁰ Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011", s. 12

USA: Med verdens største økonomi er USA det vigtigste marked at trænge ind på. IC Companys indtrængen på det amerikanske marked er stadigvæk i et tidligt stadie. Hvorfor potentialet for omsætningsvækst må vurderes som værende højt. Ligesom resten af verden blev USA hårdt ramt af den økonomiske krise. Stigning i arbejdsløsheden, faldende boligpriser og flere bankkrak, har betydet at den federale statskasse er i et kæmpe minus. Som følge af finanskrisen blev skatten og renten sænket for at få de amerikanske forbrugere til at bruge penge igen. Samtidig er USA's konkurrenceevne blevet forbedret pga. den faldende dollarkurs. Dette har betydet at eksporten og produktion i 2010 steg med henholdsvis 11,7 % og 2,9 % mod et fald på 9,5 % og 2,6 % i 2009. Den øgede produktivitet har medført et kraftigt fald i arbejdsløsheden, som forventes at fortsætte godt ind i 2012. På grund af det offentlige statsunderskud, er der forsat usikkerhed om hvorvidt der kan være skattestigninger på vej. På nuværende tidspunkt forventes der tidligst skattestigninger i 2013. På trods af, at der er varslet rentestigninger 2012 forventes den disponible indkomst at stige med 2,5 % i både 2011 og 2012,. Samlet set forventes det amerikanske privatforbrug at stige med 3,1 % i 2011 og 3 % i 2012³¹.

Rusland: Ligesom USA udgør Rusland et uforløst potentiale. Rusland har oplevet stor økonomisk vækst i de seneste 15-20 år, og udenlandske virksomheder prøver desperat at lancere deres varer i landet. Den globale krise sænkede de historisk høje vækstrater, som landet oplevede i slut 90'erne og start 00'erne. Væksten er igen på niveau med tidligere år, og arbejdsløsheden er på vej ned igen. Høje inflationsrater betyder dog at den russiske nationalbank har varslet rentestigninger, for at holde inflation på under 7 %. Alligevel forventes de russiske forbrugere at have en stor købekraft i de nærmeste år. Samlet set forventes det russiske privatforbrug at stige med 5,8 % i 2011 og 6,5 % i 2012³².

Råvarepriser

I en branche, der allerede er presset af konjunkturer og konkurrence, bliver de stigende priser på olie og bomuld en væsentlig udfordring for IC Companys' evne til at fastholde den nuværende bruttomargin.

Olieprisen har i de senere år ligget rekordhøj, hvorimod prisen på bomuld siden slutning af 2010 og i hele 2011 har ligget langt over normalniveau. Prisen er ca. 3 gange højere end forrige årti - med et gennemsnits pris på 0,60\$ pr. pund³³. Efterspørgslen efter bomuld er så høj, at flere virksomheder køber ind i stor stil, for at sikre sig mod højere priser i fremtiden³⁴.

Endvidere vil lønniveauet i De tøj producerende lande fortsat stige kraftigt. De stigende lønninger vil betyde større omkostninger i forbindelse med outsourcing af tøj produktionen til Østeuropa og Asien.

³¹ Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011", s. 16

³² Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011", s. 24

³³ Dansk Mode & Textil: "Bomuldsprisen faldt 29 % i april"

³⁴ Børsen: "Bomuldspriser eksploderer efter USA melder udsolgt"

Men samtidig kan de høje råvarepriser blive en fordel for de økonomisk stærke tøjvirksomheder, da prisstigningerne kan/vil medvirke til et udskilningsløb i tøjbranchen - hvor især de mindre og svagere konkurrenter vil blive tvunget til at sætte prisen op på deres produkter, som et forsøg på at bibeholde samme indtjening. Bivirkningerne ved dette kan dog også betyde tab af markedsandele, og i værste fald kan disse virksomheder blive tvunget til at dreje nøglen om³⁵.

Sociale og kulturelle forhold

Med kulturelle og sociale faktorer menes de samfundsrelaterede faktorer eller kulturelle trends, der kan ændre forbrugernes adfærd. Dette har en væsentlig betydning i tøjindustrien, hvor mode og nye trends opstår og forsvinder hurtigere end nogensinde. Endvidere er moden ofte ikke ens på alle markeder, hvorfor det er særligt vigtigt at skabe attraktivt og tidssvarende tøj til de enkelte markeder.

Ændring i forbrugeradfærd og mode

Forbrugeradfærden og moden har ændret sig meget. Levetiden på smarte trends bliver kortere, men mere intensive - hvorfor der er behov for at være up-to-date med forbrugernes ønsker og lyster.

Der er en stor trang til visuelt at udtrykke hvem man er, hvilket især foregår igennem ens påklædning. Mærkevarer er blandt andet en af måderne til at vise hvilken type person man er, og giver samtidig en status i omgangskredsen.

IC Companys lancerer almindeligvis 4 kollektioner årligt. Risikoen for at enkelte kollektioner ikke falder i forbrugernes smag, er en risikofaktor som virksomheden aktivt arbejder med. For at mindske denne risiko arbejder hvert brand med at kommerciel og faktabaseret kollektionsudvikling, som betyder at brands'ne løbende forholder sig og undersøger hvad der foregår på markedet³⁶. Samtidig med standardkollektionerne, har man i nyere tid haft fokus på løbende af levere mindre kollektioner, som er tidssvarende med tidens trends. Bl.a. lancerer Saint Tropez og Part Two mellem 10 og 12 kollektioner hvert år³⁷. Endvidere har IC Companys ved hjælp af multibrand strategien prøvet at tilstræbe sig efter at ramme en så bred målgruppe som muligt, idet der er indbygget en høj diversifikation på pris og mode mellem de selvstændige brands³⁸.

Med IC Companys' kombination af multibrandstrategien og de løbende lanceringer af tidssvarende kollektioner, betyder at virksomheden stå forholdsvis godt i tilfælde af uforudsigelig adfærd hos forbrugerne.

³⁵ Børsen: "Høje bomuldspriser truer tøjfirmaer på livet"

³⁶ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 19

³⁷ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 32 og 34

³⁸ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 19

Forskelligheder i moden på emerging markets³⁹

Som tidligere nævnt ligger IC Companys' primære markeder indenfor Europa. Markederne er kendetegnet ved at have et godt blik til den skandinaviske modekultur. Kendetegnene ved markederne er dog også, at vækstpotentialet for mersalg i tøjbranchen på disse markeder er relativ lav. Endvidere er tøjmærkerne velkonsolideret på markederne. IC Companys fremtidige omsætningsvækst skal således komme uden for EU's grænser, herunder især Rusland og USA. På disse markeder ligger der et uforløst potentiale. USA har verdens største økonomi, og det bør være en naturlig del af strategien for en international virksomhed som IC Companys, at rette fokus mod dette marked. I dag udgør omsætningen til USA under 5 %. Årsagen til den lille andel af omsætningen kan dels skyldes manglende fokus på distributionskanaler i landet, men også forskellighederne mellem den amerikanske og skandinaviske mode. For at trænge igennem på det amerikanske, kan IC Companys i fremtiden blive tvunget til at lave særlige kollektioner rettet mod det amerikanske marked. Endvidere kan multibrandstrategien blive styrket på det amerikanske marked gennem mindre opkøb af amerikanske tøjmærker. Denne strategi er bl.a. tidligere set i forbindelse med opkøbet af Tiger of Sweden. Rusland er stadig "unge" hvad angår mode. Landet oplever en økonomisk vækst, som frister den udenlandske tøjbranche til aggressivt at trænge ind på det russiske marked. Forbrugerne er stadigvæk forvirrede og nysgerrige hvad angår tøjmoden, hvilket taler for at IC Companys nu bør vise de russiske forbrugerne hvad kvalitets- og moderigtig tøj er!

Teknologi og miljø forhold

Online salg

Den teknologisk udvikling er en vigtig parameter, som IC Company proaktivt arbejder med. Produktionen af tøjet er outsourcet til leverandører, hvilket betyder at virksomheden alene skal bruge tid på de teknologiske udfordringer/muligheder som der opstår i forbindelse med afsætning af produkterne. IC Companys oplyser i årsrapporten, at fundamentet for fremtidig vækst blandt andet skal ske igennem implementering af nye og effektive IT systemer, hvilket skal medvirke til at forbedre virksomhedens salg⁴⁰. Væksten skal bl.a. komme fra online shopping, også kaldet e-handel. E-handel branchen har oplevet en høj vækst i de senere år, hovedsagelig på grund af den stigende udbredelse af internettet, samt den fortsatte udvikling af brugervenlige shopping grænseflader, skabt i samarbejde mellem køber og forhandlere - hvilket har gjort forbrugerne mere trygge ved at købe online. I 2009, indgik IC Companys et partnerskab med GSI Commerce Inc., en af de førende e-handel partnere i verden. IC Companys påbegyndte online distribution af tre mærker, Peak Performance, Tiger of Sweden og InWear, i 2009. IC Companys har i 2011

³⁹ Ved "emerging markets" menes der de markeder hvor der er et uforløst potentiale i salg af IC Companys' produkter (USA og Rusland)

⁴⁰ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 7

udvidet sin online distributionskanal, ved at åbne e-butikker for Jackpot, Part Two, By Malene Birger, Matinique og Soaked in Luksus. Cottonfield forventes at følge trop i 2012. I 2010 bidrog virksomhedens e-handel og egen retailbutikker omkring DKK 284 mio. kr. IC Companys forventer, at væksten i online detailsalg vil overstige væksten i det konventionelle detailsalg.

Miljø og samfundsmæssigt ansvar

I de senere år er miljø blevet et omdiskuteret emne og det er derfor vigtig for produktionsvirksomheder som IC Companys, at tøj produktionen er miljøvenligt og samfundsansvarligt. IC Companys arbejder derfor konstant med at blive bedre til at beskytte miljøet og reducere miljøbelastningen af virksomhedens aktiviteter.

*"IC Companys ønsker at drive forretning på en måde, der fremmer en bæredygtig global udvikling med respekt for mennesker og natur"*⁴¹

Ovenstående citat er forankret i IC Companys' måde at føre forretning på. Virksomheden er bevidst om at fremtidig vækst bl.a. skal komme igennem omtænke for miljøet, idet en stigende del af forbrugerne i forbindelse med køb bl.a. overvejer produkternes bæredygtighed. IC Companys har siden 2007 været tilsluttet FNs Global Compact, som er verdens største initiativ for virksomheders samfundsmæssige engagement. Organisationen kæmper bl.a. for menneskerettigheder, bedre arbejdsvilkår, miljø, antikorruption og dyrevelfærd. Organisationen tilskynder de deltagende virksomheder til gennemsigtighed, hvilket bl.a. sker igennem en årlig rapportering på den fremgang, der er sket i forhold til principperne i Global Compact. IC Companys' rapportering indgår som en del af årsrapporten. IC Companys er endvidere en del af Business Social Compliance Initiative (BSCI), som ønsker at forbedre de sociale arbejdsvilkår hos leverandører i produktionslande.

Ikke desto mindre er IC Companys bevidst om at forbrugerne primært køber modetøj og ikke bæredygtighed. De fleste forbrugere vil gerne handle etisk og bæredygtigt, men ikke hvis de skal bringe store ofre økonomisk og modemæssigt. Derfor arbejder IC Companys ud fra den tese om, at ansvarlighed bør tage udgangspunkt i det enkelte Brands opbygning og forretningsmodel. Derfor arbejdes der ud fra generelle retningslinjer, og med forhold, der kun i begrænset omfang vedrører de enkelte Brands. Herved mindskes risikoen for, at de enkelte Brands mister fokus og modesignalering. Bl.a. derfor reklamerer IC Companys ikke med deres bæredygtighed. Bæredygtighed er i stedet for, kun en del af den samlede pakke forbrugerne køber.

⁴¹ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 22

Sammenfatning af samfundsforhold

PEST-analysen har vist, at de politiske, økonomiske, socialkulturelle og teknologiske forhold alle har en hvis betydning for IC Companys' performance på tøjmarkedet.

På baggrund af ovenstående analyse, kan det dog konkluderes, at IC Companys' fremtidige indtjening med overvejende sandsynlighed vil være mest påvirket af konjunkturerne på markedet. IC Companys' vækst er i høj grad afhængig af udviklingen i forbrugernes rådighedsbeløb - da dette uden tvivl hænger sammen med forbrugernes muligheder for at købe dyrt modetøj.

Endvidere viser analysen at IC Companys på mange punkter forsøger at reagere på de samfundsmæssige udfordringer, som virksomheden stilles overfor, bl.a. ved at arbejde med samfundsansvar og brugen af internettet som distributionskanal. Desuden forsøger IC Companys at begrænse risikoen på de finansielle markeder, ved at dække sig ind med rente- og valutaswaps på væsentlige pengetransaktioner.

Brancheforhold - Porters Five Forces

Det næste led i den strategiske analyse er at analysere konkurrencesituationen i tøjbranchen og for IC Companys, ud fra Porters Five Forces. Formålet hermed er at danne et overblik over tøjbranchens profitabilitet, der senere skal hjælpe med til at danne grundlag for budgettering af IC Companys fremtidige omsætningsudvikling og bruttomargin. Rationalet bag modellen er, jo lavere konkurrence branchen oplever, jo bedre er mulighederne for at skabe profit. En virksomheds evne til at skabe værdi/profit i branchen for sine aktionærer, afhænger ifølge modellen af de fem markedskræfter: Leverandørernes forhandlingsstyrke, kundernes forhandlingsstyrke, adgangsbarrierer, substituerende produkter og konkurrencesituationen i branchen. Markedskræfterne vil nu blive gennemgået i hvert sit afsnit.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

IC Companys' produkter fremstilles udelukkende hos underleverandør. Ved at outsource tøjproduktionen kan IC Companys fokusere sig på de kernekompetence, hvor det er muligt at differentiere sig fra konkurrenterne. Produktionen er samtidig outsourcet med det formål at mindske produktionsomkostningerne for virksomheden. Produktionen foregår således kun i lavtlønnede områder som Asien og Østeuropa - hvoraf Kina alene udgør 67 % af produktionen. Outsourcing af produktionen betyder dog også, at IC Companys er ekstremt afhængige af underleverandører, hvilke kan medføre leveranceproblemer, samt færdigproducerede varer som ikke lever op til "best practice". Denne risiko er dog minimeret igennem virksomhedens erfaringer og oparbejdede sourcingkompetencer. IC Companys' afhængighed af enkelte leverandører vurderes uvæsentlig. Dette skyldes at IC Companys samarbejder med

389 leverandører, hvoraf de 10 største står for 33 % af den samlede produktionsværdi. Den største enkeltleverandør står for 7 % af den samlede produktionsværdi⁴².

De store valgmuligheder af underleverandør hjælper med til at lægge pres på priserne og leveringsstabilitet hos underleverandører, idet IC Companys relativt nemt kan flytte outsourcingen hen til andre leverandører, hvor kombinationen af pris, kvalitet og leveringssikkerhed er mest fordelagtig.

Selvom IC Companys' uafhængighed fra deres mange underleverandører skaber mulighed for at presse priserne, mindsker det dog også IC Companys' forhandlingsstyrke i forbindelse med at opnå mængderabatter, forbedrede kreditbetingelser osv., idet leverancerne er spredt til mange underleverandører.

Et andet perspektiv, er de ansatte som IC Companys er afhængige af, som leverer "Know-how", herunder design. Det kan tænkes at designerne er svære at erstatte, hvis de opsagde deres job. Det er derfor vigtigt for IC Companys at bibeholde disse nøglemedarbejdere, og være den foretrukne arbejdsplads for disse personer, idet IC Companys til en vis grad er afhængige af disse medarbejdere.

Samlet set vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke at ligge på lidt over svag over for IC Companys.

Kundernes forhandlingsstyrke

Forhandlingsstyrken blandt n kan ses fra forskellige perspektiver. Indledningsvis kan gruppen opdeles i to kategorier; engrosforhandlere, dvs. detailbutikker, samt de endelige forbrugere, som salget sker igennem egne retailbutikker og onlinesalg.

IC Companys brands forhandles igennem mere end 10.700 salgspunkter. Engrosomsætningen svarer til ca. 61 % af IC Companys' samlede omsætning⁴³. Ingen af virksomhedens kunder står for mere end 2 % af virksomhedens engrosomsætning, hvilket er ensbetydende med at konsekvenserne ved af at miste en kunde vil være relativt begrænsede. Selvom de enkelte engrosforhandlere ikke udgør en væsentlig andel af engrosomsætningen, er der dog en væsentlig risiko for at forhandlerne forholdsvis let udskifter IC Companys' produkter med et konkurrerende produkt. Dette kan bl.a. forekomme i forbindelse med uoverensstemmelser mellem IC Companys og engrosforhandlerens forretningsstrategi. Udskiftningen vil oftest være rimelig omkostningsfrit for forhandlerne idet, at varesortiment fra IC Companys' ofte kun udgør en mindre procentdel af det samlede sortiment i butikkerne. Man kan dog ligeledes argumentere for, at IC Companys veletablerede Brands vil gøre det vanskeligt for engrosforhandlerne at finde erstatninger, idet de endelige forbrugere har opbygget præferencer for bestemte brands fra IC Companys.

⁴² IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 19

⁴³ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 43

Forhandlingsstyrken hos engrosforhandlerne vurderes derfor kun i nogen grad at være til stede. Et egentligt prispres overfor IC Companys vurderes ikke at være muligt.

De endelige forbrugere af IC Companys' produkter har også en væsentlig forhandlingsposition, idet 39 % af den samlede omsætning kommer fra retailsalg. IC Companys' brands befinder sig i mellem- og højprissegmentet, hvilket er et prissegment, som er kendetegnet ved at forbrugerne ofte har opbygget præferencer for bestemte brands. Dog er dette ikke ensbetydende med at forbrugerne er 100 % tro mod deres fortrukne brands. Forbrugerne forventer at tøjmærkerne konstant er på forkant med de nyeste trends. Hvis ikke dette er tilfældet kan forbrugerne hurtigt og enkelt erstatte IC Companys' produkter med konkurrenternes. For at mindske denne moderisiko fører IC Companys, multibrandstrategien, som skal forsøge at sprede drifts-/moderisikoen for virksomheden. Viljen til at skifte til konkurrenternes brands afhænger dog også af den enkelte forbrugers relation og identifikation med IC Companys' brands.

Samlet set vurderes det, at kunders forhandlingsstyrke ligger på mellem. IC Companys multibrandstrategi sørger for at afdække moderisikoen, som kan opstå ved fejlslagne kollektioner for de enkelte brands.

Adgangsbarrierer

Økonomiske ressourcer, adgang til produktionsfaciliteter, distributions- og salgskanaler, samt skabelsen af et Brand er faktorer, som er væsentlige i forhold til at opstarte en virksomhed i beklædningsindustrien. Opbygning af brandet har stor betydning for designertøj i mellem- og højprissegmentet, idet segmentet er kendetegnet ved, at forbrugerne har opbygget en hvis form for brandloyalitet, samt ofte identificerer sig med brandets værdier. Endvidere skabes der opmærksomhed og omtale omkring brandets produkter, jo mere populært brandet er. At skabe denne type brand kræver normalt en masse tid, samt økonomiske ressourcer.

At øge kendskabet til et nyt brand kræver væsentlige investeringer i markedsføring, herunder at rekruttere celebrities til at ikklæde sig tøjet. Endvidere er der krav til kapital i forbindelse med produktionsfaciliteter og distributions- og salgskanaler. Produktionen kan dog outsources til Asien, for derved at minimere kapitalbindingen i ressourcekrævende maskiner.

Distributions- og salgskanaler er en væsentlig parametre for at kunne konkurrere på markedet. Hvis ikke markedsføringen af brandet alene har medført at kunderne efterspørger tøjet i butikkerne, er der behov for at lave lobbyisme overfor forhandlerne, for derved at sikre sig at tøjet er til stede i markedet. En ny forretningsstrategi for nye aktører kan også være at sælge deres produkter igennem e-handel. Det vil bl.a. medføre at kapitalbinding i retailbutikker undgås.

Udover nye aktører er der også truslen fra eksisterende brands, som endnu ikke har gjort deres indtog på IC Companys' markeder. Truslen fra disse brands er særlig stor pga. af den stigende handel over internettet. Muligheden får at købe på tværs af landegrænser har aldrig været bedre.

Samlet set vurderes adgangsbarriererne at være relativt lave. De kapitalkrævende investering kan outsource, og e-handel og internettet hjælper til med, at nye aktører nemt og billigt kan komme i kontakt med kunderne.

Den væsentligste faktor for at trænge ind på mellem- og højprissegment markedet er opbygning af brandet. Dette vil kræve økonomiske ressource og tålmodighed, hvorfor truslen imod IC Companys fremtidige indtjening fra nye aktører vurderes at være begrænset.

Substituerende produkter

IC Companys produktportefølje er rettet mod mellem- og højprissegmentet. Substituerende produkter vil primært komme fra lavprissegment markedet. Et eksempel på dette vil være tøj, som sælges i supermarkeder. En betingelse for at eksisterende forbrugere vil substituere over til dette segment, vil utvivlsomt kun kunne ske hvis forbrugerne ændrer deres adfærd voldsomt, og ser tøj som noget der skal iklædes og som skal dække et grundlæggende behov.

Risikoen for at forbrugerne skifter over til kopiprodukter af IC Companys brands er en væsentlig faktor der kan spille ind på virksomhedens indtjening. Samtidig kan den nuværende finanskrisen og forbrugernes lavere rådighedsbeløb forøge risikoen for at forbrugerne substituere over til kopiprodukter.

Konkurrencesituationen i branchen

Overordnet set vurderes konkurrenceintensiteten at være meget høj i tøjbranchen. Det skyldes, at der på de største markeder er store globale udbydere, som kan udnytte stordriftsfordele, har veludviklede brands og et veletableret distributionsnetværk, mens de nationale udbydere er kendetegnet ved at kunne tilbyde designertøj som passer specifikt de enkelte markeder/lande.

IC Companys primære konkurrenter på det virksomhedens væsentligste markeder vurderes at være virksomheder som danske Bestseller⁴⁴ og BTX Group⁴⁵, samt spanske Inditex Group S.A.⁴⁶.

Det skal dog bemærkes at hvert brand i IC Companys' portefølje har en unik profil, og derfor konkurrerer med forskellige brands på markederne. Især modetøj i midprissegment er et fragmenteret marked uden nogen dominerende spiller.

Vesteuropa og Nordamerika har en høj konkurrenceintensitet, idet markederne er kendetegnet ved

⁴⁴ Forhandler bl.a. Selected og Vila

⁴⁵ Forhandler bl.a. Blend og b.young

⁴⁶ Forhandler bl.a. Zara og Massimo Dutti

stagnerende vækst, ligeværdige konkurrenter, hvorfor konkurrencen består i, at tage markedsandele fra konkurrenterne, hvilket typisk er omkostningstungt. Endvidere vil konkurrenceintensitet kunne medvirke til et prispres på markedet for at bevare markedsandele.

Det østeuropæiske marked er præget af en mindre konkurrenceintensitet end det vesteuropæiske, da markedet fortsat er i vækst, og hvor de store internationale tøjvirksomheder stadigvæk er ved at konsolidere sig på markedet.

Det asiatiske marked er det marked med den laveste konkurrenceintensitet. Markedet er i vækst, men stadig tidligt i modningsfasen. De store internationale tøjvirksomheder er begyndt at investere i dette marked, hvilket indikerer at konkurrenceintensiteten de kommende år vil nærme sig det østeuropæiske marked. Dog er det forholdsvis billige brands som forbrugerne efterspørger på markedet, idet rådighedsbeløbet hos hovedparten af forbrugerne er noget lavere end hos den typiske europæiske og nordamerikanske forbruger.

Sammenfatning af brancheforhold

Brancheanalysen viser at leverandørernes forhandlingsstyrke lav, hvorimod købernes forhandlingsstyrke ligger på middel. Der er umiddelbart ingen grund til at tro, at dette vil ændre sig i de kommende år

Endvidere er der forholdsvis lave adgangsbarrierer i tøjbranchen. De største adgangsbarrierer kan med fordel outsources til underleverandører i Østeuropa og Asien. Det som vil tage tid for nye aktører, vil være at markedsføre og opbygge et brand i mellem- og højprissegment markedet, som vil få forbrugerne til at bruge tusindvis af penge på.

Samtidig vil truslen fra billige kopiprodukter og ændrede forbrugeradfærd kunne true IC Companys' omsætning på kortsigt. Dog vurderes risikoen for dette at være meget lav.

Endelig vil konkurrenceintensiteten på IC Companys' primære markeder betyde at prisen i fremtiden kan blive en vigtig konkurrenceparameter, da forbrugerne relativt omkostningsfrit kan skifte over til konkurrerende brands, med samme design til en billigere pris. Dette vil kunne medføre en mindsket indtjeningsmargin i branchen. Samtidig vil markeder som Asien og Østeuropa kunne medvirke til øget omsætningsvækst på kortsigt, og på længere sigt en højere indtjeningsmargin for virksomheden.

Interne forhold

I de følgende afsnit vil IC Companys interne forhold blive analyseret. Til at starte med vil virksomhedens brandportefølje blive gennemgået. Til det vil en markedssegmentering blive foretaget, for efterfølgende at gennemgå produktlivscyklussen for de enkelte brands.

Formålet med at analysere de interne forhold er endvidere at identificere IC Companys kernekompetencer. Til dette formål analyseres IC Companys' interne forhold ved hjælp af Porters værdikædeanalyse. Analysen vil give indsigt til, hvor i værdikæde, at IC Companys skaber værdi, samt hvilke konkurrencemæssige fordele virksomheden opnår i forhold til konkurrenterne.

Markedssegmentering

Markedssegmentering af en væsentlig faktor i forbindelse med positionering af sine produkter. Dog er denne opgaves primære formål ikke at lave en dybdegående analyse IC Companys afsætningsmuligheder. Jeg vil derfor kun kort skitsere, hvor i markedet IC Companys brands er repræsenteret.

IC Companys har i gennem deres multibrandstrategi formodet at positionere sig i flere segmenter i markedet. Dette er en bevidst strategi man har valgt, for at mindske driftsrisikoen, der er forbundet med modetøj, ved mislykkede kollektioner og brands.

Figur 7 og 8 viser hvilke markedssegmenterne, hvori IC Companys' brands er repræsenteret.

I IC Companys fusionsprospekt fra 2001, var virksomheden primært repræsenteret i mellempriisegment. Peak Performance var det eneste brand der skilte sig ud, idet brandet signalerede high fashion indenfor sports- og fritidsmarkedet.

I fusionsprospektet er det refereret, at IC Companys havde til hensigt at styrke og udvikle de eksisterende brands profiler, samt at udvide produktporteføljen med brands i andre markedssegment - enten i nye pris- eller modesegmenter. Strategien skulle realiseres igennem tilkøb af eksisterende brands på markedet, eller igennem udvikling af egne brands.

Figur 7 - Markedssegmentering for kvindetøj⁴⁷

Mode Pris	Avanceret	Moderne	Opdateret klassisk	Klassisk	Traditionelt
Høj	Gucci Prada Miu Miu Designers Remix Prada	Peak Performance Emporio Armani By Malene Birger Calvin Klein Hugo Filippa K. Sand Donna Karen	Ralph Lauren Max Mara The North Face Helly Hansen	Donaldson Scarpa Mondi	Burberry Mulberry

⁴⁷ Er inspireret fra IC Companys' fusionsprospekt 2001 og årsrapporten 2010/11

		Tiger of Sweden			
Middel	Joseph Morgan Kokai Soaked in Luxury Replay	InWear French Connection Saint Tropez Jigsaw Part Two Turnover	Jackpot Banana Republic Espirit Mexx	Tommy Hilfiger Red/Green Gap Benetton	Marks & Spencer Brandtex
Lav	Miss Selfridge	H&M Oml Vero Moda Mango	Zara	Stormagasiner Private label	Hypermarkeder

Denne strategi er succesfuld udført, bedst kendetegnet ved opkøbet af Tiger of Sweden i 2003, som er repræsenteret i højprissegment markedet for kvinde- og herretøj, samt IC Companys udvikling af egne brands i højprissegment markedet, som bl.a. Designers Remix og By Malene Birger.

Figur 8 - Markedssegmentering for herretøj⁴⁸

Mode Pris	Avanceret	Moderne	Opdateret klassisk	Klassisk	Traditionelt
Høj	Gucci Prada Dolce & Gabbana Helmut Lang	Peak Performance Emporio Armani Calvin Klein Hugo J.Lindeberg Poul Smith Tiger of Sweden	Ralph Lauren Boss The North Face	Timberland Gant	Burberry Mulberry Henry Lloyd Paul & Shark
Middel	Joseph Diesel G-star BZR	Matinique French Connection Ben Sherman	Cottonfield Banana Republic Espirit Mexx	Tommy Hilfiger Red/Green Gap Benetton	Melka Brandtex
Lav		Carhartt Humör Blend	H&M Zara	Stormagasiner Private label	Hypermarkeder

⁴⁸ Er inspireret fra IC Companys' fusionsprospekt 2001 og årsrapporten 2010/11

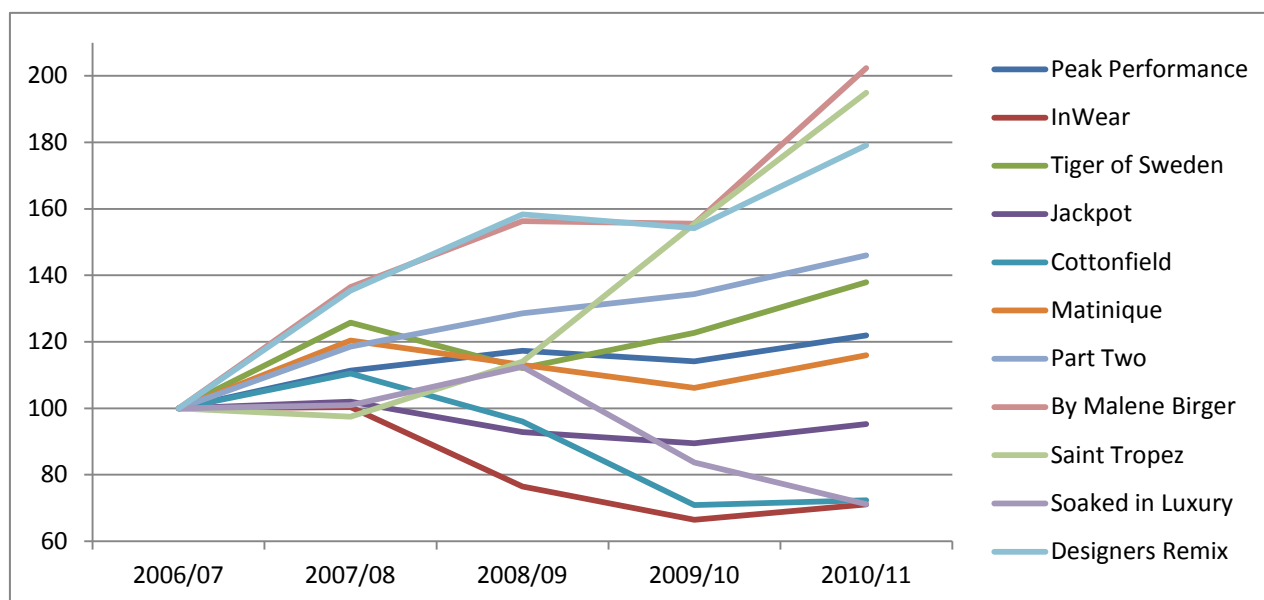
Udover udvidelsen af brandporteføljen nu betød, at IC Companys nu var repræsenteret i flere prissegmenter, valgte virksomheden også at sprede deres moderisiko, ved at udvikle mere eggy og avanceret modetøj til andre segmenter i markedet. Dette er blevet demonstreret ved introduktionen af de nye brands; Designers Remix og Soaked in Luxury.

Produktlivscyklus

For at estimerede IC Companys fremtidige vækst muligheder, er det nødvendigt at forstå hvilken vækst fase de enkelte brands befinder sig i. Til at vurdere dette, er produktlivscykluskurven en god model at gøre brug af. Modellen tager udgangspunkt i, at et produkt har en begrænset levetid. I denne levetid gennemgår produktet 4 faser: Introduktion, vækst, modning og nedgang⁴⁹.

IC Companys brandportefølje består i dag af 11 brands. Porteføljen er sammensat af både ældre veletablerende brands, samt relativ nyetablerende brands. Figur 9 viser udviklingen i omsætningen for hvert Brand. Af figuren fremgår det, at omsætningsvæksten ikke er ens for alle brands. Ser man bort for finanskrisen i 2008/09-2009/10, som havde en negativ påvirkning på salget, ses det at de ældre brands Cottonfield's og InWear's salg ligger under tidligere tiders niveau. Selv efter, at finanskrisen værste periode er overstået, er omsætningen fortsat uændret, og på niveau med salget under finanskrisen. Endvidere lader det til, at det unge brand, Soaked in Luxury efter høj omsætningsvækst i 2006-09, er på vej til at blive afviklet pga. faldende omsætning.

Figur 9 - Udvikling i omsætning fordelt på brand⁵⁰



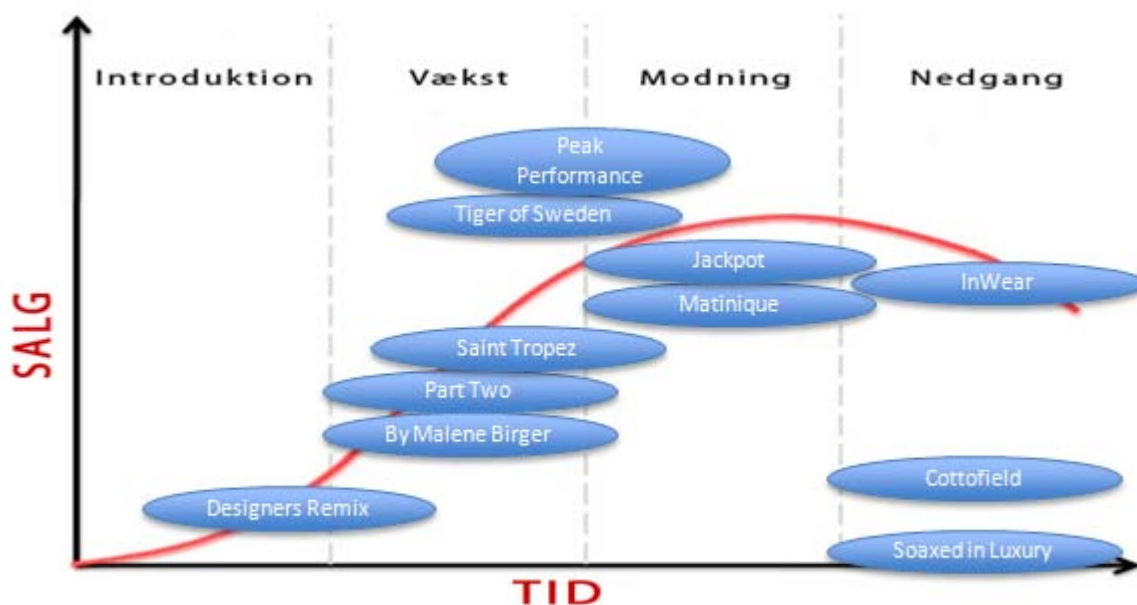
⁴⁹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 101

⁵⁰ For at vise de sidste 5 års udvikling i omsætning for hvert brand, er omsætningen i 2006/07 for hver brand blevet brugt som basisår,

Peak Performance, Tiger of Sweden, Part Two, By Malene Birger og Saint Tropez, oplever høj vækst. Dog på forskellige baggrunde. By Malene Birger er stadigvæk et relativt nyt vrand, som forbrugerne er ved at få øje på, mens det gamle brand Tiger of Sweden er blevet relanceret i en ny form.

Figur 10 illustrerer hvilken livsfase IC Companys 11 brands befinder sig i. Af figuren fremgår det, at IC Companys' brandportefølje er repræsenteret i alle faserne. Som det positive kan det pointeres, at hovedparten af virksomhedens brands, befinder sig i vækst fasen. Dette tyder, at IC Companys i fremtiden, potentielt set kan se frem til meromsætning for flere af disse brands.

Figur 10 - De enkelte brands placering på PLC-kurven⁵¹



Udviklingen for IC Companys ældre brands InWear og Cottonfield viser at mærkerne i de senere år har mistet markedsandele på de nuværende markeder. Hvis dette fortsætter, vil mærkerne inden for en årrække formentlig blive afviklet. Alternativ kunne man forestille sig at brands'ne bliver relanceret i en ny form (som f.eks. Tiger of Sweden) eller på nye markeder, som Asien og Rusland.

Samlet set vurderes det, at IC Companys nuværende brandportefølje har potentiale til at skabe omsætningsvækst for IC Companys på både kort- og langsiget.

Værdikædeanalyse

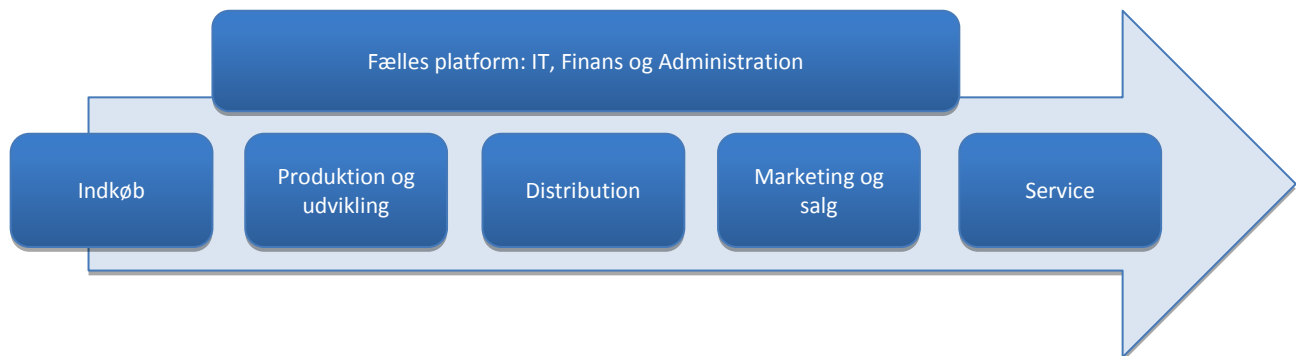
Med henblik på at klarlægge IC Companys' konkurrencemæssige fordele, vil der i dette afsnit blive foretaget en analyse baseret på Michael Portes værdikæde model. Formålet med værdikæde analysen er,

⁵¹ Den bagved liggende PLC figur er kopieret fra <http://www.betabox.dk/plckurven.html>.

Endvidere er opsætning af PLC figuren inspireret fra: Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Parken Sport & entertainment A/S af Jannik Raun Christensen

at belyse hvilke aktiviteter, der ligger bag virksomhedens konkurrencemæssige fordele. Dette gøres igennem at identificere sammenhængene mellem de enkelte dele af virksomhedens værdikæde. Værdikæden beskriver hele processen fra indkøb til produktion til salg og service af virksomhedens produkter. Gennem denne proces øges værditilvæksten - det er her værdikædeanalysen giver et overblik over hvilke aktiviteter som bidrager til denne værdi tilvækst.

Figur 11 - IC Companys' værdikæde⁵²



I værdikædeanalysen, vil det kun være relevant at analysere de kompetencer, hvor IC Companys vurderes at opnå konkurrence fordele i forhold til konkurrenterne. Derfor vil service, produktion og distribution ikke blive analyseret nærmere, idet IC Companys ikke har kompetencer, som skiller sig ud over for resten af konkurrenterne.

Den fælles platform

Som tidligere beskrevet, var opnåelsen af stordriftsfordele et af formålene med fusionen af IC Companys. Et af de værktøjer til at opnå dette, har blandt andet været igennem skabelsen af den fælles platform. Den fælles platform inkluderer en række centrale funktioner såsom forretningsudvikling, salgsselskaber, sourcing, logistik, HR, IT, finans og administration⁵³. Den fælles platform skal være med til at give det enkelte brand værdifuld service med betydelige kompetence- og omkostningsfordele, blandt andet i forbindelse med indkøb af råvarer og outsourcing af produktionen.

Den primære faktor til fortsat vækst afhænger af virksomhedens ansatte. Derfor er det vigtigt med en stærk HR organisation. IC Companys har man igennem en længere årrække oparbejdet en professionel og stærk HR kultur. IC Companys har fire akademier, som retter sig mod henholdsvis salgspersonale i butikkerne (Retail Academy), sælgere i engrossalg (Wholesale Academy), ledere på forskellige niveauer (Leadership Academy), samt et akademi som indeholder generelle kurser for alle medarbejdere, såsom IT

⁵² Udarbejdet efter inspiration fra: Værdiansættelse af Bang & Olufsen A/S af Thomas Brødbæk Boutrup

⁵³ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 28

kurser mv.⁵⁴ Endvidere har man udarbejdet værktøjer til at foretage løbende evalueringer af medarbejdernes arbejdsindsat.

Den fælles platform sørger desuden for, at organisationerne i de selvstændige brands, alene har til opgave at udvikle og styrke identiteten for de enkelte brands, igennem design og marketing. På denne måde styrkes selvstændigheden og identiteten af enkelte brands, hvilket er med til at sprede driftsrisikoen hos IC Companys, ved fejlslagne brands/kollektioner.

Multibrandstrategi

IC Companys driver en portefølje af stærke og selvstændige brands under multibrandstrategien. Multibrandstrategi betyder at IC Companys tilbyder forbrugerne en portefølje med 11 brands. Multibrandstrategien har både fordele og ulemper.

Hvor den fælles platform fokuserer på hele brandporteføljen, har multibrandstrategien til formål at have en markedsorienteret ledelse i hvert enkelt brand. De individuelle ledelser skal koncentrere sig om at udvikle brandets kreative og kommercielle muligheder. Igennem multibrandstrategien sørger IC Companys endvidere for at mindske moderisikoen, da virksomheden ikke kun er afhængig af et brand. Endvidere giver det virksomheden muligheden for at ramme flere målgrupper på markedet, og derved dække en større gruppe af forbrugere. Endelig muliggør multibrandstrategien, at de enkelte brands internt kan drage fordel af branchekompetencer på tværs af brands.

Multibrandstrategien kan som ulempe betyde at ressourcer til markedsføring af det enkelte brands er få, idet markedsføringsbudgettet skal fordeles ud på alle 11 brands. Endvidere markedsfører IC Companys sig ikke som virksomheden IC Companys, men kun igennem de selvstændige brands.

Anshoffs vækststrategi

I følgende afsnit vil jeg kort vurdere IC Companys fremtidige vækststrategi. Dette gøres ved at anvende Anshoffs vækstmatrice. Anshoff sonder mellem to parametre, eksisterende og nye produkter, samt eksisterende og nye markeder. Jf. figur 12 giver dette, virksomheden 4 forskellige vækststrategier at arbejde ud fra.

IC Companys har siden fusionen foretaget både opkøb og udvikling af egne brands. Udvidelsen af brandporteføljen, har været en afgørende faktor i den stigende omsætning, som virksomheden har oplevet i det seneste årti. Dog har indtjeningsevnen ikke kunne følge med omsætningsvæksten på samme måde. IC Companys har som følge deraf, fokuseret på at undersøge det enkelte brands

⁵⁴ IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 28

indtjeningspotentiale, herunder undersøge hvilke tiltag der skal gøres. Derfor forventer IC Companys heller ikke, at der vil blive foretaget investeringer i nye brands lige foreløbig⁵⁵.

IC Companys fokus på eksisterende brands betyder, at man alene vil vækste igennem den nuværende brandportefølje. IC Companys forventer at den fremtidige vækst især skal komme fra de primære markeder i Skandinavien⁵⁶. Endvidere vil IC Companys forsøge at konsolidere sig i de centraleuropæiske lande, hvor nogle af virksomhedens brands er ved at slå igennem, heri blandt Tyskland og Polen. IC Companys forventer ikke at gå målrettet mod det nordamerikanske marked, indtil at konsolideringen på de nuværende markeder ikke er færdiggjort⁵⁷.

Figur 12 - IC Companys' vækststrategi

	Nuværende produkter	Nye produkter
Nuværende markeder	Markedsindtrængning	Produktudvikling
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

På baggrund af ovenstående kan det udledes, at IC Companys i nærmeste fremtid vil forsøge at vækste virksomheden igennem en markedsindtrængning, ved at undersøge hvilke brands, som er ved at slå igennem på øst- og centraleuropæiske markeder. Endvidere vil det primære marked i Skandinavien forsat blive prioritet højt, da det er afgørende for IC Companys eksistens og succes.

Delkonklusion på den strategiske analyse – SWOT

Som konklusion på den strategiske analyse, vil der i følgende afsnit kort blive opsummeret hovedpunkterne fra analyserne af samfunds- og brancheforholdene, samt de interne forhold hos IC Companys.

SWOT-analysen opsummerer IC Companys interne styrker og svagheder i virksomheden, samt de fremtidige trusler og muligheder der kommer fra omverdenen, og som IC Companys skal arbejde med, for at kunne fastholde og styrke deres position på tøjmarkedet.

Styrker	Svagheder
Multibrandstrategi Fælles platform Bred geografisk tilstedeværelse	Lav vækst eller faldende omsætning for key brands Manglende forbrugerkendskab til IC Companys Skiftende mode og forbrugerpræferencer

⁵⁵ Penge og Privatøkonomi: "IC Companys/CEO: Ikke fokus på nye brands"

⁵⁶ epn.dk: "IC Companys' vækst skal komme fra Nordeuropa"

⁵⁷ epn.dk: "IC Companys' vækst skal komme fra Nordeuropa"

Markedsfokusering Stordriftsfordele Fokus på afdækning af finansielle risici vha. terminskontrakter mv. Stærk HR strategi, herunder medarbejderudvikling Fokus på onlinesalg Brands i forskellige prissegmenter Fokus på omkostningseffektivitet	Mange ledelsesskift
Muligheder	Trusler
Investering i internethandel Styrkelse af eksisterende brands Stigende NOK- og SEK-kurs Faldende dollarkurs Opkøb og udvikling af nye brands Åbning af egne butikker på nye markeder Ekspansion til nye markeder Højkonjunktur i Europa Store vækst muligheder i Østeuropa og Asien	Højere råvarepriser Faldende NOK- og SEK-kurs Stigende dollarkurs Stigende lønomkostning i Asien og Østeuropa Lavkonjunktur i Europa Høj konkurrenceintensitet Ændring i forbrugeradfærd og – præferencer

Styrker

De mest fremtrædende parametre må siges at være kombinationen mellem multibrandstrategien og den fælles platform. Multibrandstrategien har betydet, at IC Companys konkurrerer i flere markedssegmenter. Samtidig begrænser man driftsrisikoen, idet man ikke afhængig af et enkelt brand.

Endvidere har IC Companys siden finanskrisen arbejdet på at optimere driften. Dette er på mange punkter gået fornuftigt - blandt andet er IC Companys fokusering på eksisterende brands og markeder et godt fundament, til at skabe fremtidig vækst i virksomheden.

Svagheder

IC Companys største svaghed vurderes at være den lave/faldende vækst for virksomhedens key brands; InWear, Cottonfield, Jackpot og Matinique. Disse brands var tidligere fundamentet for væksten. Derfor er det afgørende, at IC Companys' yngre brands får konsolideret sig på markedet, således at virksomheden fortsat kan vækste igennem nye og stærke brands - hvilket samtidig vil være med til at kunne fastholde multibrandstrategien.

Muligheder

IC Companys befinder sig i en branche, som i høj grad er afhængig af de økonomiske konjunkturer. De positive signaler fra verdensøkonomien, vil være en vigtig faktor for IC Companys bestræbelser i at udvikle og vækste virksomheden.

Endvidere udgør Østeuropa, Nordamerika og Asien uforløste markeder, hvor IC Companys i fremtiden bør investere mere i, blandt andet igennem investering i egne butikker. Dette afhænger dog i høj grad, om hvornår IC Companys får konsolideret sig på de eksisterende markeder.

Trusler

Den primære trussel vurderes at være efterveerne af finanskrisen, og den dertil hører lavkonjunktur, som har afgørende betydning for virksomheden fremtidige performance. Endvidere vil stigende råvarepriser, samt højere lønomkostninger i outsourcing landene presse IC Companys fremtidige indtjeningsevne.

Regnskabsanalyse

Som et supplement til den strategiske analyse, vil der i det kommende afsnit blive foretaget en analyse af IC Companys historiske nøgletal. Formålet med analysen er at vurdere IC Companys' evne til at genere værdi til virksomhedens aktionærer. Regnskabsanalyse vil give et overblik over, hvilke finansielle drivere der på nuværende tidspunkt driver rentabilitet i IC Companys.

Regnskabsanalysen er udarbejdet på baggrund af de offentlige tilgængelige årsrapporter fra 2005/06-2010/11. Det vurderes, at en 5-årig analyseperiode er tilstrækkelig for at give et retvisende billede af IC Companys historiske performance. Sammenholdt med den strategiske analyse, tidligere i opgaven, vil regnskabsanalysen danne grundlag for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse af IC Companys.

Revisionspåtegning

Inden regnskabsanalysen foretages er det passende at gennemgå årsrapporterne med det formål, at vurdere pålideligheden af informationerne i årsrapporterne. Denne vurdering foretages med udgangspunkt i revisionspåtegningen.

Revisors påtegning af et årsregnskab, er et udtryk for, at årsregnskabet er pålidelig og giver et retvisende billede af virksomhedens aktiver, passiver og finansielle stilling ved påtegnings datering, samt af resultatet af virksomhedens aktiviteter og pengestrømme for det reviderede regnskabsår. Revisionspåtegningen er således med til at gøre analytikers kvalitetssikring af årsregnskabet enklere.

IC Companys' årsrapporter er i hele analyseperioden blevet revideret af Deloitte Statsautoriseret Revisionsaktieselskab. Årsrapporterne er revideret af skiftende revisorer internt i Deloitte. Seneste årsrapport, er revideret af Kirsten Aaskov Mikkelsen og Lars Siggard Hansen. Kirsten Aaskov Mikkelsen har påtegnet 4 ud af de seneste 6 årsrapporter for IC Companys, mens Lars Siggard Hansen har været medunderskriver de seneste 2 år.

I forbindelse med udarbejdelsen af regnskabsanalysen er det meget grad vigtigt, at analytiker identificerer, om der i revisionspåtegningen for IC Companys' årsrapporter, er afgivet forbehold eller supplerende oplysninger. I tilfælde af at revisionspåtegningen er tilføjet med et forbehold eller en supplerende oplysning, skal analytiker tage hensyn til dette i sin analyse. Endvidere betyder en revisionspåtegning uden forbehold, at virksomheden opfylder kravene til going concern. Going concern princippet betyder, at en virksomhed forventes at kunne fortsætte sin drift i fremtiden (minimum de næste 12 måneder), hvilket er en forudsætning på at foretage en efterfølgende budgettering og værdiansættelse af en virksomhed.

Gennemgangen af revisionspåtegningerne fra revisor, viser at IC Companys årsrapporter fra 2005/06-2010/11 er aflagt uden forbehold eller supplerende oplysninger. Dette betyder, at de aflagte

årsregnskaber ikke bør give analytiker grund til at foretage ændringer, eller skulle forholde sig specielle forhold i årsregnskaberne.

Anvendt regnskabspraksis

Før regnskabsanalysen udarbejdes, er det nødvendigt at sikre sig at tallene i årsregnskaberne er sammenlignelige. Dette foretages for, at der ikke skabes støj i konklusionen for regnskabsanalysen, samt i den efterfølgende budgettering og værdiansættelse af IC Companys aktien.

For at sikre, at regnskabstallene er sammenlignelige, gennemgås IC Companys anvendte regnskabspraksis for de seneste 5 år. En ændring i anvendt regnskabspraksis kan blandt andet ske hvis en virksomhed vælger at overgå fra at aflægge årsregnskabet efter Årsregnskabsloven til IFRS.

Årsregnskaberne for IC Companys er i hele analyseperioden aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS). Aflæggelsen af årsregnskabet efter IFRS er foretaget siden 2005/06⁵⁸. Tidligere aflagde IC Companys årsregnskabet efter bestemmelserne i årsregnskabslovgivning for klasse D-virksomheder.

Ændringer i anvendt regnskabspraksis er løbende blevet indarbejdet i årsregnskaberne. Idet ændringerne primært påvirker omfanget og arten af noteoplysningerne i årsrapporterne, vurderes det ikke nødvendigt at foretage korrektioner af de offentliggjorte regnskabstal med henblik på at sikre sammenlignelighed over tid i regnskabsanalysen⁵⁹. De anvendte regnskabsprincipper og de foretagne skøn vurderes at være fornuftige, hvilket også understøttes af de blanke revisionspåtegninger der er afgivet, i forbindelse med revisionen af de aflagte årsregnskaber i analyseperioden.

Reformulering af regnskab

Før den endelige regnskabsanalyse kan påbegyndes, er der behov for at reformulere årsregnskaberne til analyseformål. Som tidligere nævnt, er formålet med den historiske regnskabsanalyse at spore de finansielle vækstdrivere, som skal anvendes i den efterfølgende budgettering og værdiansættelse. Denne afdækning sker igennem en nøgletalsanalyse.

Før reformuleringen foretages, er det vigtigt at sondre mellem hvorledes, en virksomhed evner at skabe værdi igennem henholdsvis, virksomhedens driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Herved kan man bedre få et overblik over, hvorfra virksomheden skaber værdi og indtjening. Driftsaktiviteten er den primære aktivitet for fremtidig værdiskabelse, mens finansieringsaktiviteten er den sekundære aktivitet.

Hvis driftsposter og finansielle poster ikke klassificeres korrekt, vil det resultere i misvisende mål for rentabiliteten, driften og finansieringen, hvilket samtidig er ensbetydende med, at den efterfølgende

⁵⁸ IC Companys' årsrapport 2005/06, s. 32

⁵⁹ IC Companys' årsrapporten 2006/07-2010/11 afsnit "Anvendt regnskabspraksis"

budgettering og værdiansættelse foretages på et forkert grundlag.

Endvidere er det vigtigt at kende virksomhedens forretningsmodel, inden reformulering foretages. F.eks. ville overskuddet fra salg af en investeringsejendom, blive klassificeret under "ikke kerneaktivitet" i IC Companys, mens det for et ejendomsselskab ville være en del af deres kerneaktivitet.

I de efterfølgende afsnit redegøres der for reformuleringspraksis for egenkapitalopgørelsen, balancen og resultatopgørelsen.

Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Reformulering af egenkapitalopgørelsen foretages med henblik på at opdele transaktioner med ejerne og totalindkomsten. Opdelingen bruges til at identificere, hvorvidt forskydningerne i egenkapitalen i perioden, stammer fra ejerne eller fra totalindkomsten, eller om forskydningen stammer fra "Dirty Surplus Accounting". Ved "Dirty Surplus Accounting" menes der de indtægts- eller udgiftsført poster, som er reguleret direkte på egenkapitalen -med andre ord poster der er gået udenom resultatopgørelsen. I IC Companys årsregnskab fremgår der tre typer af dirty surplus; 1. Værdiregulering af udenlandske dattervirksomheder, 2. Værdiregulering af finansielle instrumenter 3. Skatteeffekten af værdiregulering bogført på egenkapitalen.

I bilag 1 ses den reformulerede egenkapitalopgørelse, hvori de foretagne korrektioner og reformuleringer er vist.

Reformulering af balancen

I den officielle balance i årsregnskabet for IC Companys er balancen opgjort ud fra et likviditetskriterium i lang- og kortfristede aktiver, samt lang- og kortfristede gældsforpligtelser. Balancen skal derfor reformuleres til analyseformål, ved at der skelnes mellem driftsaktivitet, finansielle aktivitet, driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser.

I reformuleringen er der enkelte poster, som kan være forbundet med en vis usikkerhed. Herunder kan nævnes den likvide beholdning, som i den reformulerede balance opdeles i to aktiviteter, under henholdsvis driftslikvider og finansielle likvider. Driftslikviditet er et udtryk for en virksomheds nødvendige buffer til løbende at betale sine regninger, mens den finansielle likviditet er et udtryk for en virksomheds overskydende likviditet, som virksomheden investere i f.eks. obligationer, med kort løbetid. Da IC Company ikke oplyser, hvorledes man adskiller likviditet mellem drift og finansiell, er der i denne afhandling vurderet, at en likvidbeholdning svarende til 0,5 %⁶⁰ af periodens nettoomsætning udgør den driftsmæssige likviditet, mens den resterende del vedrører de finansielle aktiviteter.

I bilag 2 ses den reformulerede balance, hvori de foretagne korrektioner og reformuleringer er vist.

⁶⁰ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 183

Reformulering af resultatopgørelsen

Ligesom ved den reformulerede balance, skal reformuleringen af resultatopgørelsen også foretages ved at adskille drifts- og finansielle aktiviteter. Dette skyldes, at der ved denne opdeling opnås kendskab til værdiskabelsen i henholdsvis driften og finansieringen. De driftsrelaterede aktiviteter opdeles endvidere i driftsoverskud fra salg og driftsoverskud fra andre poster. Dette gøres for, at analytiker opnår kendskab til den primære og sekundære værdiskabelse fra virksomhedens drift.

Endvidere er den reformulerede resultatopgørelse opgjort på totalindkomstbasis, idet periodens resultat i resultatopgørelsen er inklusiv eventuelle værdireguleringer, der er posteret direkte under egenkapital i løbet af perioden, også bedre kendt som "Dirty Surplus Accounting"⁶¹. Af Dirty Surplus Accounting kan blandt andet nævnes regulering i dagsværdi af afledte finansielle instrumenter bogført på egenkapitalen. Totalindkomsten figurerer allerede direkte i egenkapitalopgørelsen, men for at afstemme hvor resultaterne stammer fra, er en reklassificering af resultatopgørelsen nødvendig.

I den officielle resultatopgørelse fremgår der kun ét beløb for skat, "skat af årets resultat". Imidlertid har IC Companys' drifts- og finansielle aktiviteter begge skattekonsekvenser⁶². Derfor skal skatten allokeres ud på begge overskudskomponenter, for at vise disse på "efter skat basis"⁶³. Den anvendte skatteprocent er IC Companys' skatteprocent i det pågældende regnskabsår.

Når der er taget højde for ovenstående, er det muligt at beregne de nøgletal, som viser det sande billede af virksomhedens primære aktiviteter.

I bilag 3 ses den reformulerede resultatopgørelse, hvori de foretagne korrektioner og reformuleringer er vist.

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen har til formål at vurdere værdiskabelsen i IC Companys på nuværende tidspunkt. Rentabilitetsanalysen foretages med udgangspunkt i den udvidede Dupont-pyramide, samt den reformulerede egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse.

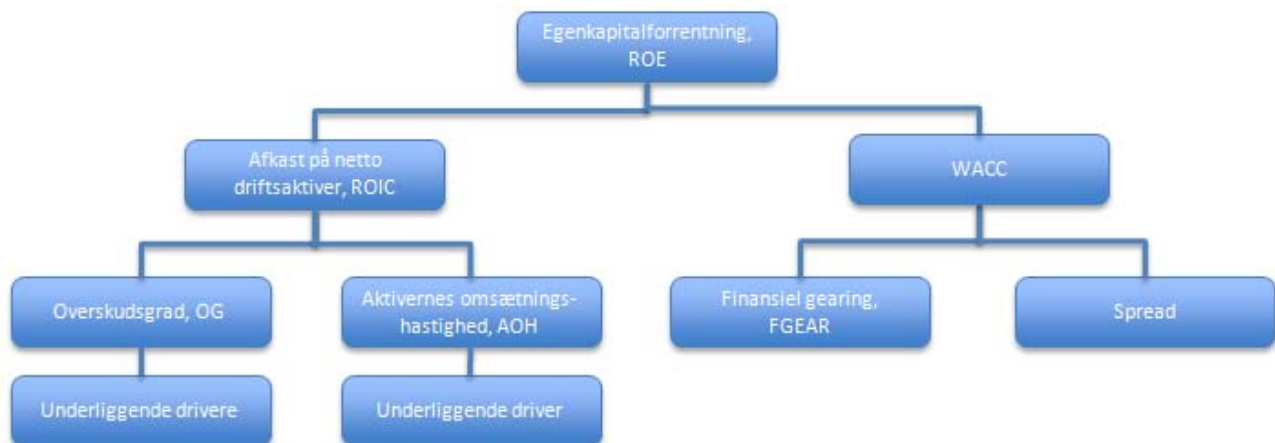
Dupont-pyramidens formål er at undersøge hvilke finansielle værdidrivere der driver den nuværende rentabilitet i IC Companys i analyseperioden 2006/07 til 2010/11. Modellen gennemgår værdien af egenkapitalens forrentning (ROE), samt de underliggende finansielle værdidrivere, som danner grundlaget for forretning af egenkapital, hvilket er illustreret i underliggende figur.

⁶¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 197

⁶² Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 199

⁶³ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 199

Figur 13 - Dupont-pyramiden



De finansielle værdidrivere, danner sammen med den strategiske analyse, grundlaget for estimeringen af budgettering og den efterfølgende værdiansættelse af IC Companys' aktieværdi.

Egenkapitalforrentning (ROE)

ROE viser rentabiliteten af IC Companys aktionærernes investerede kapital i en given periode. ROE udtrykker forholdet mellem totalindkomsten og den gennemsnitlige egenkapitalen i den tilsvarende periode. Totalindkomsten benyttes, idet dette beløb tager højde for hele værdiskabelsen i virksomheden i en given periode.

Egenkapitalforrentningen udtrykkes på følgende måde: $ROE = ROIC [FGEAR \times (ROIC - r)]$

Som ovenstående formel viser, tager ROE højde for en virksomheds evne til at skabe afkast af driften (ROIC), samt effekten af den finansielle gearing (WACC) en virksomhed arbejder med, for at maksimere ejernes afkast, ROE. Endvidere viser ligningen at ROE overgår ROIC, i tilfælde af at ROIC, er højere end låneomkostningerne (r). Omvendt kan den finansielle gearing få en negativ betydning, såfremt at en virksomheds driftsafkast (ROIC) er mindre end det den låner til (r)⁶⁴.

Figur 14 - Dekomponering af ROE

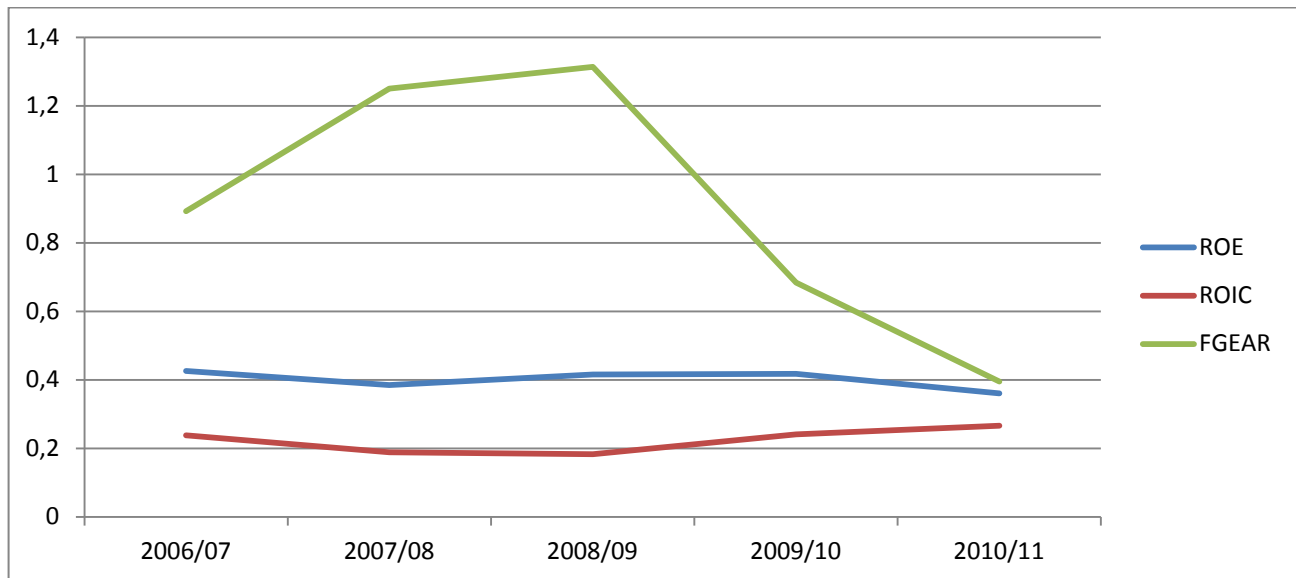
	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
ROE	42,64%	38,52%	41,62%	41,77%	36,07%
ROIC	23,87%	18,90%	18,29%	24,11%	26,68%
FGEAR	0,89	1,25	1,31	0,68	0,40
r	3,90%	5,06%	1,48%	1,33%	4,41%
SPREAD	19,97%	13,84%	16,81%	22,78%	22,27%

UDVIKLING I ROE: Udviklingen i ROE har i analyseperioden ligget på et stabilt niveau, på mellem 36 % - 43 %. Som tidligere omtalt, følger ROE udviklingen i ROIC. Af tabel 14 fremgår det, at IC Companys har formået at genere afkast til sine aktionærer af virksomhedens driftsaktiviteter. Den positive udvikling i

⁶⁴ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 257

ROIC de sidste 2 år, viser dog en modsatrettet effekt på ROE. Årsagen til dette skyldes udviklingen i den finansielle gearing. Af figur 14 fremgår det, at ROE påvirkes positivt ved en stigning i den finansielle gearing, mens et fald i den finansielle gearing har en negativ indflydelse på ROE. Til slut ses det, at ROE i hele analyseperioden ligger over ROIC, hvilket skyldes merafkastet (SPREAD), som IC Companys er i stand til at genere ved hjælp af fremmedfinansiering (r). Dette er desuden en væsentlig årsag til den faldende ROE i 2010/11, idet den finansielle gearing er faldet de senere år.

Figur 15



Afkast på netto driftsaktiver (ROIC), Dekomponering af niveau 2

Som det fremgik foroven afhænger ROE blandt andet af ROIC. ROIC viser virksomhedens overordnede rentabilitetsmål på driften, altså forholdet mellem det primære driftsoverskud efter skat og de gennemsnitlige nettodriftsaktiver i den tilsvarende periode. Sagt på en anden måde, måler ROIC en virksomheds evne til at udnytte de ressourcer den har.

Afkast på netto driftsaktiver udtrykkes på følgende måde: $ROIC = OG \times AOH$

Som formelen viser, kan ROIC dekomponeres yderligere ned i de to værdidrivere overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH), som vil blive belyst nærmere i nedenstående afsnit.

Figur 16 - Dekomponering af ROIC

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
ROIC	23,87%	18,90%	18,29%	24,11%	26,68%
OG	7,62%	5,74%	5,54%	7,08%	7,05%
AOH	0,0313	0,0329	0,0330	0,0340	0,0378

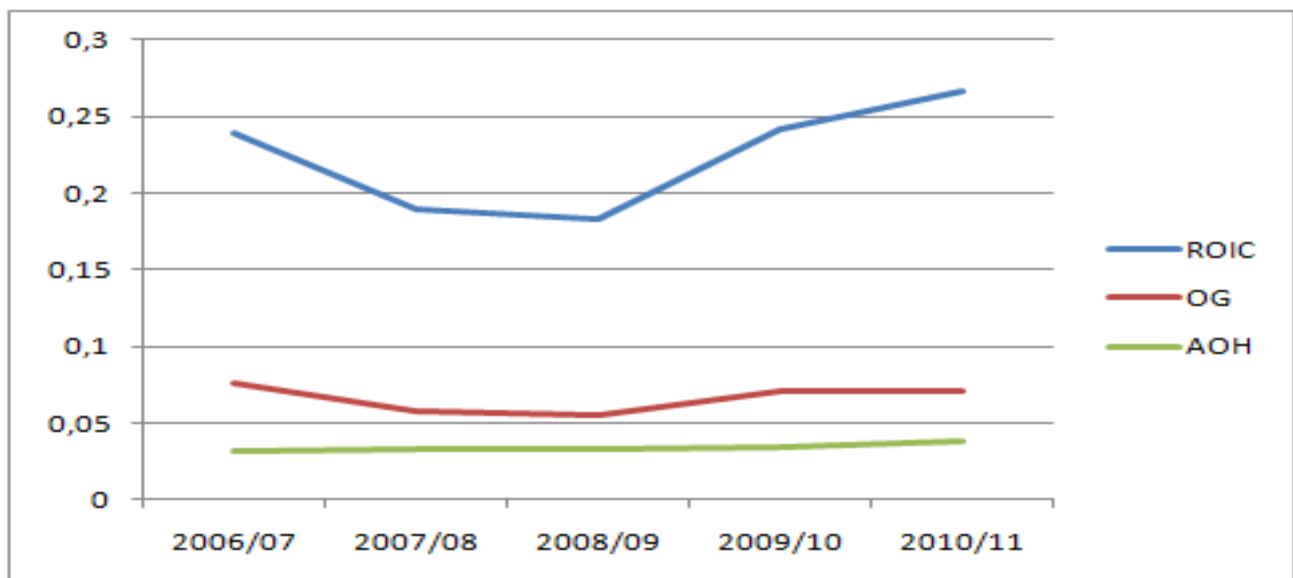
UDVIKLING I ROIC: Figur 16 viser at ROIC, ligesom ROE, har ligget på et relativt stabilt niveau på mellem 18 % - 27 %, i hele analyseperioden. I starten af perioden bemærkes det, at ROIC falder. Dette skyldes et faldende driftsoverskud i 2007/08 og 2008/09, hvilket kan forklares ud fra to forhold:

- I. 2007/08: IC Companys blev i regnskabsåret påvirket negativt, af forholdsvis mange engangsomkostninger til blandt andet fratrædelsesgodtgørelse til IC Companys forhenværende administrerende direktør, samt ekstraordinære nedskrivninger på anlægsaktiver i Kina.
- II. 2008/09: Den uforudsete finanskrisen betød at nettoomsætningen faldt med knap 4 % i forhold til tidligere år.

I den anden halvdel af analyseperioden stiger ROIC igen, hvilket skyldes en forbedret overskudsgrad og AOH.

Som det bemærkes, påvirkes ROIC, i højere grad af overskudsgraden end af AOH. Af figur 16 fremgår det, at AOH i hele analyseperioden er steget konstant fra 3,13 til 3,78. Hvorimod ROIC i samme periode, i højere grad har fulgt udviklingen i overskudsgraden.

Figur 17 - Dekomponering af ROIC



Overskudsgraden (OG), Dekomponering af ROIC niveau 3

For at få en bedre forståelse af udviklingen i IC Companys rentabilitet, er det nødvendigt at se nærmere på de underliggende værdidrivere, som danner grundlag for ROIC. Dette gøres først ved at se nærmere på overskudsgrad (OG). Overskudsgraden viser en virksomheds indtjeningssevne, ved at måle overskuddet for en krones salg fra driftsaktiviteten i en pågældende periode.

Overskudsgraden udtrykkes på følgende måde: $\frac{\text{Overskud fra drift}}{\text{Nettoomsætning}} \times 100$

Overskudsgraden er med andre ord en indikator for en virksomheds evne til at konvertere omsætning til overskud.

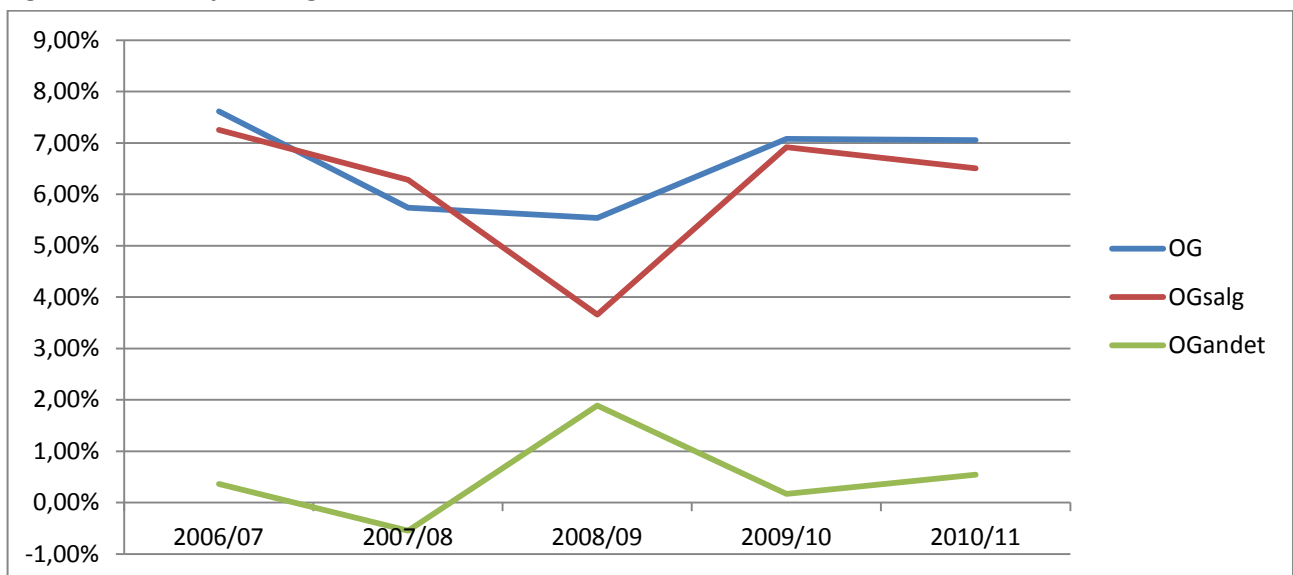
Overskudsgraden kan endvidere nedbrydes i to komponenter: OG_{salg} og $OG_{\text{andre poster}}$. Dekomponeringen er med til at sikre, at overskudskomponenter der ikke er et resultat af nettoomsætningen, udskilles fra det primære overskud.

Figur 18 - Dekomponering af OG

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
OG	7,62%	5,74%	5,54%	7,08%	7,05%
OG_{salg}	7,26%	6,28%	3,66%	6,91%	6,51%
OG_{andet}	0,36%	-0,54%	1,89%	0,17%	0,54%

Som det ses ud fra overstående figur, har overskudsgraden udviklet sig fra en nedadgående til en opadgående tendens. Den faldende overskudsgrad i 2007/08 og 2008/09 hænger primært sammen med faldet i OG_{salg} . Hovedårsagen til den faldende OG_{salg} skyldtes som tidligere omtalt af, finanskrisen. Krisen medførte nedgang i nettoomsætning, samt et pres på bruttomarginen.

Figur 19 - Dekomponering af OG



Samtidig viser figur 20, at IC Companys' omkostninger til personale og andre eksterne omkostninger, i hovedparten af analyseperioden, er steget relativt mere end omsætningen. Denne stigning har naturligvis haft en negativ indvirkning på overskudsgraden fra salg. I forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten 2008/09, meddelte ledelsen at der fremadrettet ville være fokus på at reducere omkostningsbasen, samt reducere medarbejderstaben i forhold til det forventede aktivitetsniveau. Reducering af omkostningsbasen, ses tydeligt under virksomhedens andre eksterne omkostninger, som er faldet med 3 %-point siden 2008/09.

Figur 20 - Common size analyse

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Bruttoavanceprocent	59,12%	60,44%	59,32%	60,78%	59,14%
Personaleomkostninger	-24,07%	-24,92%	-25,78%	-26,52%	-25,89%
Af- og nedskrivninger	-2,87%	-3,02%	-4,07%	-3,71%	-3,18%
Andre eksterne omkostninger	-22,53%	-23,31%	-25,26%	-22,46%	-22,10%
OGsalg før skat	9,66%	9,20%	4,21%	8,09%	7,97%
Skat	-2,40%	-2,92%	-0,55%	-1,17%	-1,46%
OGsalg	7,26%	6,28%	3,66%	6,91%	6,51%

Samtidig med IC Companys' fokus på omkostningsreducering, oplever man i tøjbranchen for tiden et voldsomt pres på bruttomarginen, på grund af stigende råvarepriser og outsourcingomkostninger, som har oversteget kapacitetsbesparelserne (andre eksterne omkostninger og personaleomkostninger) i 2010/11.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH), Dekomponering af ROIC niveau 2

Det andet led i ROIC formelen omhandler aktivernes omsætningshastighed (AOH). AOH udtrykker forholdet mellem omsætningen overfor den investerede kapitalbinding (netto driftsaktiver).

Aktivernes omsætningshastighed udtrykkes på følgende måde: $\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Nettodriftsaktiver}}$

Sammensætning af OG og AOH er forskellig mellem brancher. I kapitalintensive brancher som flyindustrien, vil overskudsgraden ofte være høj for at kompensere for den lave omsætningshastighed. Hvorimod supermarkedsbranchen, i modsætning til flyindustrien typisk opnår en lavere overskudsgrad, dog kompenseret ved en højere omsætningshastighed⁶⁵.

I figur 21 er den inverse AOH beregnet. Nøgletallet udtrykker hvor mange kr./øre IC Companys er nødt til at investere for at genere en 1 kroners nettoomsætning. Af figuren fremgår det, at IC Companys hvert år, har formået at nedbringe investeringsbehovet for 1 kroners omsætning - dette hænger især sammen med AOH på materielle. Som tidligere nævnt har IC Companys outsourcet hele produktionsaktiviteten, hvorfor materielle anlægsaktiver alene vedrører virksomhedens hovedsæde, samt salgs- og outsourcingkontorer i udlandet. IC Companys har derfor ikke behov for at foretage store investeringer, for at efterkomme efterspørgslen og øgede omsætningen. Pga. af denne forretningsmodel vil IC Companys opnå højere omsætningshastigheder på materielle anlægsaktiver, når omsætningen stiger. Dette forklarer endvidere hvorfor at ROIC i mindre grad påvirkes af AOH.

⁶⁵ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 262

Figur 21 - Dekomponering af AOH⁶⁶

INVERSE AOH	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
AOH Samlet	0,319	0,304	0,303	0,294	0,264
AOH Immaterielle aktiver	0,070	0,067	0,066	0,067	0,065
AOH Materielle aktiver	0,115	0,111	0,117	0,118	0,100
AOH Varebeholdninger	0,128	0,134	0,135	0,124	0,125
AOH Tilgodehavende fra salg	0,071	0,075	0,077	0,074	0,079
AOH Andre driftsaktiver	0,109	0,086	0,095	0,102	0,076
AOH Udsendt skat	(0,007)	(0,010)	(0,012)	(0,012)	(0,013)
AOH Leverandørgæld	(0,087)	(0,082)	(0,084)	(0,092)	(0,090)
AOH Andre driftsforpligtelser	(0,078)	(0,078)	(0,091)	(0,087)	(0,079)

Finansiell gearing (FGEAR) og SPREAD, Dekomponering af niveau 2

I de ovenstående afsnit har fokus været at analysere driftsaktivitetens underliggende værdidrivere. I følgende afsnit vil fokus derfor være på det andet led i ROE, i form af de finansielle værdidrivere, nærmere bestemt den finansielle gearing (FGEAR) og SPREAD.

Som tidligere nævnt udgøres rentabilitet i en virksomhed af både egenkapital (ejerne) og fremmedkapital. Hvis en virksomhed alene finansierer sine netto driftsaktiviteter ved hjælp af egenkapitalen, vil ROE være lig med ROIC.

Den finansielle gearing udtrykker forholdet mellem egenkapital og de netto finansielle forpligtelser i en given periode. Nøgletallet viser således i hvilken grad en virksomhed er finansieret med fremmedkapital kontra ejernes egenkapital.

Den finansielle gearing udtrykkes på følgende måde: $\text{Finansiell gearing} = \frac{\text{Netto finansielle forpligtelser}}{\text{Egenkapital}}$

Spread udtrykker spændet mellem en virksomheds lånerente (r) og ROIC. Et positiv spread er ensbetydende med, at der ikke tabes penge på de finansielle forpligtelser.

Spread udtrykkes på følgende måde: $\text{Spread} = \text{ROIC} - r$

Figur 22 - Dekomponering af afkast på finansieringsaktiviteter

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Afkast på finansieringsaktiviteter	17,83%	17,31%	22,09%	15,59%	8,81%
FGEAR	0,89	1,25	1,31	0,68	0,40
SPREAD	19,97%	13,84%	16,81%	22,78%	22,27%

Tidligere fandt jeg frem til, at jo højere den finansielle gearing er, jo bedre er det for ROE. I figur 22 er afkastet på finansieringsaktiviteten beregnet. Af figuren fremgår det at afkastet på finansieringsaktiviteten i hele analyseperioden følger den finansielle gearing. Det skal dog pointeres, at den høje finansielle gearing kun er rentabel så længe, at IC Companys er i stand til at genere et højere afkast, end hvad man låner pengene til hos banken (Spread).

⁶⁶ Inverse AOH beregnes på følgende måde: $1/\text{AOH}$

I ovenstående afsnit er rentabiliteten af IC Companys blevet analyseret. Som tidligere nævnt er rentabilitetsanalyse kun et nutidsbillede af de nuværende underliggende værdidriver bag ROE, samt deres udvikling over tid. I forbindelse med budgettering er det nødvendigt at estimere hvorledes den fremtidige ROE vil udvikle sig over tid.

Vækstanalyse

Vækst opfattes af mange som virksomhedens drivkraft, idet vækst generelt forbindes med øget værdiskabelse. Derfor er vækst ofte det primære mål for virksomheder og dens ledelse. Vækst er et vidt begreb, og kan måles ud fra forskellige parametre. Dette betyder derfor også, at vækst ikke altid er værdiskabende. Dette skyldes at værdiskabelse alene skabes, når afkastet fra den investerede egenkapital overstiger aktionærernes afkastkrav, hvorfor det regnskabsmæssige overskud, ikke altid er lig med værdiskabelse. Dette kan udtrykkes på følgende måde:

$$\text{Merafkast (Residualindkomst)} = (ROE - Ke) * \text{egenkapital}^{67}$$

Det vil sige at vækst i analysesammenhæng altid bør ansues ud fra udviklingen i merafkastet, idet dette er betingelsen for at sikre værdiskabelse til aktionærerne. Af figur 23 fremgår den historiske udvikling af merafkastet for IC Companys. Aktionærernes afkastkrav er estimeret til 9,84 %, som er anvendt i forbindelse med værdiansættelsen, jf. afsnit "Estimat på ejernes afkastkrav".

Figur 23 - IC Companys vækstanalyse

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/2010	2010/11
Nettoomsætning	3.353,80	3.737,20	3.600,60	3.495,30	3.925,40
Salgsvækstrate	10,98%	11,43%	-3,66%	-2,92%	12,31%
Egenkapital	566,6	473,5	509,1	747,2	742,7
Vækst i egenkapital	n/a	-16,43%	7,52%	46,77%	-0,60%
ROE	42,31%	38,52%	41,62%	41,77%	36,07%
Vækst i ROE	n/a	-3,80%	3,10%	0,15%	-5,70%
Ke (ejernes afkastkrav)	9,84%	9,84%	9,84%	9,84%	9,84%
RI	188,19	162,49	150,47	162,56	195,99
Ændring RI	n/a	-25,71	-12,01	12,09	33,43

Som det fremgår af figuren har IC Companys været inde i en ustadig periode, med faldene og stigende vækst i både nettoomsætning og egenkapital. I 2007/08 oplevede IC Companys en vækst i omsætningen på 11,43 %, hvilket i manges øjne ville betyde en positiv effekt på værdiskabelsen. Tværtimod faldt ROE, som en følge af dette, hvilket resulterede i et negativt merafkast på -25,71 %. Det negative merafkast fortsatte også i 2008/09. I rentabilitetsanalysen, omtalte jeg tidligere, at 2007/08 og 2008/09 var regnskabsår, hvor IC Companys' omkostninger til personale og eksterne omkostninger, steg forholdsvis mere end omsætningen. Denne eskalering af omkostninger, kan tydelig aflæses i ændring af merafkastet,

⁶⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 191

hvilket indikere at virksomheden i 2007-09 tabte værdi. Af figur 24 fremgår det da også, at IC Companys' aktiekurs i samme periode faldt fra 318 kr. til 117, altså mere end 60 %.

Figur 24 - Udvikling i IC Companys aktiekursen i perioden 2007 til 2009⁶⁸



Endvidere var IC Companys fra en aktionærsynsvinkel ikke en vækstvirksomhed, hvilket samtidig var modstridende med virksomhedens 15/15 vækstmålsætning, om at opnå 15 % vækst i omsætningen og en indtjeningsevne på 15 %.

I analysens to sidste år steg merafkast, som et resultat af et forbedret afkast, hvilket på samme gang havde en positiv effekt på IC Companys aktiekursen⁶⁹.

Som ovenstående viser, er der en tydelig sammenhæng mellem ændring i merafkastet og aktieværdien, hvorfor IC Companys i højere grad bør fokusere på at vækste merafkaste kontra at vækste nettoomsætningen.

Risikoanalyse

I forbindelse med værdiansættelsen af IC Companys aktien, er det vigtigt have kendskab til de underliggende risici i virksomheden. Som alle andre virksomheder er IC Companys udsat for både driftsmæssige og finansielle risici. Risiciene knytter sig til henholdsvis ROIC og den finansielle gearing i IC Companys. Risikoanalyse vil forsøge at identificere de faktorer, som kan få betydning for IC Companys fremtidige indtjening. Analysen vil give et indblik i ejernes forventede afkastkrav, idet det må formodes at aktionærerne er risikoaverse, hvilket betyder, at jo højere risici IC Companys aktien er forbundet med, des højere afkastkrav vil aktionærerne have for at investere i aktien (til vurdering af beta).

I de følgende afsnit analyseres den underliggende risiko for IC Companys. Dette gøres således ud fra den driftsmæssige risiko og den finansielle risiko.

⁶⁸ http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/historical_prices?Instrument=CSE3282&fromDate=2007-07-02&toDate=2009-09-01

⁶⁹ http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/historical_prices?Instrument=CSE3282&fromDate=2007-07-02&toDate=2009-09-01

Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko afspejler primært den daglige risiko der løbende er for at indtjeningen ikke bliver som forventet for IC Companys. Uventede udsving i indtjeningen og markante ændringer i forventningerne til indtjeningen spiller en væsentlig rolle ved fastsættelse af aktien. Dette indebærer henholdsvis eksterne, strategiske og operationelle risici, som alle blev analyseret i den strategiske analyse.

I figur 25 er de væsentligste driftsrisici oplyst, samt hvorledes IC Companys evner at håndtere disse driftsrisici.

Figur 25 - Driftsmæssig risiko i IC Companys

Typer af driftsmæssig risici	Vurdering af risikoniveau	IC Companys evne til at håndtere de driftsmæssige risici
Eksterne risici Konjunkturfølelse Ændring i forbrugeradfærd Lønstigning i Asien	Høj Mellem Høj	Tilpasning af organisationen under den økonomiske krise Multibrandstrategi, brands i forskellige pris- og modesegmenter Stort netværk af underleverandører, hvorfor sourcingen let kan flyttes
Ændring i rente- og valutakurser Stigning i råvarepriser	Mellem Høj	Valutakurssikring Stor fokus på at forbedre bruttoavance vha. af forskellige parametre
Strategiske risici Leverandørernes forhandlingsstyrke Kundernes forhandlingsstyrke Substituerende produkter Konkurrenceintensiteten i branchen Markedsvækst	Svag Høj Svag Høj Mellem	Selvstændig sourcing afdeling, som løbende indhenter tilbud. Multibrandstrategi og nye distributionskanaler Samfundsfokus på kopiprodukter Multibrandstrategi, konkurrerer i flere segmenter Primær fokus ligger i Nord- og Centraleuropa. Selvom potentialet er højere i Østeuropa
Operationelle risici Produktkvalitet og udvikling Udnyttelse af kapacitetsapparat	Høj Høj	Fokus på levering af flere kollektioner Outsourced tøjproduktionen

Den driftsmæssige risiko styres af spredningen på omsætningshastigheden og på overskudsgraden, hvilket er med til at vurdere en virksomheds omkostningsstruktur, samt virksomhedens evne til at tilpasse sine omkostninger og indtjening i forbindelse med ændring i omsætningen, på baggrund af ovenstående faktorer i figur 25. Virksomhedernes evne til at passe sine omkostninger har især været vigtig under den nuværende økonomiske krise, herunder også for IC Companys.

Risikoen ved omsætningshastigheden består i, at salget vil kunne falde som følge af nedgang i enten priser eller mængder, som følge af ændret efterspørgsel eller øget konkurrence. Salget påvirkes endvidere af den generelle moderisiko i branchen. Omsætningshastigheden har som tidligere nævnt været svagt stigende i hele analyseperioden. Da virksomhedens produktion er outsourcet, er der ikke behov for kapitaltunge investeringer i produktionsbygninger og – maskiner. Som følge heraf, har IC Companys undgået faldende omsætningshastighed, selvom omsætning har været ustabil. Omvendt er IC Companys i højere grad påvirket af tilpasning af varelagre. Denne risiko forsøges reduceret igennem forudbestilling fra

virksomhedens engroskunder. Herigennem reduceres risikoen for at ligge inde med store partier af tøj. Denne forretningsstrategi har været en succes idet kapitalbindingen i varelageret pr. omsat kr. har ligget stabilt i analyseperioden, jf. figur 26.

Figur 26 - AOH på varebeholdninger

1/AOH-driver	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Varebeholdninger	0,128	0,134	0,135	0,124	0,125

Risikoen ved overskudsgraden består dels af risikoen for stigende omkostninger til løn og materialer, og dels af den samlede omkostningsstruktur IC Companys arbejder med. Dekomponeringen af overskudsgraden, viste at denne var faldende i første halvdel af analyseperioden, og stigende i anden halvdel. Af common-size-analysen⁷⁰ fremgik det, at IC Companys udgifter til løn og andre eksterne omkostninger har været stigende i det meste af analyseperioden, hvilket medvirker til en mere risikabel omkostningsstruktur i virksomheden. Dette tyder på tankeløse ansættelser/lønstigninger og forbrug i takt med den stigende omsætning. Finanskrisen har i de sidste par år gjort ledelsen opmærksomme på dette, hvorfor tilpasning af medarbejderstaben og faste omkostninger er reduceret. Personaleomkostningernes andel af omsætningen er en smule stigende, hvilket er normalt i down-sizing perioder.

Figur 27 - Nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin for IC Companys'

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/2010	2010/11
Nulpunktsomsætning	2.806	3.168	3.345	3.030	3.397
Sikkerhedsmargin	19,5%	18,0%	7,6%	15,3%	15,6%

IC Companys omsætning har i hele analyseperioden ligget over nulpunktsomsætningen, samtidig er sikkerhedsmarginalen stigende, efter et kortvarigt fald. Den positive sikkerhedsmargin betyder at IC Companys kunne få dækket alle sine faste omkostninger i indestående år, med ovenstående omsætning. Stigningen i sikkerhedsmarginen skyldes to faktorer:

- I. IC Companys har de seneste par år haft fokus på at forbedre bruttoavancen, som i analyseperioden har udviklet sig i en positiv retning.
- II. IC Companys har som tidligere nævnt været igennem en kapacitetstilpasning af medarbejderstaben og eksterne omkostninger, hvilket har effektiviseret virksomheden.

Samlet set er det kendetegnende for IC Companys, at ledelsen har utrolig stor fokus på at minimere de relativt høje risici, der er forbundet med tøjbranchen. Virksomhedens gode evne til at håndtere de driftsmæssige risici er derfor med til at gøre, at den samlede driftsmæssige risiko vurderes at være middel i den nuværende situation.

⁷⁰ Jf. figur 19 på side 49

Finansiell risiko

Den andet led i IC Companys' risiko, er den finansielle risiko. Idet den finansielle gearing er medvirkende til at generere en højere ROE, er IC Companys eksponeret for en finansiell risiko.

Den finansielle risiko bestemmes af niveauet for den finansielle gearing og spredningen på Spread. Spread'et er endvidere påvirket af ROIC og de nettofinansielle omkostninger⁷¹. Ved en positiv Spread er den finansielle gearing positiv for virksomheden. Omvendt vil en negativ Spread medvirke til, at ROE bliver mindre end ROIC, og dermed vil den finansielle gearing være ugunstig.

Den finansielle risiko vurderes, som sagt med udgangspunkt i virksomhedens kapitalstruktur (finansielle gearing). En virksomheds kapitalstruktur viser, hvordan virksomheden er finansieret, herunder forholdet mellem rentebærende gæld og egenkapital. Øvrige parametre, der kan have indflydelse på virksomhedens finansielle risiko, er lånerentens volatilitet, afdragsprofilen og valutakursrisikoen.

Finansieringsforhold: Den finansielle gearing har i hovedparten af analyseperioden været omkring 50/50. I 2009/10 besluttede ledelsen i IC Companys at afdrage ca. 300 mio. kr., for at nedbringe virksomhedens nettobankgæld, hvorfor den finansielle gearing i 2009/10 faldt kraftigt. Dette var en bevist beslutning fra IC Companys' side, for at formindske afhængigheden af fremmedfinansiering af den daglige drift. Fremmedfinansiering skal på længere sigt, alene bidrage til IC Companys' ekspansions- og vækststrategi⁷². IC Companys' låneforhold udgøres i dag af langfristet lån, i form af et stående lån med variable rente. Lånet er rentesikret ved en 2-årig renteswap, som udløber 30. juni 2012⁷³. IC Companys' øvrige fremmed finansiering består af kortfristede gældsforpligtelser til kreditinstitutter og varekreditorer. Af IC Companys' årsrapport fremgår det, at 62 % af kassekrediten er optaget i enten Euro, SEK eller DKK⁷⁴. Historisk har Euro (DKK er bundet op til Euroen) og SEK ikke varieret voldsomt i forhold til DKK, hvorfor der vurderes at være en relativ lav risiko forbundet med IC Companys' gæld. Gæld optaget i anden valuta, end de før nævnte valutakurssikres, hvis gælden anses for at være væsentlig for virksomheden.

Likviditetsrisiko: Et andet forhold som er væsentlig at forholde sig til, er IC Companys' likviditetssituation. Likviditet er en forudsætning for en virksomheds eksistensgrundlag. Manglende likviditet vil betyde, at IC Companys ikke vil være i stand til at betale sine fremtidige forpligtelser, til vareleverandører og medarbejder mv. Endvidere kan mangel på likviditet, sætte begrænsninger for IC Companys' vækst- og ekspansionsplaner, og kan i værste fald medvirke til en betalingsstandsning og en mulig konkurs. En høj likviditetsrisiko kan således, i værdiansættelsessammenhæng få negativ indflydelse på ROE.

⁷¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 256 og 257

⁷² IC Companys' årsrapport 2009/10, s. 38

⁷³ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 82

⁷⁴ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 82

I de efterfølgende afsnit vil IC Companys' kort- og langsigtede likviditetsrisiko blive gennemgået. Den kortsigtede likviditetsrisiko behandler IC Companys' evne til at imødekomme de kortfristede forpligtelser, som forfalder løbende, mens den langsigtede likviditetsrisiko, giver indikationer på IC Companys' langsigtede finansielle situation. Analysen foretages ved hjælp af en række nøgletal, som nemt og hurtigt afdækker IC Companys' likviditetsrisiko.

Kortsigtet likviditetsrisiko: Den kortsigtede likviditetsrisiko (også kaldet nettoarbejdskapital) belyses blandt andet ved hjælp af en virksomheds likviditetscyklus, som udtrykker omsætningshastigheden for nettodriftsaktiver opgjort i dage.

Figur 28 - Den kortsigtede likviditetsrisiko for IC Companys⁷⁵

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Omsætning	3.354	3.737	3.601	3.495	3.925
Nettodriftsaktiver	1.138	1.131	1.051	1.002	1.073
Gns. nettodriftsaktiver	1.070	1.135	1.091	1.027	1.038
Omsætningshastighed for nettodriftsaktiver	3,13	3,29	3,30	3,40	3,78
Likviditetscyklus - dage	116	111	111	107	96

Som det fremgår af figur 28 er IC Companys' likviditetscyklus relativ stabil i hele analyseperioden. IC Companys' arbejder fokuseret på at reducere virksomheds nettodriftsaktiver, hvilket virksomheden har haft succes med at realisere. Dog er likviditetscyklussen faldet i samme periode, grundet fald i omsætning. Dette indikerer at den primære årsag til de faldende nettodriftsaktiver, skyldes et generelt fald i IC Companys' aktiviteter. Virkningerne af den øgede styring af nettodriftsaktiverne, vil derfor være mere saglig at analysere på i fremtiden.

Overordnet set vurderes det, at IC Companys' likviditetscyklus, ligger i et niveau, som er stabilt og tilfredsstillende for virksomheden.

Langsigtet likviditetsrisiko: Formålet med den langsigtede likviditetsrisiko, er at få kendskab til IC Companys' generelle økonomiske sundhedstilstand. Til dette benyttes nøgletallet soliditetsgrad. Soliditetsgraden viser forholdet mellem egenkapital og samlede passiver (eller aktiver). Soliditetsgraden beskriver således, hvor stor en andel af virksomheds samlede balance er finansieret af egenkapitalen. Jo mere virksomheden har belånt sine værdier, desto lavere er soliditetsgraden. Hvorimod en høj soliditetsgrad er ens betydende med, at virksomheden har en god økonomisk styrke til at imødegå tab i fremtiden.

Figur 29 - Soliditetsgraden for IC Companys⁷⁶

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Soliditetsgrad	30,3%	24,5%	28,5%	42,8%	38,6%

⁷⁵ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 262

⁷⁶ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 269

Det fremgår af figur 29, at hovedparten af IC Companys' historisk har været finansieret ved hjælp af fremmedkapital. Som en del af IC Companys' mål vedrørende en reducere af virksomhedens nettorentebærende gæld, er soliditetsgraden steget fra 28,5 % -point i 2008/09 til 42,8 % -point i 2009/10. Den primære årsag bag kapitalstrukturændringen, var netop for at reducere den netto rentebærende gæld, og som samtidig skulle hjælpe med til at minimere likviditetsrisikoen i IC Companys⁷⁷. Dette indebærer blandt andet, at IC Companys valgte at suspendere udlodning af udbytte for 2008/09. Suspenderingen af udbyttepolitikken blev ophævet igen i 2009/10. Foruden en reducere af den nettorentebærende gæld, har IC Companys også valgt at reducere sit samlede kredittilsagn fra 1.419 mio. kr.⁷⁸ i 2009 til 1.166 mio. kr.⁷⁹ i 2011. Af årsrapporten fremgår det endvidere, at IC Companys pr. 30. juni 2011 har uudnyttede kredittilsagn for i alt 630 mio. kr.⁸⁰, som IC Companys kan udnytte med dags varsel. Dette tyder derfor på, at IC Companys kreditværdighed som låntager er høj. Men samtidig kan udnyttelsen af kredittilsagnene øge risikoen for en lavere soliditetsgrad, og dertilhørende stigning i likviditetsrisiko fremadrettet.

Delkonklusion på regnskabsanalyse

På baggrund af IC Companys' officielle årsrapporter for 2005/06 til 2010/11 har jeg foretaget en regnskabsanalyse, hvor den historiske finansielle udvikling er analyseret. Analysens formål var at afdække IC Companys' evne til at skabe værdi til sine aktionærer, samt hvorledes virksomheden håndterer de driftsmæssige og finansielle risici, der er forbundet med driften.

Indledningsvis blev de officielle årsrapporter reformuleret til analysebrug, således at der kunne udarbejdes historiske nøgletal. Nøgletalsanalysen blev udarbejdet ved hjælp af DuPont pyramiden, hvor dekomponering af ROE blev foretaget. Overordnet set, har IC Companys haft en relativ stabil rentabilitet i hele analyseperioden. På linje med de fleste andre virksomheder, blev IC Companys hårdt ramt af finanskrisen, hvilket medførte faldene nettoomsætning og driftsoverskud. Finanskrisen betød omvendt også, at man fra ledelsens side, gik i gang med en større omstrukturering af virksomheden, og hvor man endvidere fremadrettet ville fokusere på at effektivisere virksomhedens drift, samt løbende foretage revurderinger af den samlede omkostningsbase. Denne handlingsplan har vist sig gavnlig, idet rentabiliteten fra driften, ROIC, steg fra 18,29 % -point i 2008/09 til 26,68 % i 2010/11.

En dekomponering af ROIC, viste, at det ustadige afkast på driften alene skyldtes udviklingen i overskudsgraden. Dette skyldtes blandt andet de voldsomme stigninger til personaleomkostninger og andre eksterne omkostninger. Påvirkningerne ved omstruktureringen i 2008/09 fik hurtigt en positiv

⁷⁷ IC Companys' årsrapport 2008/09, s. 3

⁷⁸ IC Companys' årsrapport 2008/09, s. 69

⁷⁹ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 47

⁸⁰ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 47

indvirkning på overskudsgraden i 2009/10 og frem. I samme periode er omsætningshastigheden forbedret væsentlig, fra 3,13 til 3,78. Men som udviklingen i ROIC viste, har omsætningshastigheden en væsentlig mindre indflydelse på ROIC, end overskudsgraden.

I starten af analyseperioden har IC Companys i stor grad benyttet sig af fremmedfinansiering, hvilket ses i den stigende finansielle gearing, i perioden 2006/07 til 2008/09. I forbindelse med IC Companys' beslutning om at nedbringe den nettorentebærende gæld er virksomhedens finansielle gearing faldet kraftigt. Denne beslutning har både en positiv og negativ indvirkning på IC Companys. Den negative indvirkning er, at IC Companys i analyseperioden, har generet store afkast igennem fremmedfinansiering. Den faldende gearing, har således medført, at ROE er faldet i 2010/11. På den positive side, betyder den faldende fremmedfinansiering, at den finansielle risiko alt andet lige er blevet lavere. Dette skyldes primært, at den langsigtede likviditetsrisiko er faldet, på grund af den stigende soliditetsgrad.

Endelig vurderes IC Companys til at være gode til at håndtere de forskellige risici og udfordringer, som virksomheden udsættes for. Hvilket blandt andet tydeligt kunne ses, i forbindelse med omstruktureringen og gældsnedbringelsen, som samlet set, afledte et positiv resultat, og endnu vigtigere, var værdiskabende for virksomhedens aktionærer. Til sidst bør det nævnes, at outsourcing af produktionen, gør at IC Companys, i mindre omfang bliver påvirket af konjunkturerne.

Budgettering

Foreløbig har afhandlingens fokus været at analysere IC Companys nuværende situation (strategiske analyse) og fortid (regnskabsanalyse). I det kommende afsnit vil jeg give mit bud på IC Companys' fremtid. Dette foretages ved hjælp af de udarbejdede analyser i de tidligere afsnit, idet disse analyser danner grundlag for estimeringen af de fremtidige cash flows for IC Companys.

Estimeringen af de fremtidige cash flows foretages ved at udarbejde budgetter (proforma regnskaber). Budgettet vil tage udgangspunkt i 2011/12, som første budgetår, hvori de førømtalte analyser, vil bidrage til at estimere et realistisk budget. Endvidere vil ledelsens forventninger til fremtiden i årsrapporten 2010/11, indgå som en betydelig parameter. Da budgetteringen er baseret på fremtidige forventninger, vil proforma regnskaberne altid være forbundet med en hvis usikkerhed. De ovenstående analyser, er derfor et vigtigt redskab til at mindske denne usikkerhed mest mulig.

Selve udarbejdelsen af budgettet for IC Companys tager udgangspunkt i de reformulerede opgørelser. Endvidere vil budgettering koncentrere sig om få value drivere, hvilket var tilfældet i regnskabsanalyse. Dermed begrænses antallet af budgetteringsfaktorer, sådan at der alene rettes fokus på de væsentligste forudsætninger for fremtiden.

Fastlæggelse budgetperiode

Værdiansættelser baseres teoretisk set på neddiskontering af uendelige pengestrømme⁸¹. Dette er imidlertid ikke praktisk muligt, derfor budgetteres der med en kortere budgetperiode. Længden på budgetperioden afhænger af hvor langt ud i fremtiden, det er muligt at budgettere de underliggende driveres og vækstrater. Når dette ikke længere er muligt, udarbejdes der herefter en terminalperiode, som er et udtryk for, at virksomheden opnår konstante vækstrater, og at de underliggende valuedriveres vil forblive konstante i fremtiden.

I denne afhandling er budgetperioden sat til 5 år. Denne budgetperiode er fastsat, idet usikkerheden efter det 5. år vurderes at være for høj. Budgetperioden vil tage udgangspunkt i 2011/12 som det første budgetår. Fra 2016/17 indtræffer terminalperioden. En kortere budgetperiode, betyder samtidig at terminalperioden for en større betydning for den samlede værdiansættelse af IC Companys.

Fastlæggelse af nettoomsætning

IC Companys' fremtidige omsætning vil blive budgetteret ved at dele IC Companys' omsætning op i seks geografiske regioner. Dette gøres da de geografiske markederne påvirkes af de generelle samfundsøkonomiske faktorer og markedsspecifikke forhold på forskellig vis, jf. den strategiske analyse,

⁸¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 315

og fordi at IC Companys strategier på markederne de kommende år ikke er ens. Endvidere er ledelsens forventninger til fremtiden inddraget, dog med en kritisk tilgang til informationen. Omsætningsvæksten i terminalperioden vil dog blive budgetteret for hele virksomheden, da det forventes at IC Companys vil opnå steady rate, der afspejler den fremtidige vækst.

Derudover skal der også tages højde for eventuelle virksomhedsopkøb i fremtiden. Eftersom dette ikke er muligt at forudsige, samt ledelsens udmeldinger om, at der ikke fokuseres på at foretage opkøb, vælger jeg i budgetteringen at se bort fra denne mulighed. Endvidere vil jeg i estimering af omsætning også tage højde for de respektive brands' vækstfase, som blev gennemgået i produktlivscyklus afsnittet.

Inden gennemgangen af den forventede udvikling på hovedmarkederne, vil jeg kort ridse nogle generelle faktorer op, som gør sig gældende på samtlige markederne. Overordnet set står IC Companys på en fornuftig platform for fremtidig vækst. Med multibrandstrategien har IC Companys formålet at positionere sig i flere segmenter i markedet, hvorfor virksomheden ikke kun er afhængig af et eller få mærker. Samtidig viste gennemgangen af IC Companys' produktportefølje, at mange af virksomheds brands endnu er i vækstfasen. Endvidere er virksomhedens yngre mærke ved at konsolidere sig på markedet, og kan formodentlig i fremtiden blive IC Companys' nye key brands. Til sidst bør det pointeres, at adgangsbarriererne for nye konkurrenter er forholdsvis høje, idet særligt oparbejdelsen af brandværdi vil kræve store økonomiske og tidsmæssige ressourcer. Dette betyder at IC Companys' positioner på de respektive markeder ikke kan forventes af ændre sig væsentlig de kommende år. Dette er samtidig ensbetydende med, at IC Companys' heller ikke kan forvente at opleve høje vækstrater på markeder, hvor virksomheden endnu ikke er væsentlig repræsenteret.

Danmark

Som det næste største marked, er Danmark et strategisk vigtigt marked for IC Companys' forudsætning om fremtidige udvikling og vækst. Som tidligere nævnt i den strategiske analyse, er konjunktoren i Danmark langsomt ved at vende til det positive. I figur 30 er det åbenbart, at IC Companys har været særdeles påvirket af den økonomiske udvikling i Danmark i de seneste par år.

Figur 30 - Omsætning i Danmark de seneste 5 år

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Danmark	635	743	792	707	779

Af figuren fremgår det at IC Companys oplevede høje vækstrater, op til finanskrisens entré. I indeværende regnskabsår, er omsætning i Danmark steget kraftig, og tilbage på niveau med tidligere år. Dette antyder at IC Companys' salg er meget konjunkturfølsom, hvilket også blev nævnt tidligere i den strategiske analyse.

I PEST-analysen blev det vurderet, at danskernes privatøkonomi i de kommende par år vil stige med ca. 2 % årligt. Sammenholdt med IC Companys' forventning til det kommende år, budgetteres der med en omsætningsvækst på 4 % i både 2011/12 og 2012/13. Herefter forventes det, at IC Companys langsomt konsoliderer sig på markedet med en omsætningsvækst på 3 %.

Figur 31 - Budgetterede omsætning i Danmark

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Omsætningsvækst	4%	4%	4%	3%	3%	3%
Omsætning	810,16	842,57	876,27	902,56	929,63	957,52

Sverige

Sverige er IC Companys største marked. Af denne grund vil Sverige stadigvæk få enorm betydning for IC Companys samlede omsætning i fremadrettet. Omsætningen i de sidste 5 år i Sverige har været opadgående. Ses der bort fra efterveerne af finanskrisen i 2008/09, har IC Companys oplevet vækst i alle årene.

Figur 32 - Omsætning i Sverige de seneste 5 år

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Sverige	756	831	792	847	974

I den strategiske analyse blev det vurderet, at den disponible indkomst for svenskerne ville stige med 2,8 % og 2,5 % i henholdsvis 2011 og 2012. På baggrund af dette, samt den historiske udvikling vurderes det at omsætningen i Sverige vil stige med 6 % i 2011/12 og 2012/13. Herefter estimeres væksten i omsætningen til at følge den danske, efter som IC Companys' position på markederne vurderes at være ens.

Figur 33 - Budgetterede omsætning i Sverige

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Omsætningsvækst	6%	6%	5%	3%	3%	3%
Omsætning	1032,44	1094,39	1149,11	1183,58	1219,09	1255,66

Norge

Sammenholdt med Danmark og Sverige er omsætningen i Norge relativt lavere. Den historiske udvikling i omsætningen, minder om den svenske.

Figur 34 - Omsætning i Norge de seneste 5 år

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Norge	276	345	324	343	395

Den lavere omsætning er ensbetydende med, at potentialet for meromsætning, i forhold til de øvrige skandinaviske lande, vurderes højere. De norske forbrugeres disponible indkomst vurderes samtidig at stige mere end i resten af Skandinavien, jf. PEST-analysen. På baggrund af dette vurderes omsætningen til

at ville stige med 8 % i 2011/12 til 2013/14. Herefter at væksten i omsætningen henover en 3-årig periode, vil falde langsomt til 3 %.

Figur 35 - Budgetterede omsætning i Norge

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Omsætningsvækst	8%	8%	8%	5%	3%	3%
Omsætning	426,60	460,73	497,59	522,47	538,14	554,28

Rusland og Østeuropa

Rusland og Østeuropa udgør et stort potentiale for IC Companys. Markedet udgjorde i indeværende år 7 % af IC Companys' samlede omsætning. Igennem flere investeringer i egne retailbutikker mv., vil IC Companys' tilstedeværelse øges i markedet. Dog har ledelse, som tidligere nævnt, pointeret at der ikke vil blive foretaget kraftige investeringer på de mindre markeder. Det antages, at Østeuropa og Rusland befinder sig i denne kategori.

Sammenholdt med ledelsens planer og den økonomiske udvikling i Østeuropa og Rusland, estimeres omsætningen til at stige med 10 % i 2011/12 og 2012/13. Efterfølgende estimeres væksten at blive ca. 5 %. Den efterfølgende vækst er vurderet højere end i Skandinavien, idet man må forvente, at IC Companys i fremtiden i højere grad vil fokusere og investere ressourcer i dette marked.

Figur 36 - Budgetterede omsætning i Rusland og Østeuropa

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Omsætningsvækst	10%	10%	8%	8%	5%	5%
Omsætning	316,80	348,48	376,36	406,47	426,79	448,13

Resten af Europa

Omsætningen i resten af Europa estimeres til at ligge på omtrent samme niveau som i Skandinavien. Begrundelse for dette ligger i, at den økonomiske udvikling for området vurderes at ligge på samme niveau, som i Danmark. Endvidere er IC Companys' position på markedet lig med positionen i Skandinavien, hvorfor virksomheden alene vil konsolidere sig på markedet. Således forventes omsætningen at ligge på 8 % i henholdsvis 2011/12 og 2012/13. Herefter vil væksten falde hen mod 3 %.

Figur 37 - Budgetterede omsætning i resten af Europa

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Omsætningsvækst	8%	8%	5%	3%	3%	3%
Omsætning	1386,72	1497,66	1572,54	1619,72	1668,31	1718,36

Nordamerika og resten af verden

Potentialet i Nordamerika er i samme division som Østeuropa. I dag udgør omsætningen knap 5 % af IC Companys' samlede salg. På kortsigt forventes der ikke væsentlige investeringer på markedet. Alligevel estimeres der med en stigning i omsætningen på 10 % i 2011/12 og 2012/13 i Nordamerika og resten af

verden. På længere sigt vil USA, Kina og Indien dog blive opprioriteret, hvorfor væksten i de efterfølgende år vil ligge på 8 %.

Figur 38 - Budgetterede omsætning Nordamerika og resten af verden

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Omsætningsvækst	10%	10%	8%	8%	8%	8%
Omsætning	225,50	248,05	267,89	289,33	312,47	337,47

Fastlæggelse af produktionsomkostninger

Som rentabilitetsanalysen fastslog, har IC Companys haft stor fokus på at forbedre sin bruttomargin. Bruttomarginen er forbedret ved blandt andet at outsource produktionsapparatet til lavt lønnende lande, samt en løbende fokusering på at optimere produktionen. Den historiske bruttomargin har i analyseperioden ligget på omtrent 60 %. Bruttomarginen er imidlertid faldet til knap 58 % i andet halvår af regnskabsåret 2010/11 på grund af de stigende bomuldspriser.

Til estimering af den fremtidige bruttomargin for IC Companys, bør analytiker øje for følgende faktorer:

- I. Udviklingen i USD kursen
- II. Råvarepriser (særligt bomuld)
- III. Lønudvikling i Asien og Østeuropa

Udvikling i USD kursen: USD har stor betydning for IC Companys, idet virksomheds råvareindkøb og omkostninger til outsourcing primært forhandles i dollars og dollarrelaterede valutaer. Figur 38 viser, at udviklingen i USD kursen det seneste år har været fordelagtig for IC Companys' bruttomargin. IC Companys indgår løbende valutaterminskontrakter af 1 års varighed. Det forventes derfor, at virksomheden fremadrettet vil være begunstiget af en lav USD kurs. Den langsigtede USD kursen forventes at forblive i det nuværende niveau på 5-6 kr., på grund af den nuværende situation på USD og Euroen markederne.

Figur 39 - Udvikling i \$-kursen de sidste 12 mdr.⁸²



⁸² <http://finance.yahoo.com/q/bc?s=USDDKK=X&t=1y&l=on&z=m&q=l&c=>

Råvarepriser: Prisen på bomuld forventes at blive lavere end i 2010/11. Prisen på bomuld faldt kraftigt i april måned. Idet produktionen af bomuld forventes at stige i 2011/12, vurderes det at prisen på bomuld vil falde yderligere⁸³. Af denne grund forventes prisen på bomuld at få en positiv indvirkning på estimering af den fremtidige bruttomargin.

Lønudvikling i Asien og Østeuropa: Outsourcing af produktionen, gør at lønudviklingen i Asien og Østeuropa har stor betydning for IC Companys' bruttomargin. I Kina, hvor hovedparten af IC Companys produktion er outsourcet til, har man i de seneste år oplevede voldsomme lønstigninger, på 5-10 % om året. Alene i 2010 steg lønnen med over 14 %⁸⁴. Lønudviklingen i outsourcing landene, forventes at få den mest signifikante effekt ved estimering af bruttomarginen.

Det vurderes på baggrund af ovenstående, at produktionsomkostningerne i forhold til omsætningen vil falde med 1 % point om året de kommende år, således at bruttomarginen inden for de næste 2 år, igen vil nærme sig den historiske bruttomargin på omkring 60 %. Herefter forventes det, at bruttomarginalen igen vil falde, eftersom lønstigningerne i Asien og Østeuropa vil medføre et øget pres på den langsigtede bruttomargin for IC Companys.

Figur 40 - Budgetterede bruttomargin

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Bruttomargin	59,0%	59,0%	60,0%	60,0%	59,0%	59,0%

Fastlæggelse af kapacitetsomkostninger

Ved estimering af kapacitetsomkostninger, har jeg valgt at samle kapacitetsomkostninger under tre omkostnings arter; 1. Personaleomkostninger 2. Eksterne omkostninger 3. Af- og nedskrivninger.

Personaleomkostninger: I rentabilitetsanalysen fandt jeg frem til, at personaleomkostningernes andel af omsætningen var steget fra at udgøre 24 % til 26 % af omsætningen. Selvom IC Companys har gennemført en tilpasning af medarbejder staben tilbage i 2008/09 og 2009/10, udgør personaleomkostningerne i 2010/11 stadigvæk over 26 % af omsætning. Dog forventer jeg, at IC Companys kan mindske personaleomkostningernes andel af omsætningen, igennem løbende effektiviseringer af arbejdsprocesser, som IC Companys har stor fokus på.

Figur 41 - Budgetterede personaleomkostninger

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Personaleomkostninger	-26,0%	-26,0%	-26,0%	-25,5%	-25,5%	-25,5%

Der budgetteres således med, at personaleomkostningerne fremadrettet vil falde fra udgøre 26 % af omsætningen i 2011/12, til kun at udgøre 25,5 % af omsætningen i 2014/15 og frem.

⁸³ Fashionforum.dk: "Bomuldspriserne er i frit fald"

⁸⁴ epn.dk: "Kinesiske lønninger steg voldsomt i 2010"

Eksterne omkostninger: I årsrapporten er de eksterne omkostninger (andre kapacitetsomkostninger) ikke udspecificeret. Det formodes dog, at de eksterne omkostninger primært består af faste omkostninger til blandt andet markedsføringsomkostninger, leje og vedligeholdelse af butikker, samt administrative omkostninger.

De eksterne omkostninger har i analyseperioden varieret mellem 22,50 % og 25,50 % af omsætningen. Den varierende procentsats skyldes, at kapacitetsomkostninger frem til finanskrisen var stigende. Herefter igangsatte IC Companys en større sparerunde, som blandt andet betød en reducere af de førmentalte medarbejderfyringer, samt en tilpasning af kapacitetsomkostninger, såsom lukning af urentable butikker mv. Underfinansikrisen pointerende den nuværende ledelse, at man i fremtiden ville have større fokus på at minimere omkostningerne - dette blev bekræftet i rentabilitetsanalyse.

Ved estimering af de fremtidige eksterne omkostninger forventes det, at IC Companys på grund af den øgede fokus på omkostninger, ikke vil overgå de historiske procentsatser i fremtiden. Det forventes dog heller ikke, at virksomheden, i al fremtid vil kunne fortsætte med at få de eksterne omkostninger til, kun at udgøre knap 22,50 % af omsætningen. Idet IC Companys på kortsigt, har fokus på at vækste forventes det virksomheden vil åbne flere nye butikker, samt ansætte flere medarbejdere, hvilket på kortsigt vil betyde en stigning i de eksterne omkostninger i forbindelse med implementering af disse ressourcer. Herefter forventes det, at de eksterne omkostninger vil falde en smule. I terminalperioden forventes de eksterne omkostninger igen at stige, idet det formodes, at ledelsens fokus på omkostningsminimering forsvinder en smule.

Af- og nedskrivninger: IC Companys' af- og nedskrivninger har historisk udgjort mellem 3 % og 4 % af omsætningen. Af denne grund estimeres af- og nedskrivninger til at udgøre 3,5 % af omsætningen i hele budgetperioden.

Andre gevinster og tab

Andre gevinster og tab har historisk udgjort knap 10 mio. kr. pr. år. Regnskabsposten vedrører primært fortjenester ved køb og salg af immaterielle og materielle aktiver, samt salg af aktier i tilknyttede virksomheder⁸⁵. Da regnskabsposten historisk har været relativ uvæsentligt, budgetteres posten til at forblive uændret i fremtiden, idet det forventes, at IC Companys i fremtiden fortsat vil være aktive på markedet, for salg af immaterielle og materielle aktiver

Finansielle poster

Finansielle indtægter vedrører primært realiseret gevinster på afledte finansielle instrumenter og andre finansielle indtægter, som er svære at estimere. Historisk har de finansielle indtægter udgjort knap 15 mio.

⁸⁵ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 74

kr. årligt. De finansielle indtægter estimeres i budgetperioden til at blive 14 mio. kr. Årsagen til at indtægterne i fremtiden forventes at falde, skyldes at der er taget højde for den lave rente, samt at IC Companys i 2008/09 havde ekstraordinære høje indtægter på finansielle instrumenter.

De finansielle omkostninger udgøres af renter af gæld til kreditinstitutter og andre finansielle omkostninger. De finansielle omkostninger har historisk udgjort 5,70 %, hvorfor denne rentesats forholdes i fremtiden.

Skat af årets resultat

IC Companys' hovedaktiviteter foregår især i Skandinavien, hvor virksomhedsskatteprocenten varierer mellem 25 % - 28 % ⁸⁶. Den effektive skatteprocent for IC Companys, har de sidste 5 år gennemsnitligt været 24,25 %. Særligt 2009/10 adskilte sig væsentlig fra de øvrige år, idet den effektive skatteprocent kun udgjorde 15 %. Den lave skatteprocent, skyldtes reguleringer i forbindelse med revurdering af skattemæssige underskud fra tidligere. Der budgetteres derfor med en effektiv skatteprocent på 26,5 % i budgetperioden, idet det forudsættes, at skatteprocenten for virksomheder forbliver uændret i fremtiden.

Balancen

For at estimere værdien af nettodriftsaktiverne i budgetperioden, gøres der brug af den inverse AOH for anlægs- og arbejdskapitalen.

Immaterielle aktiver: Posten udgøres af blandt andet af goodwill, software og IT systemer og lejerettigheder. Historisk har den inverse immaterielle aktivers omsætningshastighed ligget stabilt, og udgjort cirka 0,067. Af denne grund budgetteres der med en invers AOH (immaterielle aktiver) på 0,067 i hele budgetperioden. Investeringer i lejerettigheder og software & IT systemer, forventes især at blive foretaget i forbindelse med IC Companys' vækstplaner. Desuden forventer jeg ikke, at IC Companys får behov for at foretage nedskrivninger på goodwill, idet brands som Tiger of Sweden og Peak Performance ikke indikerer risici for nedskrivningsbehov, hvilket er i overensstemmelse gennemgangen af produkternes livsfase, jf. tidligere afsnit.

Materielle aktiver: Materielle aktiver udgøres primært af grunde og bygninger, indretning af lejede lokaler og inventar. Aktiverne vedrører IC Companys' hovedsæde, samt salgskontorer, lager og butikker i ind- og udland. Som tidligere nævnt, er alt produktion outsourcet, hvorfor IC Companys ikke har foretaget investeringer i tunge produktionsmaskiner og produktionshaller, som i perioder kan risikerer at være ubenyttet. Dette afspejles også i den historiske AOH (materielle aktiver), som har ligget på mellem 0,100 - 0,118. I budgetperioden forventes det, at AOH (materielle aktiver) stiger til 0,120 i 2011/12. Årsagen til

⁸⁶ Arbejdernes erhvervsråd.dk: "Hvem får glæde af lavere selskabsskat i Danmark"

stigningen er, at IC Companys vækstplaner vil medføre investeringer i nye lokaler, og indretning af lokalerne. Resultatet af disse investeringer til først kunne ses på længere sigt.

Varebeholdninger: Varebeholdningernes omsætningshastighed påvirkes i høj grad af IC Companys omsætning. Den historiske AOH (varebeholdning) har i gennemsnit ligget på 0,129. I samme periode har nøgletallet varieret mellem 0,124 og 0,135. De 0,135 vedrørte 2008/09, hvor finanskrisen fandt sted, hvilket betød nedgang i omsætningen. De 0,124 vedrører indeværende år, hvor IC Companys har oplevet kraftig vækst. AOH (varebeholdning) estimeres i hele budgetperioden til at udgøre 0,130, hvilket er et udtryk for, at der forventes en fornuftig vækst i omsætning.

Tilgodehavender fra salg: Den inverse AOH for tilgodehavender fra salg har historisk udgjort knap 0,075 pr. år. Ved finanskrisen begyndelse i 2008/09, steg AOH (tilgodehavender fra salg) til 0,077 - det højeste i analyseperioden. Årsagen var kundernes forringede betalingsevne⁸⁷. Dog varierer tallet ikke væsentligt for det gennemsnit niveau, hvorfor AOH i hele budgetperioden estimeres til at blive 0,075.

Drifts- og finansiellikviditet: Driftslikviditeten blev i reformuleringsafsnittet fastsat til at udgøre 0,5 % af omsætningen. Dette vil fortsætte i budgetperiode. Den finansielle likviditet har historisk varieret kraftigt. I de seneste år er beholdning faldet voldsomt, som til dels skyldes virksomhedens afdrag på rentebærende gæld. Forudsætninger for at estime den fremtidige likvide beholdning er svære. På denne baggrund beslutter jeg mig for, at lade de samlede likvide beholdning udgøre 62 mio. kr. 2011/12, 82 mio. kr. i 2012/13 og 102 mio. kr. i 2013/14 og fremadrettet. Således ender den samlede likviditetsbeholdning med at ligge på det historiske gennemsnit.

Andre driftsaktiver: Andre driftsaktiver indeholder de driftsaktiver, som ikke allerede er blevet gennemgået, herunder andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter. Den inverse AOH (andre driftsaktiver) har historisk varieret mellem 0,076 og 0,109. Intet tyder på at udviklingen i denne regnskabspost, i særlig grad følger udviklingen i omsætningen, hvilket også bekræftes af at posten udgøres af de førnævnte andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter, som ikke nødvendigvis følger omsætningen. I den anledning estimeres AOH (andre driftsaktiver) til at blive 0,100, hvilket er det historiske gennemsnit.

Udskudt skatteforpligtelser: Udskudt skat estimeres til at udgøre 0,012 af omsætningen, hvilket er i lighed med det historiske gennemsnit. Det forudsætter dog, at IC Companys fortsat vil få behov for at udnytte de skattemæssige forpligtelser fremadrettet.

⁸⁷ IC Companys' årsrapport 2008/09, s. 29

Leverandørgæld: Den inverse AOH for leverandørgæld har i analyseperioden ligger på ca. 0,087. I budgetperioden estimeres denne til 0,090, idet nøgletallet de sidste par år har ligget på dette niveau, og fordi at kreditaftaler med leverandørerne ikke forventes at ændre sig væsentlig. Endvidere er der intet som indikerer, at IC Companys' betalingsevne vil ændres sig på sigt.

Gæld til kreditinstitutter: IC Companys har siden 2009/10 haft fokus på at nedbringe virksomhedens netto rentebærende gæld, hvilket skal ske igennem et målrettet arbejde med at reducere virksomhedens arbejdskapital. Endvidere har IC Companys valgt at nedsætte sine kredittilsagn til 1.166 mio. kr., som led i virksomhedens forsøg på at ændre kapitalstrukturen. Som tidligere omtalt har IC Companys besluttet, at den netto rentebærende gæld fremadrettet maksimalt må udgøre 3 gange EBITDA. Denne beslutning er et værktøj, som skal hjælpe med til, at virksomheden kan over gå til den nye kapitalstruktur, og fremadrettet kan fastholde strukturen. Den langfristede gæld estimeres i budgetperioden til at forblive uændret, på 140 mio. kr. Gælden vedrører et stående lån, som blev optaget i januar 2010, og løber minimum 5 år endnu. Den kortfristede gæld vedrører træk på IC Companys' kreditfaciliteter, til at dække den daglige drift. Trækningsrettighederne blev i løbet af regnskabsårene 2009/10 og 2010/11 maksimalt udnyttet henholdsvis 53 % og 62 %. Den kortfristede gæld budgetteres med at blive 400 mio. kr. i alle årene, hvilket er en trækningsret på 34 %, som er lig trækningsretten pr. juni 2011.

Andre driftsforpligtelser: Andre driftsforpligtelser vedrører anden gæld, skyldig selskabsskat og andre driftsforpligtelser, som ikke tidligere er gennemgået. Ligesom tilfældet var med andre driftsaktiver, kan der argumenteres for at denne regnskabspost heller ikke følger udviklingen i omsætning i væsentlig grad. Den inverse AOH for andre driftsforpligtelser estimeres således ved at udgangspunkt i den historiske AOH (andre driftsforpligtelser). Den inverse AOH (andre driftsforpligtelser) fastsættes derfor til 0,090 i hele budgetperioden.

Delkonklusion på budgettering

Af figur 42 fremgår budgettet for 2011/12 - 2016/17. Af oversigten kan det læses, at jeg igennem hele budgetperioden forventer et stigende bruttoresultat, som følge af IC Companys strategi omkring at vækste på eksisterende markeder. Dette betyder dog samtidig, at nettodriftsaktiverne også vil stige, som følge af de investeringer IC Companys skal foretage, for at realisere deres vækstplaner.

Figur 42- Samlet budget for IC Companys⁸⁸

I Mio. DKK	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Bruttoresultat	2.476,95	2.650,20	2.843,85	2.954,47	3.005,71	3.110,14
Driftsover fra salg efter skat i alt	198,77	212,80	259,48	305,84	279,03	288,79
Andet driftoverskud fra salg efter skat	7,35	7,35	7,35	7,35	7,35	7,35
Netto finansielle omkostninger efter skat i alt	-12,33	-12,33	-12,33	-12,33	-12,33	-12,33
Totalindkomst for koncernen	193,79	207,82	254,50	300,85	274,05	283,81
Totalindkomst	187,09	202,12	249,80	297,15	271,35	282,11
Anlægsaktiver	785,07	839,98	886,33	920,81	952,66	985,76
Omsætningsaktiver	1.301,45	1.392,48	1.469,32	1.526,47	1.579,27	1.634,14
Driftsaktiver	2.086,52	2.232,46	2.355,66	2.447,28	2.531,93	2.619,90
Driftsforpligtelser	806,06	862,44	910,03	945,43	978,13	1.012,11
Netto driftsaktiver	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	1.607,78
Egenkapital	781,47	889,56	983,93	1.039,23	1.090,33	1.143,43
Netto finansielle forpligtelser i alt	498,99	480,46	461,70	462,62	463,47	464,36
Investerede kapital	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	1.607,78

Endvidere skal det bemærkes at totalindkomsten topper i 2014/15, hvorefter totalindkomsten forventes at stabilisere sig omkring 270 mio. kr. til 290 mio. kr.

⁸⁸ Oversigten er taget som inspiration fra "Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse" af Morten Friis Munksgaard.

Endvidere fremgår der af bilag 5 og 6 en detaljeret resultatopgørelse og balance

Værdiansættelse

Som opgaven på nuværende tidspunkt har behandlet beror forskelle i værdiansættelse af IC Companys aktien, på fundamentale forskelligheder i forventningen til aktiens fremtidige performance. Imidlertid spiller de metodemæssige valg vedrørende værdiansættelsesmodel og forudsætninger i værdiansættelsen ligeledes ind på den værdi, som aktien værdiansættes til.

I følgende afsnit vil jeg gøre rede for de øvrige forudsætninger, som har indvirkning på den endelige værdiansættelse af IC Companys aktien.

FCFF-modellen

FCFF-modellen anvender virksomhedens fremtidige pengestrømme som grundlag for værdiansættelsen. Pengestrømmene tilbagediskonteres med en diskonteringsrente, der afspejler risikoen som er forbundet med de fremtidige pengestrømme, i en given virksomhed. Således bliver værdien af virksomheden defineret ud fra værdien af de fremtidige betalinger. I det foregående afsnit omkring budgettering, blev det nævnt, at budgettet var bygget op omkring to perioder. Den første periode bestod af fem år, hvilket svarede til den periode, det forventedes at kunne forudsiges med en tilstrækkelig nøjagtighed. Pengestrømmene i denne periode (budgetperioden), er således estimeret ud fra specifikke strategier og faktorer - interne såvel som eksterne. Længden af budgetperioden kan således variere, men er typisk af en længde, der gør at den ender med konstant vækst eller med nulvækst. Den anden periode kaldes terminalperioden og fungerer som sammendrag af alle de fremtidige pengestrømme i virksomheden, efter den første budgetperiode.

FCFF-modellen kan herefter udtrykkes på følgende måde⁸⁹:
$$V_0^{NDA} = \frac{FCFF_1}{(1+r_{wacc})^1} + \frac{FCFF_2}{(1+r_{wacc})^2} + \dots$$

Udledning af WACC

For at kunne værdiansætte IC Companys aktien pr. 17. august 2011, er det nødvendigt at kunne tilbagediskontere de fremtidige cash flows. Til brug for dette er det nødvendigt at beregne den rette tilbagediskonteringsfaktor, der afspejler risikoen på driften denne dato.

Da FCFF-modellen som tidligere nævnt afspejler det fremtidige cash flow til både långiver og ejerne, skal diskonteringsrenten bære præg af dette. I den forbindelse indgår udledning af WACC'en (Weighted average cost of capital).

Til udledning af denne, skal følgende estimeres; 1) kapitalstruktur, 2) ejernes afkastkrav og 3) fremmedkapitalsomkostninger (fratrullet den effektive skattesats).

⁸⁹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 43

Fastlæggelse af kapitalstruktur

Værdien af fremmedkapitalen svarer til nutidsværdien af de kontraktuelt aftalte fremtidige betalinger til fremmedkapitalindskyderne (banker). For at finde nutidsværdien af betalingerne tilbagediskonteres de med en rente der indkalkulerer risikoen forbundet med betalingerne. Markedsværdien af fremmedkapitalen kan værdiansættes ved at estimere risikoen for misligholdelse og de forventede betalinger til långiver i tilfælde af misligholdelse. Hvorvidt denne metode bør anvendes afhænger af hvilken type gæld virksomheden har:

Ifølge IC Companys' regnskabspraksis indregnes rentebærende gæld på følgende måde:

"... måles på tidspunktet for låneoptagelse til dagsværdi fratrullet eventuelle transaktionsomkostninger. Efterfølgende måles prioritetsgæld til amortiseret kostpris"⁹⁰

Ud fra selskabets regnskabspraksis kan det udledes, at selskabets gæld optages til markedsværdi, da nominelværdi med fradrag af kurstab afspejler nutidsværdien af kontraktaftalte fremtidige betalinger til fremmedkapitalindskyderne. Det kan også udledes af regnskabspraksis, at selskabet ikke efterfølgende værdiansætter gælden til markedsværdi, da amortiseret kostpris intet har med markedsværdi af gælden at gøre.

Kapitalomkostningerne giver udtryk for, hvad kapitalindskyderne ofrer for at investere i en given virksomhed, hvorfor der skal benyttes markedsværdierne for både egenkapitalen og nettogælden⁹¹. Dette er dog problematisk, da vi endnu ikke kender markedsværdien af egenkapital. Jf. ovenstående har jeg til en vis grad kendskab til markedsværdien af fremmedkapitalen.

Endvidere er der heller ikke en garanti for, at den nuværende kapitalstruktur for IC Companys er den forventede kapitalstruktur i fremtiden. Det kan derfor være en god ide at foretage et skøn over den forventede kapitalstruktur i den nærmeste fremtid⁹², hvis der er indikationer fra selskabets side, der taler for en restrukturering af selskabets kapitalstruktur.

I henhold til de seneste udmeldinger fra ledelse i IC Companys forventes det, at selskabets netto bankgæld i de kommende år skal nedbringes til 0 kr. Samtidig er det blevet besluttet at netto rentebærende gæld maksimalt må udgøre 3 gange EBITA⁹³.

Jf. figur 43 har kapitalstrukturen, frem til 2008/09 ligget på et relativt stabilt niveau. I løbet af 2009/10 blev der afdraget omkring 300 mio. kr. på selskabets bankgæld. Samtidig med nedbringelsen af gælden, har ledelsens endvidere udmeldt, at man har til hensigt at nedbringe bankgælden yderligere. Af denne grund

⁹⁰ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 66

⁹¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 55

⁹² Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 55

⁹³ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 50

bør det forventes at andelen af egenkapitalsfinansiering, i fremtiden vil blive højere. Men samtidig har IC Companys også fokus på vækst, hvilket der kræves finansiering til at gøre, herunder ved hjælp af fremmedkapital.

Det langsigtede mål for kapitalstrukturen for IC Companys skønnes som følge heraf at ligge i niveau 70/30, idet denne kapitalstruktur udtrykker virksomhedens fokus på at nedbringe fremmedfinansiering, men samtidig også udtrykker fokus på at vækste virksomheden, igennem investeringer i nye butikker.

Figur 43 - Udregning af kapitalstrukturen for IC Companys⁹⁴

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Gældsandel	42,16%	50,23%	58,13%	51,55%	25,46%	30,77%
Egenkapitalsandel	57,84%	49,77%	41,87%	48,45%	74,54%	69,23%

Estimat på ejernes afkastkrav

Som alle andre investorer, forventer aktionærerne i IC Companys et afkast på deres investering. Et afkast der kan dække omkostningen ved at binde likviditet i selskabet over tid, samt en risikopræmie for den usikkerhed, der er forbundet med at investere i IC Companys.

Ejernes afkastkrav estimeres ved hjælp af Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dette er den mest anvendte model til estimering af egenkapitalomkostninger i forbindelse med værdiansættelser⁹⁵.

CAP-modellen kan udtrykkes på følgende måde: $k_e = r_f + \beta * (r_m - r_f) + \text{likviditetstillæg}$, hvor

k_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofrie rente

β = beta (systematisk risiko)

$r_m - r_f$ = markeds risikopræmie

Den risikofrie rente

Ejernes afkastkrav tager udgangspunkt i den risikofrie rente, som svarer til det afkast, investor ville kunne få på en investering uden risiko⁹⁶. Til estimering af den risikofrie rente vil jeg benytte mig af den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation med en nominel rente på 4 %. En dansk statsobligation vurderes at være forbundet med den laveste risiko på markedet.

Den effektive rente på en 10-årig dansk statsobligation var den 17. august 2011 opgjort til 2,510 %⁹⁷.

Denne værdi vil blive benyttet til beregning af WACC'en.

⁹⁴ Kapitalstrukturen er beregnet ved hjælp af de reformulerede balancer

⁹⁵ PWC: Prisfastsættelse på aktiemarkedet, januar 2005

⁹⁶ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 51

⁹⁷ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>

Markedsporteføljen risikopræmie

Markedsrisikopræmien udgør forskellen på det forventede fremtidige afkast på markedsporteføljen og den risikofrie rente. Med andre ord udtrykker den, det merafkast investorerne kræver for at investere i en aktie som er forbundet med en usikkerhed. Dette vurderes at gøre sig gældende for IC Companys aktien.

Idet markedsrisikopræmien afhænger af det forventede fremtidige afkast, kan den ikke måles entydigt, men må i stedet for estimeres. Det mest anvendte og pålideligste estimat, er PWC's årlige markedsundersøgelse af risikopræmien. Denne undersøgelse er gennemført ved interview af investorer, som har givet et begrundet bud på deres skøn af markedsrisikopræmien. Hvorefter det gennemsnitlige estimat af investorernes bud udgør risikopræmien⁹⁸.

I PWC's seneste publicerede undersøgelse af markedsrisikopræmien fra 2008, anvendes der en markedsrisikopræmie på 4,70 %⁹⁹.

Da ovenstående estimat er repræsentativt for investorernes bud på markedsrisikopræmien, mener jeg, at dette er det bedste estimat til beregning af ejernes afkastkrav. Og da det er de selvsamme investorer, som er med til at værdiansætte IC Companys aktiens nuværende værdi, vil brugen af dette estimat være mest retvisende for min beregning af IC Companys aktiens værdi.

Beta

Beta er et udtryk for den systematiske risiko der følger med ved en given investering. Den typiske fremgangsmåde til estimering af den systematiske risiko er gennem en regressionsanalyse på baggrund af den historiske samvariation med det generelle aktiemarked¹⁰⁰. I praksis er det dog ikke nogen simpel opgave at estimere den systematiske risiko.

Man benytter det valgte aktiemarked som alternativ til markedsporteføljen, og benytter de historiske værdier som baggrund for at beskrive den fremtidige systematiske risiko. Men de historiske data hænger nødvendigvis ikke sammen med hvad fremtiden bliver. Som følge af denne, i praksis noget usikre måde at estimere β -værdien på, er der også en naturlig usikkerhed om værdien.

Den driftsmæssige og den finansielle risiko blev i regnskabsanalysen vurderet til at være lidt over middel, hvorfor det må forventes, at β -værdien på IC Companys aktien må ligge over 1.

Hos Dansk Aktie Analyse har man beregnet den historiske β -værdi (3 år) til 1,19 (juli 2007)¹⁰¹ og 1,24 (marts 2010)¹⁰². Som følge af det stabile β -niveau (beregnet af Dansk Aktie Analyse), samt den analyserede

⁹⁸ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 51

⁹⁹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 51

¹⁰⁰ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang s. 53

¹⁰¹ www.danskaktieanalyse.dk

¹⁰² www.danskaktieanalyse.dk

driftsmæssige og finansielle risiko, vurderes det ikke, at risikoen ved investering i IC Companys aktien vil ændre sig væsentligt i de kommende år, hvorfor der anvendes en fremtidig β -værdi på 1,24 ved beregningen af WACC.

Likviditetstillæg

Den sidste faktor som har betydning for fastlæggelse af afkastkravet for ejerne, er aktiens likviditet. Des mere aktien er likvid, desto nemmere vil det være for investor at opkøbe og sælge aktiebeholdningen. Likviditeten refererer til de omkostninger og problemer, der er forbundet med at konvertere aktien til kontanter¹⁰³. Derfor tillægges aktier normalt et likviditetstillæg. Jo mere illikvid aktien er, desto højere bliver likviditetstillæg. Sagt med andre ord, vil det sige at investor er villig til at betale en merpris for en aktie med høj likviditet og derigennem en lavere likviditetsrisiko.

Ved estimering af likviditetstillægget for IC Companys, bør man huske på at virksomheden indgår i Mid Cap indekset, hvor aktiehandlen er mere begrænset kontra de mest likvide aktier i Large Cap indekset (C20). Endvidere ejes IC Companys af relativ få ejere, hvoraf tre af ejerne tilsammen ejer knap 64 % af aktiebeholdningen. Bedømt ud fra disse forhold estimeres likviditetstillægget til at udgøre 1,5¹⁰⁴.

Fremmedkapitalsomkostninger

Gældsomkostninger er den rente (r_g), som virksomheden kan låne penge til. Lånerenten er estimeret ved at opgøre tallene fra IC Companys' årsrapporter. Den rentebærende gæld er hentet i balancen, mens de årlige omkostninger (renteudgifter) er hentet i resultatopgørelsen. Da virksomhedens gæld er en varierende størrelse i løbet af året, anvendes gennemsnittet mellem ultimo og primo gæld for de respektive regnskabsperioder til estimeringen af lånerenten. Dette vil alt andet lige mindske usikkerheden i forhold til niveauet for lånerente. Ydermere skal der tages højde for, at lånerenteniveauet ikke er konstant over tid. Den gennemsnitlige lånerente beregnes således til 5,55 %.

Figur 44 - Udregning af lånerenten efter skat

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	Gns
Lånerente	6,30%	6,01%	5,83%	4,06%	5,97%	5,55%
Effektiv skatteprocent	25%	29%	28%	15%	20%	24,25%
Lånerente efter skat	4,72%	4,27%	4,20%	3,45%	4,78%	4,20%

IC Companys har meddelt at den forventede selskabsskat i fremtiden vil ligge på mellem 27 % - 29 %¹⁰⁵. Sammenholdt med den historiske gennemsnits selskabsskatteprocent på 24,25 %, estimeres den fremtidig

¹⁰³ Regnskabsanalyse for beslutningstagere s. 223

¹⁰⁴ FSR, "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 67

¹⁰⁵ IC Companys' årsrapport 2010/11, s. 50

skatteprocent til at blive 26,50 %. Ud fra de estimerede variabler, er lånerenten efter skat beregnet til 4,08 %.

Estimering af WACC

I ovenstående afsnit er de væsentlige faktorer til beregning af WACC estimeret. WACC'en kan herefter beregnes på følgende måde:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_g = 0,70 \times 9,84 \% + 0,30 \times 4,08 \% = \mathbf{8,11 \%}$$

Den beregnede værdi af IC Companys' kapitalomkostninger (WACC), vil blive brugt som diskonteringsfaktor i værdiansættelse af IC Companys aktien. Endvidere vil værdien blive brugt som et af de multiplere, som der vil blive undersøgt i følsomhedsanalysen.

Værdiansættelse af aktien

I følgende afsnit vil værdiansættelsen af IC Companys aktien blive foretaget. Værdiansættelsen opdeles i to afsnit. Det første afsnit vil behandle det frie cashflow i den 5-årig budgetperiode, mens andet afsnit vil omhandle det frie cashflow i terminalperioden. I forbindelse med gennemgangen af terminalperioden, vil jeg herunder diskutere den forventede konstante vækst i perioden.

Beregning af det frie cashflow (FCF)

Det frie cashflow for de første 5 år beregnes ved at tilbagediskontere pengestrømmene fra driften, der generes i fremtiden. Af figur 45 fremgår det, at nutidsværdien af pengestrømme fra de første 5 år udgør 450 mio. kr. Den beregnede nutidsværdi summeres med nutidsværdien af terminalperioden, som jeg kigger nærmere på i næste afsnit.

Figur 45 - Nutidsværdien af det frie cashflow for de første 5 år

	Nuværende periode		Budgetperiode				
		1	2	3	4	5	
	2010/11	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	
DO		206,12	220,15	266,83	313,19	286,38	
NDA	1.072,83	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	
FCFF		-1,51	130,59	191,23	256,96	234,44	
Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	
PV af FCFF		-1,39	111,73	151,34	188,10	158,74	
PV af FCCF til 2015/16	449,78						

Konstant vækst i terminalperioden

FCF-modellen er baseret på forudsætning om at virksomheden er going concern, altså at virksomhedens aktiviteter vil fortsætte i uendelighed. Terminalperioden udtrykker den værdiskabelse der skabes efter den 5-årige budgetperiode. I modsætning til budgetperioden, hvor virksomheden kan opnå atypiske vækstrater, forudsætter terminalperioden, at virksomheden har indtruffet "steady state" perioden. Dette

skyldes at konkurrenceintensiteten i branchen over tid vil stige, hvorved at de høje vækstrater og afkast vil aftage, og nærme sig et almindeligere niveau.

Terminalværdien kan således udtrykkes på følgende måde: $\text{Terminalperiode} = \frac{FCFF_T}{Wacc - g}$, hvor

$FCFF_T$ = Det frie cashflow i det første år efter budgetperioden

g = Den forventede vækstrate i fremtiden

For at estimere den konstante vækstrate, bør investors estimering bære præg af de forventninger der er til virksomhedens performance i terminalperioden. IC Companys befinder sig i en konkurrenceintensiv og moden branche, hvor væksten hovedsageligt skal komme ved at tage markedsandele fra konkurrenter. Samtidig er tøjbranchen i høj grad påvirket af konjunkturerne. Endvidere kan den forbedrede økonomiske velstand på de østeuropæiske og de asiatiske markeder på stor betydning i fremtiden. Den langsigtede vækst er vurderet på baggrund af den historiske udvikling i nettoomsætningen, IC Companys' produktportefølje og den de enkelte markeders økonomiske vækst.

- I. Over de seneste 8 år, er IC Companys' nettoomsætning gennemsnitlig steget med 5 %.
- II. I forbindelse med produktporteføljeanalyse, fandt jeg frem til hovedparten at virksomhedens brands, stadigvæk befandt sig i vækstfasen, hvorfor de enkelte brands potentiale endnu er uforløst.
- III. Hovedmarkedet i Europa befinder sig i en usikker økonomisksituation, hvor de offentlige statsunderskud vil påvirke væksten negativt. I fremtiden vil Europa desuden fortsat være udsat for en massiv konkurrence, primært fra Asien. Den økonomiske vækst i Europa efter budgetperioden estimeres således kun at ville udgøre knap 2 % pr. år.

På baggrund af ovenstående faktorer, estimeres den konstante vækst for IC Companys i terminalperioden at blive 3 %. Dermed udgør terminalværdien 4.595 mio. kr., hvilket tilbagediskonteret giver en nutidsværdi af terminalværdien på 3.111 mio. kr.

Figur 46 - Nutidsværdien af det frie cashflow for terminalperiodoen

	Nuværende periode				Budgetperiode				Terminalperiode	
		1	2	3	4	5	6			
								2016/17T		
DO									288,79	
NDA									1.607,78	
FCFF									234,81	
Diskonteringsfaktor										
PV af FCFF										
PV af FCCF til 2015/16										
Terminalværdi (TV)								4.594,73		
PV af TV	3.111,17									

Markedsværdien af egenkapitalen

Ved hjælp af den strategiske analyse, regnskabsanalyse, budgettering og de estimerede kapitalomkostning er værdiansættelsen af IC Companys blevet foretaget. Figur 47 viser værdiansættelsen af IC Companys pr. 17. august 2011.

Egenkapital beregnet til at have en værdi på 3.231 mio. kr., hvilket med en samlet aktiebeholdning på i alt 16.942.807 stk. svarer til en aktieværdi på 187,32 kr. pr. aktie.

Figur 47 - Værdiansættelse af IC Companys

	Nuværende periode	Budgetperiode					Terminalperiode
		1	2	3	4	5	6
	2010/11	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17T
DO		206,12	220,15	266,83	313,19	286,38	288,79
NDA	1.072,83	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	1.607,78
FCFF		-1,51	130,59	191,23	256,96	234,44	234,81
Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	
PV af FCFF		-1,39	111,73	151,34	188,10	158,74	
PV af FCFF til 2015/16	449,78						
Terminalværdi (TV)						4.594,73	
PV af TV	3.111,17						
Virksomhedsværdi	3.560,95						
Bogført værdi af NFF	330,13						
Værdi af egenkapital	3.230,82						
Værdi af minoriteter	57,09						
Værdi af EK moder	3.173,73						
Værdi per aktie	187,32						

Sammenholdt med den officielle slutkurs pr. 17. august 2011, som udgjorde 160 kr., kan det konkluderes at IC Companys aktien teoretisk set er undervurderet med 27,32 kr., eller hvad der svarer til 17,07 %.

Årsagen til undervurderingen kan skyldes flere faktorer. For eksempel kan det være, at investorernes budgetforudsætninger, er forskellig fra mine, med hensyn til udviklingen i nettoomsætning, bruttoavance WACC mv. Disse forudsætninger vil blive nærmere undersøgt, i den efterfølgende følsomhedsanalyse. En anden faktor kan være de voldsomme kursfald, som aktiemarkedet oplevede i starten af august 2011, som følge af nedvurderingen af USA's kreditværdighed og gældsproblemerne i Europa. Kursfald, som mange økonomer og professorer, i store træk mente, relaterede sig til irrationelle beslutninger fra investorernes side¹⁰⁶. IC Companys aktien faldt fra 194 kr. til 160 kr. (ca. 17,53 %), i perioden 1. august og frem til offentliggørelsen af årsrapporten for 2010/11¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Børsen.dk, Casper Rose Blogindlæg: "Aktiekrisen er ren psykologi"

¹⁰⁷ Datoen for offentliggørelsen af årsrapporten 2010/11 var 17. august 2011

Følsomhedsanalyse

Som kort omtalt i foregående afsnit, er værdiansættelsen baseret på forskellige budgetforudsætninger. Forudsætninger som i nogle tilfælde vil afvige fra investorernes forudsætninger. I dette afsnit vil jeg derfor kigge nærmere på følsomheden på nogle af de forudsætninger jeg har gjort brug af. Igennem denne analyse vil jeg kaste lys over hvilke faktorer, der især påvirker værdiansættelsen af IC Companys aktien.

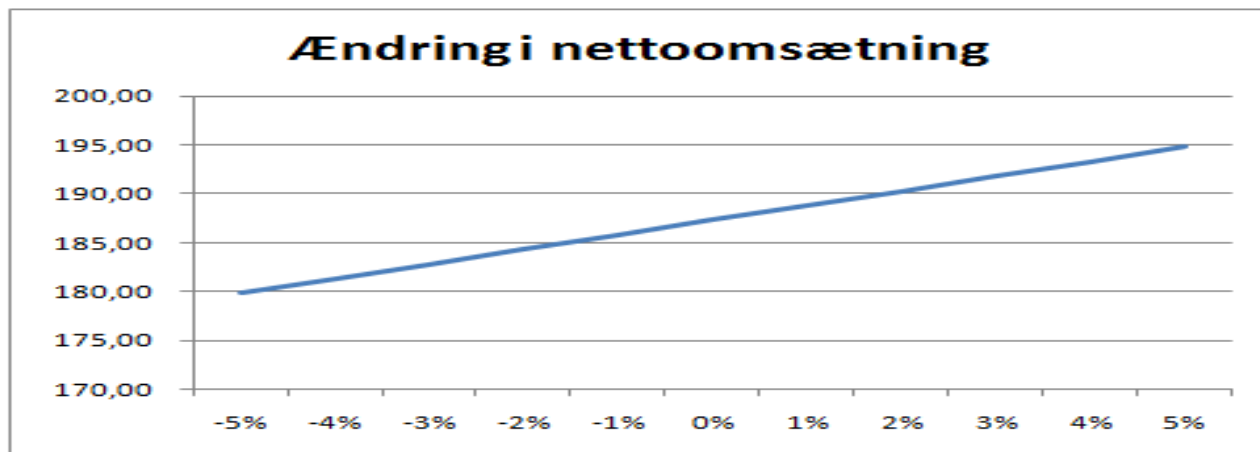
I følsomhedsanalysen vil jeg se nærmere på følgende faktorer:

- I. Vækst i nettoomsætningen
- II. Bruttoavancen
- III. Betaværdien
- IV. Konstant vækst

De ovenstående faktorer er udvalgt, idet disse er vurderes at være forbundet med de største risici.

Ændring i nettoomsætningsvækst: I budgettering har jeg forecastet med en positiv omsætningen vækst for samtlige år. I 2010/11 realiserede IC Companys' en omsætningsvækst på knap 12 %, hvilket er meget højere end mine estimer for fremtiden. I forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten for 2010/11 revurderede IC Companys deres forventninger til omsætningen for 2011/12 fra 4,2 mia. kr. - 4,4 mia. kr. til 4,1 mia. kr. - 4,3 mia. kr., som følge af usikkerheden forbundet med gældskrisen i USA og Europa. Dette indikerede således, at usikkerhedsmomentet for at estimere nettoomsætningen kan være forbundet med høj risiko.

Figur 48 - Ændring i nettoomsætning

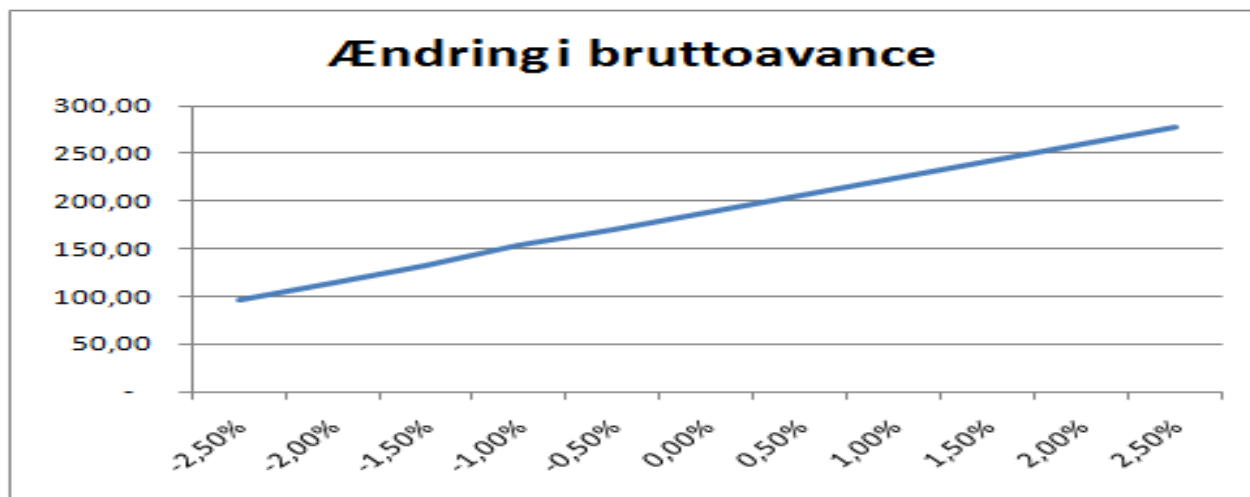


Af figur 48 fremgår følsomheden ved ændringer i omsætningsvæksten. En ændring i omsætningen på mellem -5 % til +5 % betyder en kursværdi på mellem 179,85 kr. til 194,79 kr. Som det fremgår af beløbene vil ændringen i omsætningen ikke få væsentlig indflydelse på den beregnede kursværdi. Dette stemmer overens med udviklingen i aktiekursen d. 17. august 2011, som kun faldt fra 162 kr. til 160 kr., i forbindelse med IC Companys revurdering af forventningerne til omsætningen for 2011/12.

Ændring i bruttoavance: IC Companys' har i de senere år været begunstiget med faktorer, som har betydet rekord høje bruttoavancer. I 2009/10 hvor IC Companys opnåede en bruttoavance på 60,78 %, lå aktiekursen på 203 kr. mod 160 kr. i 2010/11, hvor bruttoavancen var faldet til 59,14 %.

I forbindelse med budgetteringen estimerede jeg med en bruttoavance, som fremadrettet ville ligge på mellem 59 % - 60 %.

Figur 49 - Ændring i bruttoavance



I figur 49 er vist hvorledes den teoretiske aktiekurs vil ændre sig hvis bruttoavancen blev estimeret anderledes. Af figuren fremgår det således at aktiekursen i høj grad er følsom overfor ændring i bruttoavancen. En ændring i bruttoavance på mellem -2,5 % til +2,5 %, er medvirkende til at aktiekursen lander på mellem 96,69 kr. til 277,95 kr. En ændring på +1 %, hvilket ville resultere i en bruttoavance på mellem 60 % til 61 %, ville svare til en aktieværdi på 223,57 kr. I forhold til den officielle aktiekurs d. 10. august 2010 på 203 kr., da bruttoavancen lå på 60,74 %¹⁰⁸, er den teoretiske aktiekurs overvurderet med 20,57 kr. Dette var lig tilfældet i foregående afsnit, hvor den teoretiske aktiekurs også var overvurderet med 27,32 kr.¹⁰⁹.

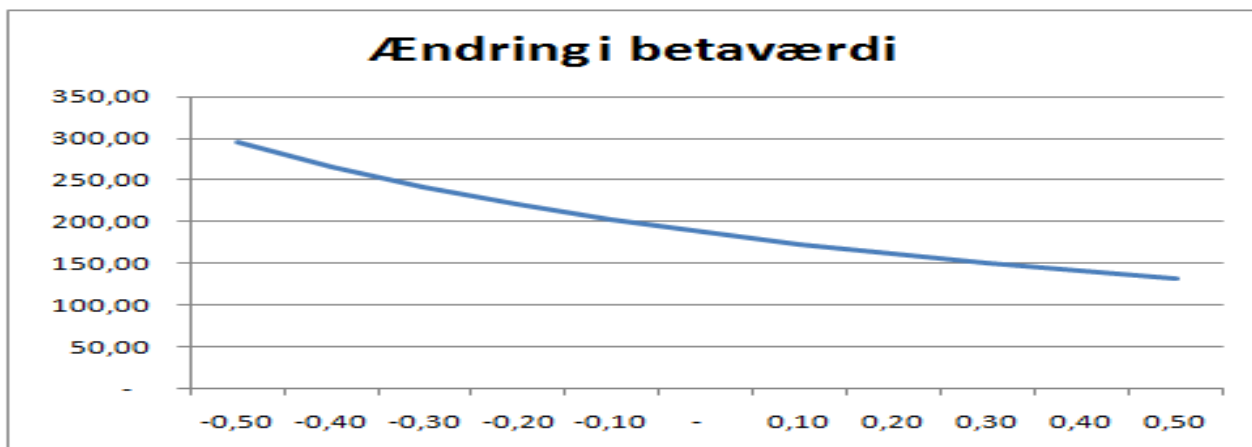
På baggrund af ovenstående kan det konkluderes, at aktiekursen i høj grad er påvirket af bruttoavancen, både når det angår den teoretiske kurs, men også når det gælder den officielle aktiekurs.

Ændring i betaværdi: I forbindelse med estimering af beta fandt jeg frem til at danskaktieanalyse.dk havde beregnet sig frem til forskellige betaværdier, hvorfor det ligger lige for, at investorernes betaværdier afviger internt fra hinandens.

¹⁰⁸ Offentliggjort i rapportering for 3. kvartal

¹⁰⁹ Teoretiskkurs - officielle kurs = 187,32 kr. - 160,00 kr. = 27,32

Figur 50 - Ændring i betaværdi

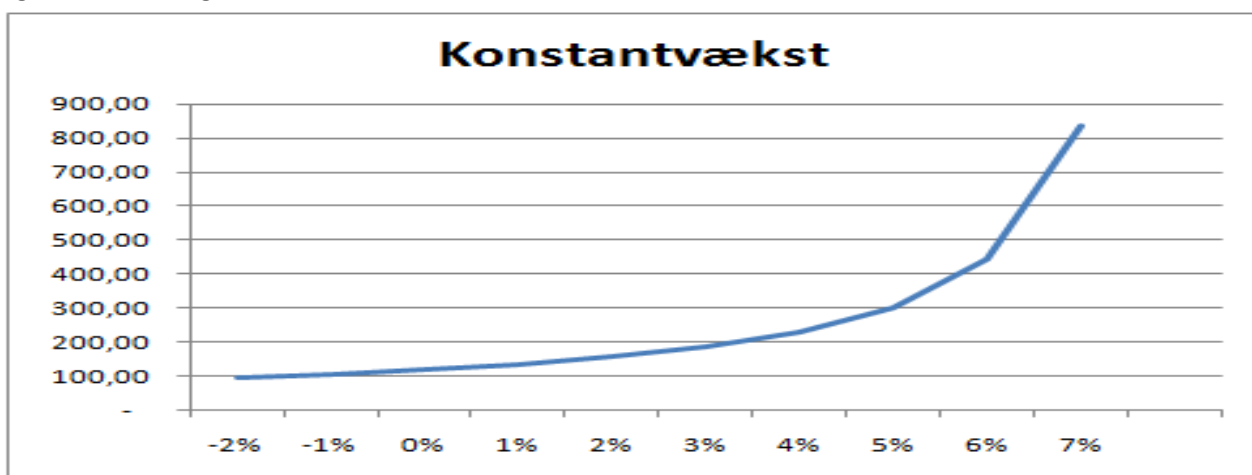


I figur 50 fremgår følsomheden ved ændring af betaværdien. I figuren er betaværdien ændret mellem -0,50 til +0,50 fra den oprindelige betaværdi på 1,24 (justeret betaværdi: 0,74 til 1,74). Som figuren viser, vil ændring af beta medføre store ændringer for IC Companys' aktiekursen. Aktiekursen ligger således på mellem 132,16 kr. og 295,63 kr. Endvidere fremgår det, at et lavere beta, er mere følsom på aktiekursen kontra et højt beta. Således vil en betaværdi på 0,74 (ændring på -0,50) betyde en kursstigning på 57,82 % mod et kurs fald på kun 29,45 % ved en betaværdi på 1,74 (ændring på +0,50).

Ændring i konstant vækst i terminalperioden: Den konstante vækst i terminalperioden blev estimeret til 3 %. Ved dette estimat betød det, at terminalværdien udgjorde knap 87 % af IC Companys' samlede værdi. Derfor har estimeringen af den konstante vækst i terminalperioden væsentlig indflydelse på værdiansættelse af IC Companys' aktien.

Af figur 51 fremgår følsomheden ved ændring af den konstante vækst i terminalperioden. En ændring på mellem -1 % -point og +1 % -point (konstantvækst på 2 % og 4 %), vil være ensbetydende med en aktiekurs på mellem 157,75 kr. og 231,28 kr.

Figur 51 - Ændring i konstant vækst



Som det fremgår af figuren vil små ændringer, få væsentlig betydning på aktiekursen. Endvidere er terminalperioden forbundet med væsentlig usikkerhed, hvorfor selv små ændringer i interne og eksterne forhold, hurtigt kan få stor betydning for terminalperioden og den beregnede aktieværdi.

Delkonklusion på værdiansættelse

Værdiansættelsen af IC Companys aktien er foretaget pr. 17. august 2011. I ovenstående afsnit blev aktiekursen prissat til 187,32 kr. Den estimerede aktiekurs er således overvurderet i forhold til den officielle aktiekurs, som pr. 17. august 2011 var 160 kr. En afvigelse på 27,32 kr., hvilket er svarende til 17,07 %. Grunden til overvurderingen kan skyldes, at de professionelle investorer, mener at indtjeningspotentialer hos IC Companys er mindre end hvad jeg har forudsagt. En anden grund kan være de voldsomme kursfald markedet var udsat for, op til offentliggørelsen af årsrapporten for 2010/11 for IC Companys.

Værdiansættelsen blev foretaget ved hjælp af FCFF-modellen, som anvender virksomhedens pengestrømme til at værdiansætte aktien.

Diskonteringssatsen til beregning af nutidsværdien af de fremtidige cash flow, blev fastsat til 8,11 %. Til fastsættelse af diskonteringssatsen blev det besluttet, at kapitalstrukturen for IC Companys fremadrettet ville være 70/30. Denne kapitalstruktur blev baseret på baggrund af de tiltag ledelsen havde foretaget, for at nedbringe den nettorentebærende gæld. Endvidere fandt jeg frem til at afkastkraven for ejerne lå højere end långivernes afkastkrav, hvilket med den nuværende kapitalstruktur, indebærer at WACC'en bliver højere. Til slut kan det konkluderes at mange af elementerne, ved fastsættelse af WACC'en er forbundet med historiske data, såsom kapitalstruktur, beta, markedsrisikopræmien mv., hvilket betyder at WACC'en er svær at fastsætte eksakt.

Endvidere kan det konkluderes at værdien af terminalperioden udgør knap 87 % af IC Companys samlede værdi. Da terminalperioden er forbundet med store risici, vil værdiansættelsen af aktien afvige voldsomt, ved bare de mindste fejl/korrektioner i estimeringen af terminalperioden. I terminalperioden fastsatte jeg den konstante vækst til at udgøre 3 %. Denne vækst blev fastsat, efter at sammenholde udviklingen i IC Companys nettoomsætning, produktporteføljen og de makroøkonomiske forhold, på virksomhedens primære marked i Europa.

Af følsomhedsanalysen fremgik det, at aktiekursen især er følsom over for ændringer i betaværdien og konstant vækst i terminalperioden. Samtidig viste følsomhedsanalysen, at ændringer i nettoomsætningen, ikke havde væsentlig indflydelse på værdiansættelsen, hvorimod ændringer i bruttoavance havde større udslag på aktiekursen. Disse to forhold blev bekræftet, ved at undersøge hvorledes den historiske aktiekurs har udviklet sig, når der er sket reelle ændringer i bruttoavancen og nettoomsætning for IC

Company's. Undersøgelsen viste, at udviklingen i den officielle aktie i høj grad udviklede sig på samme måde som i følsomhedsanalysen.

Samlet konklusion på analyse og værdiansættelse

Hovedspørgsmålet i afhandlingen var at besvare hvad aktiekursen for IC Companys burde handles til d. 17. august 2011. Her fandt jeg frem til, at aktiekursen bør handles til 187,32 kr., hvilket er overvurderet sammenholdt med den officielle aktiekurs d. 17. august 2011 på 160 kr.

For at kunne besvare ovenstående spørgsmål, har det været nødvendig løbende at besvare en masse del spørgsmål, der relaterer sig til forhold som har påvirkning på den endelige prisfastsættelse af IC Companys aktien. Disse spørgsmål har berørt IC Companys' strategiske situation på markedet - hvor virksomheden eksterne og interne forhold blev belyst. Desuden er IC Companys' historiske performance blevet gennemgået. Dette blev foretaget ved at udarbejde en regnskabsanalyse. Ved hjælp af regnskabsanalysen har det været muligt at undersøge hvorledes driftsaktiviteten i IC Companys' har udviklet sig over de sidste 5 år.

Strategisk analyse: I den strategiske analyse gennemgik jeg de interne og eksterne forhold, som er væsentlige for IC Companys. I den interne analyse blev der kastet lys over de interne forhold og kompetencer, som er medvirkede til at IC Companys kan opnå konkurrencefordele i forhold til konkurrenterne.

Af analysen fremgik det, at IC Companys kernekompetence er virksomhedens multibrandstrategi. Virksomheden er bygget op omkring 11 selvstændige brands, som hver især har ansvaret for at designe og opbygge brandequity. Strategiens hovedformål, er at skabe diversificering mellem de enkelte brands, men hvad endnu vigtigere er, at det enkelte brand skaber merværdi til den samlede brandportefølje. For at optimere det enkelte brands indtjeningspotentiale, understøttes de selvstændige organisationer af en fællesplatform, hvori funktioner såsom sourcing, logistik og HR indgår. Den fællesplatforms hovedformål er at samle en masse fællesfunktioner, som med fordel kan styres fra centralholdt, hvormed det enkelte brand, alene skal stå for at udvikle brandet.

I PEST-analyse fandt jeg frem til at IC Companys' i høj grad er påvirket af konjunkturerne på markedet. 75 % af IC Companys' nettoomsætning ligger i Nord- og Centraleuropa. Da finanskrisen indtraf i 2008, bidrog dette til faldene omsætning, i de efterfølgende år. På kortsigt vurderes det ikke, at den nuværende økonomiske situation vil få lige så stor indvirkning på IC Companys' omsætning, som krisen i 2008. De stigende gældsproblemer i Sydeuropa, betyder således, at væksten på det europæiske marked, kun vil bremse en smule op.

Endvidere blev det belyst at særligt lønstigninger i Asien, samt stigende råvarepriser vil kunne få negativ indvirkning på IC Companys' fremtidige driftsoverskud.

De interne forhold i tøjbranchen viste, at IC Companys' forhandlingsstyrke overfor deres leverandører er stor - imens købernes forhandlingsstyrke er middel. Disse styrkeforhold forventes at forblive uændret i de kommende år. Endvidere er adgangsbarrierer i branchen lave, da produktionen sagtens kan outsource til Østeuropa og Asien. Til gengæld vil det tage tid for nye aktører, at markedsføre og opbygge brandværdi, som kan konkurrere, i de prissegmenter, hvor IC Companys' brands befinder sig i.

Afslutningsvis viste brancheforholdene, at IC Companys' primære markeder i Nord- og Centraleuropa, er udsat for en høj konkurrenceintensitet. Væksten skal således i fremtiden hentes på markeder som Asien og Østeuropa.

Til sidst gennemgik jeg IC Companys' produktportefølje. Virksomhedens 11 brands befinder sig alle i middel- og højprissegmentet. Mange af virksomhedens brands befinder sig enten i introduktion eller vækstfasen, hvorfor potentialet for meromsætningen er til stede. Til gengæld lader det til, at to af virksomhedens originale brands, er i afviklingsfasen, hvorfor IC Companys risikerer at miste noget af deres identitet, hvis ikke de yngre brands erstatter de originale brands position, i kundernes bevidsthed.

Regnskabsanalyse: Regnskabsanalysen blev foretaget igennem en dekomponering af ROE i perioden 2006/07 til 2010/11. Samlet set har IC Companys haft en relativ stabil rentabilitet i analyseperioden. ROE har således udgjort mellem 36 % og 42 %. Som en konsekvens af finanskrisen i 2008, iværksatte ledelsen en større omstrukturering af virksomheden. Samtidig betød finanskrisen, at ledelsen fremadrettet, vil have større fokus på løbende effektivisering af virksomheden, og reducere den samlede omkostningsbase. Disse tiltag har været med til, at ROIC er steget fra 19 % i 2007/08 til 27 % i 2010/11.

I mellemtiden har ledelsen også haft fokus på at reducere andelen af fremmedfinansiering. Dette har medført at FGEAR er faldet fra 1,31 i 2008/09 til 0,40 2010/11. IC Companys har historisk haft stor gavn af fremmedfinansiering, idet virksomheden har været begunstiget med et højt spread, hvilket ofte har fordoblet værdien af ROE. I takt med den faldende FGEAR, er ROE i samme periode også faldet en smule, også selvom ROIC er steget simultan.

Endelig blev den samlede risiko for IC Companys' vurderet til at ligge på middel. Dette er vurderet på baggrund af virksomhedens drifts- og likviditetsmæssige risici, sammenlagt med ledelsens evner til at håndtere, de udfordringer disse risici fremavler.

Budgettering: Budgettering er udarbejdet på baggrund af observationerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse. Budgettering er foretaget for perioden 2111/12 til 2016/17. Der er budgetteret med en stigende vækst i omsætningen, som følge af de investeringer, virksomheden forventes at foretage sig. Bruttoavancen forventes at falde, hvilket vil medføre et pres på overskudsgraden fremadrettet.

Værdiansættelse: På baggrund af budgetforudsætningerne, fandt jeg frem til de fremtidige cash flow. Ved hjælp af FCFF-modellen og en diskonteringssats på 8,11 %, beregnede jeg nutidsværdien af de fremtidige cash flow. Beregningen viste at IC Companys aktien pr. 17. august 2011 teoretisk set burde være prisfastsat til 187,32 kr., hvilket i forhold til den officielle kurs d. 17. august 2011 på 160 kr., er overvurderet med 17,07 %.

Værdiansættelsen af IC Companys var bygget på en række subjektive antagelser og skøn, hvorfor jeg afslutningsvis udarbejdede en følsomhedsanalyse. Følsomhedsanalysen viste at aktien i mindre grad påvirkes af udviklingen i nettoomsætningen. Bruttoavancen er derimod en vigtig indikator for prisfastsættelsen af aktien. Endvidere udgjorde terminalperioden knap 87 % af IC Companys' samlede værdi. Der skal således ikke korrigeres væsentligt i estimerterne for terminalperioden, før aktiekursen ændres kraftigt.

Perspektivering

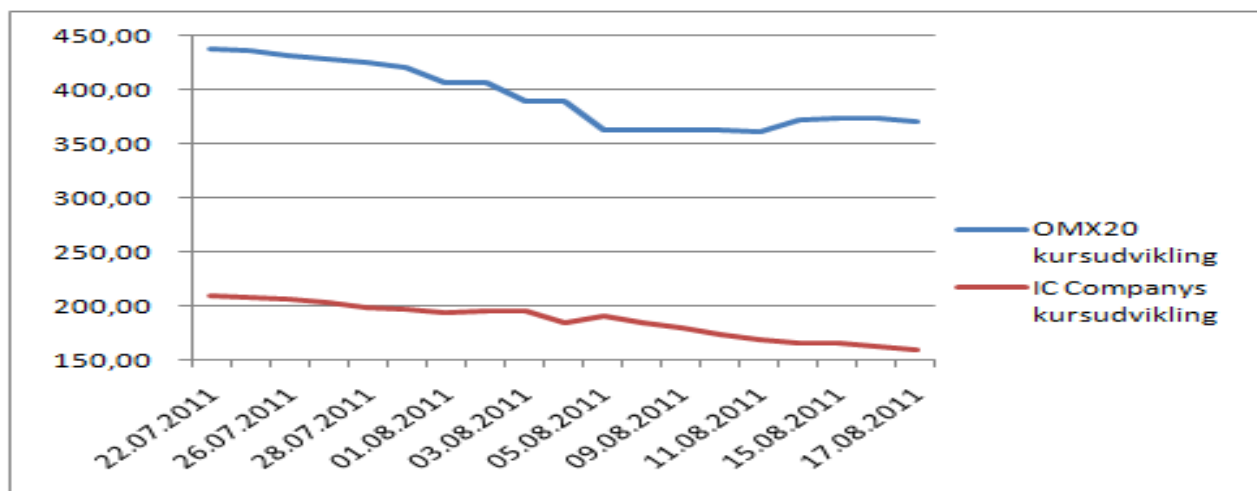
"... selvom man er overbevidst om, at en aktie skal koste 100 kr. så vælger man at sælge alligevel, når aktien falder betydeligt under de 100 kr."¹¹⁰

Ovenstående citat er taget fra Casper Rose's blogindlæg i Børsen, d. 9. august 2011. Blogindlægget blev publiceret som en konsekvens af de massive kursfald børserne verden over siden slutningen af juli 2011 havde været eksponeret for.

Kursfaldene var en reaktion på de langstrakte forhandlinger i den Amerikanske kongres, omkring en forhøjelse af USA's gældsloft, som medførte en nedgradering af USA's kreditværdighed. Samtidig blev krise på børserne forstærket af de verserende gældsproblemer i Sydeuropa, særligt i Grækenland, Spanien og Italien.

Af figur 52 fremgår det at de 20 mest handlede aktier i Danmark faldt med mere end 15 % fra d. 22. juli til 17. august. Et kursfald som havde været på sin plads, hvis altså USA og Europa virkelig var på fallittens rand. For umiddelbart er der ikke udsigt til, at forbrugernes købekraft vil falde væsentlig på kortsigt.

Figur 52 - Kursudviklingen i OMX og IC Companys aktien i perioden 22.07.11 til 17.08.11



Flere virksomheder har sommeren over offentliggjort halv- og helårsregnskaber, hvori bundlinjen hvis tegn på forbedring, og hvor virksomheden forventningerne til fremtiden er mere positiv, end længe set. Det samme var tilfældet for IC Companys, som i indeværende år præsterede det bedste resultat i virksomhedens historie, og hvor forventninger til fremtiden er positive ud. Alligevel straffede investorer aktien, på lige fod med de øvrige aktier.

Spørgsmålet er dermed: Hvad skyldes disse kursfald? For hvis ikke det har noget at gøre med de grundliggende økonomiske faktorer, som danner grundlag på de fremtidige cash flow, og dermed

¹¹⁰ Børsen.dk, Casper Rose Blogindlæg: "Aktiekrise er ren psykologi"

værdiansættelsen af aktierne, så må der være nogle andre faktorer, som også har påvirkning på aktiekurserne på markedet.

Som det førmtalte citat viser, så spiller psykologi i høj grad ind i på aktieudsving på kortsigt. For hvis de økonomiske estimater, viser at aktiens værdi bør være 100 kr., jamen så er aktien 100 kr. i investors øjne. Dette ville være gældende i en rationelverden, hvor vi alle tog rationelle beslutninger. Desværre er verden ikke skruet sådan sammen.

Kombinationen af menneskets psykologiske mekanismer og presset fra omverden gør, at investorer til sidst sælger ud, selvom de tidligere var overbevist om, at aktien var mere værd end hvad man solgte ud til. Det er disse mekanismer daytraderer og swingtraderer forsøger at handle på. Hvorfor denne type trader på kortsigt kan opnå store afkast, hvis de er i stand til at forudsige hvornår aktiekurserne igen vil stige.

Disse irrationelle (men helt forståelige) beslutninger, er forhold, som denne afhandling ikke har inddraget. Afhandlingen er grundlæggende opbygget igennem at analysere de makroøkonomiske forhold, som har betydning for IC Companys, og hvorledes virksomheden på langsiget vil performe.

Status er nu, at det forhåbentligt bare er et spørgsmål om tid før investorerne igen, vil købe op i de undervurderede aktier. Således at aktierne atter, bliver prisfastsat og handlet til nutidsværdien af de fremtidige cash flows, og ikke af frygt!

Litteraturliste

Lærebøger

- I. Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praksis tilgang, 3. udgave af Ole Sørensen
- II. Regnskabsanalyse for beslutningstagere, 1. udgave af Christian V. Petersen og Thomas Plenborg

Årsrapporter

- I. IC Companys Fusionsprospekt April 2001
- II. IC Companys årsrapport 2005/06
- III. IC Companys årsrapport 2006/07
- IV. IC Companys årsrapport 2007/08
- V. IC Companys årsrapport 2008/09
- VI. IC Companys årsrapport 2009/10
- VII. IC Companys årsrapport 2010/11

Hjemmesider

- I. <http://www.iccompanys.com/history.cfm>
- II. http://www.iccompanys.com/da-DK/Header/Omos/Vores_strategi/Vores+strategi.htm
- III. <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2007/10/09/075950.htm>
- IV. <http://www.nasdaqomxnordic.com>
- V. <http://finance.yahoo.com>
- VI. <http://nationalbanken.dk>
- VII. www.danskaktieanalyse.dk

Artikler/notater

- I. Politikken d. 28. oktober 2003: "Bestyrelsen væltet i IC Companys"
- II. Politikken d. 9. november 2004: "Fornyset uro i IC Companys"
- III. Business.dk:d. 31. marts 2008 "Ny koncernchef i IC Companys"
- IV. Nordea: "Økonomisk Perspektiv, Maj 2011"
- V. Dansk mode & Textil d. 10. maj 2011: "Bomuldsprisen faldt 29 % i april"
- VI. Børsen d. 3. marts 2011: "Bomuldspriser eksploderer efter USA melder udsolgt"
- VII. Børsen 22. oktober 2010: "Høje bomuldspriser truer tøjfirmaer på livet"
- VIII. Privat og Privatøkonomi d. 11. maj 2011: "IC Companys/CEO: Ikke fokus på nye brands"
- IX. epn.dk d. 11. maj 2011: "IC Companys' vækst skal komme fra Nordeuropa"
- X. Fashionforum.dk d. 10. maj 2011: "Bomuldspriserne er i frit fald"
- XI. epn.dk d. 3. maj 2011: "Kinesiske lønninger steg voldsomt i 2010"
- XII. PWC notat: Prisfastsættelse på aktiemarkedet, januar 2005

Bilagsliste

Bilag 1 - Reformulering af egenkapitalopgørelsen

I Mio. DKK	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Egenkapital primo	538,50	569,80	543,80	439,20	473,30	691,30
Transaktioner med ejerne						
Betalt udbytte	-	(67,70)	(73,90)	(69,90)	(5,70)	(73,00)
Køb af egne aktier	(174,10)	(225,50)	(237,80)	(13,10)	(10,60)	(13,00)
Salg af egne aktier	-	-	-	-	-	-
Aktiebaseret vederlæggelse	(4,60)	(6,00)	(6,20)	(3,50)	(5,30)	(7,70)
Udnyttelse af aktieoptioner/warrants	19,30	24,20	26,40	-	-	3,00
Transaktioner med ejerne i alt	(159,40)	(275,00)	(291,50)	(86,50)	(21,60)	(90,70)
Totalindkomst						
Årets resultat rapporteret	222,90	235,00	218,70	101,50	229,70	242,60
Regulering af hensatte forpligtelser	(3,60)	(1,50)	-	10,90	(8,70)	(2,20)
Værdi- og valutakursregulering, tilknyttede udenlandske virksomheder	(7,60)	(2,10)	(13,20)	(58,40)	54,30	(3,50)
Gevinst/tab på værdiregulering af finansielle instrumenter	(25,40)	(6,40)	(32,30)	25,50	0,40	(66,20)
Overført til resultatopgørelse vedr. sikring af fremtidige pengestrømme	(25,20)	25,40	6,40	32,30	(25,50)	(0,40)
Skat af egenkapitalbevægelser	25,00	(7,40)	1,10	5,30	(15,90)	9,80
Totalindkomst i alt	186,10	243,00	180,70	117,10	234,30	180,10
Aktiebaseret vederlæggelse	4,60	6,00	6,20	3,50	5,30	7,70
Samlet ultimosaldo	569,80	543,80	439,20	473,30	691,30	788,40
Minoritetsinteresser	1,50	7,10	8,50	13,50	13,90	4,10
Moderselskabets andel af egenkapitalen	568,30	536,70	430,70	459,80	677,40	784,30

Bilag 2 - Reformulering af balancen

I Mio. DKK	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Driftsaktiver						
Goodwill	176,60	201,00	198,20	178,80	194,30	199,40
Software og IT systemer	22,40	24,00	30,50	21,50	21,40	28,60
Varemærkerettigheder	0,20	0,20	0,20	0,10	0,10	0,10
Lejerettigheder	22,30	20,60	22,50	19,80	19,60	20,50
IT systemer under udvikling	-	-	1,00	-	13,60	13,80
Grunde og bygninger	159,70	177,60	174,60	167,30	161,50	155,00
Indretning af lejede lokaler	87,10	100,20	108,00	124,50	132,50	118,00
Driftsmateriel og inventar	83,70	122,80	129,80	119,60	106,90	96,60
Materielle anlægsaktiver under udførelse	31,20	8,20	11,50	7,70	7,50	5,90
Aktier	0,20	0,60	0,60	0,50	0,70	0,70
Deposita m.v.	21,60	20,80	23,90	25,50	29,60	32,70
Udskudte skatteaktiver	182,50	137,10	123,90	129,00	99,90	99,00
Varebeholdninger	391,10	466,40	532,40	439,60	428,70	556,50
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	207,70	266,60	296,70	257,60	262,10	358,00
Tilgodehavende skat	9,70	3,10	1,60	48,30	30,20	35,20
Andre tilgodehavender	76,30	54,30	35,00	61,20	55,80	(33,50)
Periodeafgrænsningsposter	93,10	97,90	108,80	92,10	104,70	106,80
Driftslikviditet	15,11	16,77	18,69	18,00	17,48	19,63
Driftsaktiver i alt	1.580,51	1.718,17	1.817,89	1.711,10	1.686,58	1.812,93
Driftsforpligtelser						
Udskudte skatteforpligtelser	19,90	29,00	44,90	39,30	47,50	56,30
Pensionsforpligtelser	8,30	5,10	5,70	4,60	6,90	5,80
Andre hensatte forpligtelser	1,50	-	-	10,90	2,20	0,00
Leverandør af vare og tjenesteydelser	287,40	296,80	313,80	291,70	354,80	348,90
Selskabsskat	47,50	38,90	45,40	63,70	12,30	10,20
Anden gæld	214,00	210,00	277,20	250,10	260,50	318,90
Driftsforpligtelser i alt	578,60	579,80	687,00	660,30	684,20	740,10
Netto driftsaktiver	1.001,91	1.138,37	1.130,89	1.050,80	1.002,38	1.072,83
Egenkapital						
Selskabskapital	188,50	183,90	179,20	169,40	169,40	169,40
Reserve for valutakurssikring	(8,60)	(4,70)	(22,10)	21,20	2,40	-47,70
Reserve for afledte finansielle instrumenter	(17,20)	(10,70)	(23,90)	(62,50)	(30,40)	-40,60
Overført resultat	349,10	327,90	340,30	381,00	605,80	661,60
Foreslået udbytte	67,70	70,20	-	-	-	-
Egenkapital i alt	579,50	566,60	473,50	509,10	747,20	742,70
Netto finansielle forpligtelser						
Lån til kunder	-	(3,00)	(1,10)	(9,40)	(5,70)	(0,40)
Likvide beholdninger	(84,49)	(128,13)	(113,31)	(64,20)	(54,42)	(34,17)
Gæld til kreditinstitutter langfristet	117,50	168,00	168,00	168,00	140,00	140,00
Gæld til kreditinstitutter kortfristet	333,00	534,50	603,00	447,30	175,30	224,70
Kapitaliseret leasingforpligtelse	51,00	-	-	-	-	-
Periodiserede renter	5,40	0,40	0,80	-	-	-
Netto finansielle forpligtelser i alt	422,41	571,77	657,39	541,70	255,18	330,13
Investerede kapital	1.001,91	1.138,37	1.130,89	1.050,80	1.002,38	1.072,83

Bilag 3 - Reformulering af resultatopgørelsen

I Mio. DKK	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/2011
Driftoverskud fra salg før skat						
Nettoomsætning	3.022,00	3.353,80	3.737,20	3.600,60	3.495,30	3.925,40
Vareforbrug	(1.254,50)	(1.370,90)	(1.478,40)	(1.464,70)	(1.370,90)	(1.603,80)
Bruttoresultat	1.767,50	1.982,90	2.258,80	2.135,90	2.124,40	2.321,60
Personaleomkostninger	(711,10)	(807,20)	(931,20)	(928,10)	(927,00)	(1.016,40)
Af- og nedskrivninger	(81,20)	(96,30)	(112,80)	(146,70)	(129,60)	(125,00)
Andre eksterne omkostninger	(683,70)	(755,50)	(871,00)	(909,50)	(785,20)	(867,40)
Driftsover fra salg før skat i alt	291,50	323,90	343,80	151,60	282,60	312,80
Skat herpå						
Rapporteret skatteomkostning	(78,50)	(79,80)	(93,40)	(42,10)	(41,60)	(61,60)
Skattefordel på finansielle poster	(5,06)	(5,14)	(8,24)	(2,36)	(1,40)	(3,42)
Skatte effekt på andet driftsoverskud	(2,25)	4,37	(7,34)	24,49	2,09	7,69
Skat herpå i alt	(85,81)	(80,57)	(108,98)	(19,97)	(40,91)	(57,33)
Driftsover fra salg efter skat i alt	205,69	243,33	234,82	131,63	241,69	255,47
Andet driftoverskud fra salg før skat						
Andre genvinster og tab	11,00	16,20	5,50	10,50	-	8,50
Særlige poster	(19,50)	0,30	(33,20)	81,90	7,90	20,50
Andet driftoverskud fra salg før skat i alt	(8,50)	16,50	(27,70)	92,40	7,90	29,00
Skatteeffekt	2,25	(4,37)	7,34	(24,49)	(2,09)	(7,69)
Andet driftoverskud fra salg efter skat	(6,25)	12,13	(20,36)	67,91	5,81	21,32
Samlet driftsoverskud	199,44	255,46	214,46	199,54	247,50	276,78
Netto finansielle omkostninger før skat						
Finansielle indtægter	7,50	16,90	13,20	31,50	13,60	7,40
Finansielle omkostninger	(26,60)	(36,30)	(44,30)	(40,40)	(18,90)	(20,30)
Netto finansielle omkostninger før skat i alt	(19,10)	(19,40)	(31,10)	(8,90)	(5,30)	(12,90)
Skatteeffekt	5,06	5,14	8,24	2,36	1,40	3,42
Netto finansielle omkostninger efter skat i alt	(14,04)	(14,26)	(22,86)	(6,54)	(3,90)	(9,48)
Totalindkomst for koncernen	185,40	241,20	191,60	193,00	243,60	267,30
Minoritetsinteresser	(1,50)	(5,60)	(5,30)	(7,70)	(6,10)	(3,70)
Totalindkomst	183,90	235,60	186,30	185,30	237,50	263,60

Bilag 4 - Oversigt over rentabilitetsanalyse

I Mio. DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Niveau 1					
ROE	42,31%	38,52%	41,62%	41,77%	36,07%
ROIC	23,87%	18,90%	18,29%	24,11%	26,68%
FGEAR	0,89	1,25	1,31	0,68	0,40
r	3,90%	5,06%	1,48%	1,33%	4,41%
SPREAD	19,97%	13,84%	16,81%	22,78%	22,27%
MIA	0,98	0,99	0,98	1,00	1,00
Niveau 2					
OG	7,62%	5,74%	5,54%	7,08%	7,05%
AOH	3,13	3,29	3,30	3,40	3,78
ROIC	23,87%	18,90%	18,29%	24,11%	26,68%
Niveau 3					
<i>OG-driverne (%)</i>					
Bruttoavanceprocent	59,12%	60,44%	59,32%	60,78%	59,14%
Personaleomkostninger	-24,07%	-24,92%	-25,78%	-26,52%	-25,89%
Af- og nedskrivninger	-2,87%	-3,02%	-4,07%	-3,71%	-3,18%
Andre eksterne omkostninger	-22,53%	-23,31%	-25,26%	-22,46%	-22,10%
OGsalg før skat	9,66%	9,20%	4,21%	8,09%	7,97%
Skat	-2,40%	-2,92%	-0,55%	-1,17%	-1,46%
OGsalg	7,26%	6,28%	3,66%	6,91%	6,51%
Andre poster efter skat	0,36%	-0,54%	1,89%	0,17%	0,54%
OG	7,62%	5,74%	5,54%	7,08%	7,05%
<i>1/AOH-driverne</i>					
Immaterielle aktiver	0,070	0,067	0,066	0,067	0,065
Materielle aktiver	0,115	0,111	0,117	0,118	0,100
Varebeholdninger	0,128	0,134	0,135	0,124	0,125
Tilgodehavende fra salg	0,071	0,075	0,077	0,074	0,079
Andre driftsaktiver	0,109	0,086	0,095	0,102	0,076
	0,492	0,473	0,490	0,486	0,446
Udskudt skat	(0,007)	(0,010)	(0,012)	(0,012)	(0,013)
Leverandørgæld	(0,087)	(0,082)	(0,084)	(0,092)	(0,090)
Andre driftsforpligtelser	(0,078)	(0,078)	(0,091)	(0,087)	(0,079)
1/AOH-driverne	0,319	0,304	0,303	0,294	0,264

Bilag 5 - Budget resultatopgørelse

I Mio. DKK	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Driftoverskud fra salg før skat						
Nettoomsætning	4.198,22	4.491,87	4.739,75	4.924,11	5.094,43	5.271,42
Vareforbrug	(1.721,27)	(1.841,67)	(1.895,90)	(1.969,64)	(2.088,72)	(2.161,28)
Bruttoresultat	2.476,95	2.650,20	2.843,85	2.954,47	3.005,71	3.110,14
Personaleomkostninger	(1.091,54)	(1.167,89)	(1.232,34)	(1.255,65)	(1.299,08)	(1.344,21)
Af- og nedskrivninger	(146,94)	(157,22)	(165,89)	(172,34)	(178,31)	(184,50)
Andre eksterne omkostninger	(965,59)	(1.033,13)	(1.090,14)	(1.107,92)	(1.146,25)	(1.186,07)
Driftsover fra salg før skat i alt	272,88	291,97	355,48	418,55	382,08	395,36
Skat herpå						
Rapporteret skatteomkostning	(72,31)	(77,37)	(94,20)	(110,92)	(101,25)	(104,77)
Skattefordel på finansielle poster	(4,45)	(4,45)	(4,45)	(4,45)	(4,45)	(4,45)
Skatte effekt på andet driftsoverskud	2,65	2,65	2,65	2,65	2,65	2,65
Skat herpå i alt	(74,11)	(79,17)	(96,00)	(112,71)	(103,05)	(106,57)
Driftsover fra salg efter skat i alt	198,77	212,80	259,48	305,84	279,03	288,79
Andet driftoverskud fra salg før skat						
Andre genvinster og tab	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Særlige poster	-	-	-	-	-	-
Andet driftoverskud fra salg før skat i alt	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00	10,00
Skatteeffekt	(2,65)	(2,65)	(2,65)	(2,65)	(2,65)	(2,65)
Andet driftoverskud fra salg efter skat	7,35	7,35	7,35	7,35	7,35	7,35
Samlet driftsoverskud	206,12	220,15	266,83	313,19	286,38	296,14
Netto finansielle omkostninger før skat						
Finansielle indtægter	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00	14,00
Finansielle omkostninger	(30,78)	(30,78)	(30,78)	(30,78)	(30,78)	(30,78)
Netto finansielle omkostninger før skat i alt	(16,78)	(16,78)	(16,78)	(16,78)	(16,78)	(16,78)
Skatteeffekt	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45
Netto finansielle omkostninger efter skat i alt	(12,33)	(12,33)	(12,33)	(12,33)	(12,33)	(12,33)
Totalindkomst for koncernen	193,79	207,82	254,50	300,85	274,05	283,81
Minoritetsinteresser	(6,70)	(5,70)	(4,70)	(3,70)	(2,70)	(1,70)
Totalindkomst	187,09	202,12	249,80	297,15	271,35	282,11

Bilag 6 - Budget balance

I Mio. DKK	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17T
Driftsaktiver						
Goodwill						
Software og IT systemer						
Varemærkerettigheder						
Lejerettigheder						
IT systemer under udvikling	281,28	300,96	317,56	329,92	341,33	353,19
Grunde og bygninger						
Indretning af lejede lokaler						
Driftsmateriel og inventar						
Materielle anlægsaktiver under udførelse	503,79	539,02	568,77	590,89	611,33	632,57
Aktier						
Deposita m.v.						
Udskudte skatteaktiver						
Varebeholdninger	545,77	583,94	616,17	640,13	662,28	685,28
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	314,87	336,89	355,48	369,31	382,08	395,36
Tilgodehavende skat						
Andre tilgodehavender						
Periodeafgrænsningsposter	419,82	449,19	473,98	492,41	509,44	527,14
Driftslikviditet	20,99	22,46	23,70	24,62	25,47	26,36
Driftsaktiver i alt	2.086,52	2.232,46	2.355,66	2.447,28	2.531,93	2.619,90
Driftsforpligtelser						
Udskudte skatteforpligtelser	50,38	53,90	56,88	59,09	61,13	63,26
Pensionsforpligtelser						
Andre hensatte forpligtelser						
Leverandør af vare og tjenesteydelser	377,84	404,27	426,58	443,17	458,50	474,43
Selskabsskat						
Anden gæld	377,84	404,27	426,58	443,17	458,50	474,43
Driftsforpligtelser i alt	806,06	862,44	910,03	945,43	978,13	1.012,11
Netto driftsaktiver	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	1.607,78
Egenkapital						
Selskabskapital						
Reserve for valutakurssikring						
Reserve for afledte finansielle instrumenter						
Overført resultat						
Foreslået udbytte						
Egenkapital i alt	781,47	889,56	983,93	1.039,23	1.090,33	1.143,43
Netto finansielle forpligtelser						
Lån til kunder						
Likvide beholdninger	(41,01)	(59,54)	(78,30)	(77,38)	(76,53)	(75,64)
Gæld til kreditinstitutter langfristet	140,00	140,00	140,00	140,00	140,00	140,00
Gæld til kreditinstitutter kortfristet	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00
Kapitaliseret leasingforpligtelse						
Periodiserede renter						
Netto finansielle forpligtelser i alt	498,99	480,46	461,70	462,62	463,47	464,36
Investerede kapital	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	1.607,78

Bilag 7 - Værdiansættelse

	Nuværende periode	Budgetperiode				Terminalperiode	
		1	2	3	4	5	6
	2010/11	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17T
DO		206,12	220,15	266,83	313,19	286,38	288,79
NDA	1.072,83	1.280,46	1.370,02	1.445,62	1.501,85	1.553,80	1.607,78
FCFF		(1,51)	130,59	191,23	256,96	234,44	234,81
Diskonteringsfaktor		1,08	1,17	1,26	1,37	1,48	
PV af FCFF		(1,39)	111,73	151,34	188,10	158,74	
PV af FCCF til 2015/16	449,78						
Terminalværdi (TV)						4.594,73	
PV af TV	3.111,17						
Virksomhedsværdi	3.560,95						
Bogført værdi af NFF	330,13						
Værdi af egenkapital	3.230,82						
Værdi af minoriteter	57,09						
Værdi af EK moder	3.173,73						
Værdi per aktie	187,32						