

Cand.merc.aud.-studiet

Institut for regnskab og revision

Kandidatafhandling

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af IC Companys A/S

Skrevet af:

Morten Friis Munksgaard

Vejleder:

Jens Oluf Elling

Censor:

Afleveret torsdag den 23. april 2009

Copenhagen Business School 2009

Executive summary

The main purpose of this thesis is to perform a valuation of the Danish fashion company IC Companys A/S as of 30 June 2008 based on a strategic financial analysis.

IC Companys is the result of a merger from 2001 between two fashion industry competitors; InWear Group A/S and Carli Gry International A/S, and is listed on the Copenhagen Stock Exchange. The combine is one of Northern Europe's largest manufacturers of fashion, and has a multi-brand portfolio consisting of five key brands and six portfolio brands. IC Companys provides international fashion clothes to quality-conscious men and women, primarily in Scandinavia and Northern Europe.

IC Companys has had difficulties in its brief lifetime due to management troubles and disappointing financial performance. IC Companys has once again had changes in the management in 2008, and are now focusing on new strategies. Based on this, it would be interesting to perform a valuation to analyse the fluctuating level of the stock.

The strategic analysis showed that IC Companys' main strength is the multi-brand strategy consisting of 11 different fashion brands, each with separate design and management teams. The brands are supported by a shared platform providing IT-systems, marketing, distribution, logistics etc.

IC Companys is at present under pressure due to the global financial crisis that has lowered the private consumption on the combine's main markets with declining sales. An analysis of the return on equity showed, that the EBIT-margin is the main underlying driver. It will be hard to increase the EBIT-margin the following years due to the economic recession, which will make it difficult to realize the financial ambition of a growth and EBIT-margin of 15 % within the next four years.

The DCF-evaluation resulted in an estimated share price of DKK 125.7. The estimated share price is based on assumptions made on basis of the strategic financial analysis. The sensitivity analysis showed that the results are highly affected by changes in the underlying assumptions. To make the evaluation less doubtful, interviews of two stock analysts were made. These interviews gave cause to some slight changes in the underlying assumptions. As a result of this, the estimated share price is between DKK 122.2 and DKK 132.2. Therefore, it is not recommendable to buy shares in IC Companys at the market price of DKK 160 as of 30 June 2008.

Indholdsfortegnelse

1.	Indledning.....	1
2.	Problemformulering.....	3
3.	Afgrænsning.....	5
4.	Model- og metodevalg	6
4.1	Opgavestruktur.....	6
4.2	Strategisk analyse	6
4.3	Regnskabsanalyse.....	7
4.4	Værdiansættelse.....	8
4.4.1	Fravalg af værdiansættelsesmodeller	9
4.5	Informationsindsamling.....	10
5.	Virksomhedspræsentation	11
5.1	Indledning	11
5.2	Historie	11
5.3	Produkter	13
5.4	Distributionskanaler	14
5.5	Markeder	15
5.6	Økonomi	16
5.7	Organisation	17
5.8	Ejerforhold	18
6.	Strategisk analyse	19
6.1	Ekstern analyse.....	19
6.1.1	Analyse af omverdenen – PEST-modellen.....	19
6.1.1.1	<i>Politik og lovgivning</i>	20
6.1.1.2	<i>Økonomi og demografi</i>	22
6.1.1.3	<i>Sociale og kulturelle forhold</i>	25
6.1.1.4	<i>Teknologi og miljø</i>	26
6.1.2	Brancheanalyse – Porters Five Forces	27
6.1.2.1	<i>Trusler fra nye konkurrenter</i>	28
6.1.2.2	<i>Kundernes forhandlingsstyrke</i>	29
6.1.2.3	<i>Konkurrence fra substituerende produkter</i>	30
6.1.2.4	<i>Leverandørernes forhandlingsstyrke</i>	30
6.1.2.5	<i>Konkurrenceintensitet i branchen</i>	31

6.2	Intern analyse	32
6.2.1	Brandporteføljeanalyse	32
6.2.2	Markedssegmentering.....	33
6.2.3	Produktlivscyklus	35
6.2.4	Værdikædeanalyse	36
6.2.4.1	<i>Multibrandstrategi</i>	37
6.2.4.2	<i>Vækststrategi</i>	38
6.2.5	Sammenfatning strategisk analyse – SWOT-modellen.....	40
7.	Regnskabsanalyse.....	42
7.1	Ændring i anvendt regnskabspraksis	42
7.2	Reformulering af analyseperiodens regnskaber	43
7.3	Rentabilitetsanalyse	44
7.3.1	Distributionskanalernes omsætningsudvikling	45
7.3.2	Egenkapitalens forrentning (ROE)	45
7.3.3	Afkastningsgraden (ROIC).....	46
7.3.3.1	<i>Overskudsgraden (OG)</i>	48
7.3.3.2	<i>Aktivernes omsætningshastighed (AOH)</i>	49
7.4	Risikoanalyse	49
7.4.1	Driftsmæssig risiko	50
7.4.2	Finansiel risiko	52
7.4.3	Selvfinansieret vækst.....	53
7.4.4	Likviditetsrisikoanalyse	54
7.5	Sammenfatning af regnskabsanalysen	55
8.	Budgettering.....	56
8.1	Fastlæggelse af budgetperiode	56
8.2	Budgettering af resultatopgørelsen for 2008/09 – 2013/14.....	57
8.3	Budgettering af balancen for 2008/09 – 2013/14.....	61
8.4	Budget for IC Companys A/S for 2008/09 – 2013/14	67
8.5	Evaluering af budget for 2008/09 – 2013/14	68
9.	Værdiansættelse.....	70
9.1	Estimering af de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).....	70
9.1.1	Estimering af kapitalstrukturen	70
9.1.2	Estimering af ejerafkastkravet.....	71
9.1.3	Estimering af investorernes afkastkrav	73

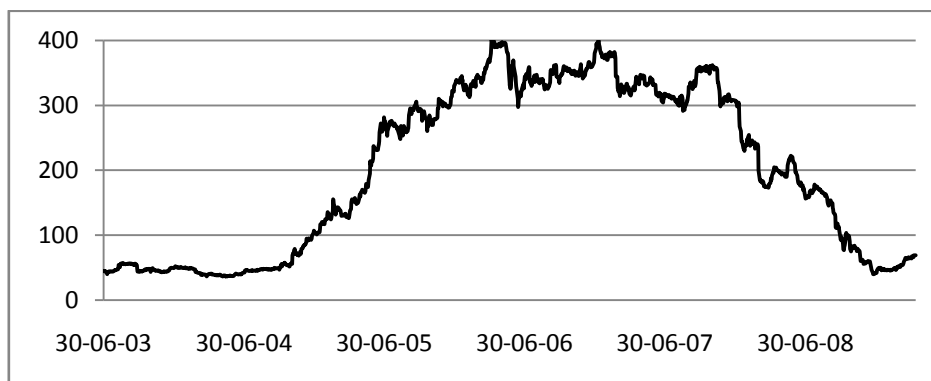
9.1.4	De gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	74
9.2	Værdiansættelse af IC Companys A/S	74
9.3	Følsomhedsanalyse af input variable i DCF-modellen.....	75
9.4	Sammenfatning af værdiansættelsen af IC Companys aktien.....	79
9.4.1	Best- og worst case scenarie for værdiansættelsen.....	80
9.5	Særlige forhold ved IC Companys aktien.....	80
10.	Konklusion	85
11.	Litteraturliste	89
12.	Bilagssamling	91
13.	Interviews med aktieanalytikere	108
13.1	Dan Wejse, Nordea Markets (telefoninterview den 31. marts 2009)	108
13.2	Mette Sveidahlm LD Invest (mailinterview den 2. – 7. april 2009)	110

1. Indledning¹

IC Companys A/S er en dansk mode- og tøjkoncern med en forholdsvis kort, men begivenhedsrig og omtumlet historie. Koncernen blev dannet den 30. april 2001 ved en fusion af de to danske tøj- og modevirksomheder InWear Group A/S og Carli Gry International A/S. Starten for den nydannede koncern forløb dog ikke uden problemer, og især på ledelsesfronten var der uro og udfordringer. Lavpunktet indtraf i 2004, hvor IC Companys for regnskabsåret 2003/04 realiserede et større underskud, og den administrerende direktør og bestyrelsesformanden blev afsat. IC Companys opnåede allerede i regnskabsåret 2004/05 et overskud, og selskabets aktiekurs steg fra kurs 50 til kurs 400 i foråret 2006.

Den positive fremgang medførte, at der blev stillet store forventninger til fremtiden. Såvel forventningerne som den høje aktiekurs holdt dog kun i en kort periode. Frem til aflæggelsen af årsrapporten for 2007/08 formåede IC Companys stort set udelukkende at præsentere skuffende resultater og nedjusteringer. Markedet har reageret negativt, hvorfor aktiekursen er faldet voldsomt. Aktien har været helt nede i kurs 40 i slutningen af 2008.

Figur 1: Kursudvikling for IC Companys aktien for juli 2004 – juni 2008



Kilde: egen tilvirkning / www.euroinvestor.dk

IC Companys har i 2008 endnu engang skiftet ud i ledelsen for at vende tilbagegangen på bundlinjen².

¹ Informationer fra www.iccompanys.dk

² RB-Børsen: "Vi kan lære af andre i Kina", 17. september 2008

På baggrund af den turbulente historie og kursudvikling for IC Companys er det interessant at undersøge, hvilket niveau for aktiekursen, der giver det mest retvisende billede af værdien og potentialet for koncernen. En strategisk regnskabsanalyse af IC Companys er fundet interessant, da de forskellige skift i ledelsen har medført nye strategiske og organisatoriske planer. Dette gør IC Companys særlig interessant at værdiansætte.

2. Problemformulering

Formålet med denne kandidatafhandling er at foretage en strategisk regnskabsanalyse af IC Companys A/S med henblik på at foretage en værdiansættelse pr. 30. juni 2008.

Den strategiske analyse skal gennemgå forhold af betydning for den fremtidige vækst og det fremtidige indtjeningspotentiale for IC Companys. Analysen skal foretages på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale og skal omfatte en gennemgang og analyse af koncernens strategiske position, de indre og ydre styrker og svagheder, konkurrenceevne samt udviklingseffektivitet. Analysen vil kræve svar på en række spørgsmål:

- Hvad er IC Companys' kernekompetencer?
- Hvordan vil samfundsmæssige påvirkninger fra omverdenen påvirke IC Companys' evne til at skabe værdi?
- Hvordan er IC Companys' konkurrencemæssige situation?
- Hvordan vurderes IC Companys' produktportefølje at være sammensat i relation til fremtidig indtjening?
- Hvad er IC Companys' vækst- og indtjeningsstrategier?

Regnskabsanalysen skal gennemgå forhold vedrørende IC Companys' rentabilitet, risiko og vækst samt en gennemgang af IC Companys' indtjeningsevne, likviditet og finansiering. Analysen vil blive foretaget på baggrund af IC Companys' 5 seneste årsrapporter for regnskabsårene 2003/04 - 2007/08. Under regnskabsanalysen vil følgende forhold blive belyst:

- Opfylder den anvendte regnskabspraksis kravene til analyseformål og er årsrapporterne sammenlignelige?
- Hvordan har IC Companys' indtjeningsevne og rentabilitet udviklet sig?
- Hvordan har den driftsmæssige og finansielle risiko udviklet sig?
- Vil IC Companys kunne vokse uden, at den økonomiske balance sættes over styr?
- Hvordan vurderes likviditetsrisikoen at være i IC Companys?

Værdiansættelsen af IC Companys skal foretages på baggrund af resultaterne og konklusionerne af den strategiske analyse og regnskabsanalysen samt ud fra øvrig kvalitativ data. Dette skal opsummeres i en budgettering til estimering af virksomhedens forventede fremtidige cash flow. Målet med værdiansættelsen af IC Companys er at få estimeret en samlet markedsværdi af koncernen. For at finde frem til hvor følsomme resultaterne er ved ændringer i de underliggende variable og antagelser, vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse. Følsomhedsanalysen kan desuden give en indikation af, i hvilket interval aktiekursen for IC Companys bør være. Under værdiansættelsen vil bl.a. følgende spørgsmål skulle besvares:

- Hvordan forventes relevante drivere for IC Companys at udvikle sig?
- Hvad estimeres de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) til for IC Companys?
- Hvad estimeres aktiekursen til for IC Companys og hvordan stemmer denne overens med børskursen?
- Hvilke variable er forbundet med størst usikkerhed, og hvor følsom er værdiansættelsen ved ændring af variable?

Overordnet set er det altså målet, at foretage en værdiansættelse ud fra en budgettering af virksomhedens forventede fremtidige indtjening, baseret på en strategisk regnskabsanalyse. Kandidatafhandlingens egentlige problemstilling er derfor:

Hvad bør en aktie i IC Companys A/S handles til pr. 30. juni 2008, og hvorledes forholder værdiansættelsen sig i forhold til børskursen?

3. Afgrænsning

Afhandlingen skal tænkes at være skrevet ud fra en potentiel investors synsvinkel, og dermed baseret på de informationer, denne har til rådighed af offentligt tilgængeligt data i form af årsrapporter, avisartikler, hjemmesider, aktieanalyser osv. Det betyder, at der ikke vil blive foretaget interviews af medarbejdere i IC Companys, da det må antages, grundet børshensyn, at de ikke har mulighed for at udlevere interne oplysninger. Det må desuden formodes, at udsagn fra medarbejdere i IC Companys vil indeholde bias og dermed ikke være objektive.

Afhandlingen vil ikke beskæftige sig videre med IC Companys før fusionen i 2001, da en fusion grundlæggende ændrer på forudsætningerne for en værdiansættelse. Eventuel relevant information fra før 2001 vil desuden umiddelbart være forældet.

Værdiansættelsen vil ligeledes afgrænse sig fra muligheden for, at der sker grundlæggende ændringer af koncernen eller dens ejerforhold, ligesom det antages, at der ikke opkøbes, udvikles eller frasælges brands. Denne afgrænsning foretages, da en fusion eller opkøb af IC Companys vil skabe en række synergieffekter, ligesom at værdiansættelsen er foretaget ud fra den nuværende produktportefølje. En inddragelse af disse forhold vil desuden kræve, at der udarbejdes en særskilt værdiansættelse heraf.

I afsnittet omkring model- og metodevalg vil de teoretiske modeller, der anvendes i afhandlingen blive gennemgået. Undervejs i afhandlingen vil der blive henvist til teori, der er relevant i forhold til udregninger og analyser. Det forudsættes, at læseren af denne afhandling har kendskab til de grundlæggende teorier og modeller fra undervisningen på Cand.merc.aud-studiet, hvorfor disse ikke vil blive gennemgået videre.

Afhandlingen er skrevet med udgangspunkt i årsrapporten for 2007/08, som blev offentliggjort den 17. september 2008. Informationer og data til og med dagen før offentliggørelsen af 1. kvartalsregnskab den 19. november 2008 vil desuden indgå i afhandlingen. Derimod vil informationer og data fra den 19. november og frem til afleveringsdatoen for denne afhandling ikke indgå direkte i værdiansættelsen, men vil kun blive anvendt i forbindelse med en vurdering af den fremtidige udvikling for koncernen. Afgrænsning er foretaget, da fremskrivning af løbende rapporteringer ikke umiddelbart vil give et retvisende billede grundet skøn og faktorer såsom markedstendenser og sæsonudsving.

4. Model- og metodevalg

I dette afsnit vil de metoder og modeller, der bliver benyttet for at kunne besvare afhandlingens formål, blive beskrevet.

4.1 Opgavestruktur

Til at besvare afhandlingens formål søges der at få belyst tre hovedområder: Strategisk analyse, regnskabsanalyse og værdiansættelse.

Det er vigtigt at forstå den indbyrdes sammenhæng og interaktion mellem de tre hovedområder, da de direkte påvirker hinanden. En strategisk analyse har derfor isoleret set begrænset værdi, såfremt den ikke ses i sammenhæng med virksomhedens finansielle præstationer og omvendt.

4.2 Strategisk analyse

I den strategiske regnskabsanalyse analyseres de ikke-finansielle valuedrivers der supplerer de finansielle valuedrivers i regnskabsanalysen, med henblik på at estimere IC Companys' fremtidige indtjeningspotentiale. Output fra denne analyse vil tjene som input til budgetteringen, der udgør fundamentet for selve værdiansættelsen.

Den strategiske analyse tager udgangspunkt i det samfund, som IC Companys befinder sig i. Herefter indsnævres analysen til branchen som IC Companys agerer i, og endelig til en analyse af selve koncernen.

Til at analysere samfundet og omverdenen er PEST-modellen fundet velegnet, da denne model fastlægger det centrale inden for de politiske, samfundsmæssige, samfundspolitiske, sociokulturelle og teknologiske faktorer af betydning for IC Companys.

Til analyse af branchen som IC Companys befinder sig i, benyttes Porters five forces. Modellen inddrager fem perspektiver af markedet, som ifølge Michael Porter bestemmer indtjeningspotentialet i en branche; truslen fra nye konkurrenter, konkurrence fra substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke og konkurrenceintensiteten. Ved en analyse af hvert af disse fem perspektiver opnås et overblik over

IC Companys aktuelle og fremtidige situation i branchen af betydning for det fremtidige vækst- og indtjeningspotentiale.

Til analyse af IC Companys' produktportefølje på forretningsområdeniveau foretages en markedssegmentering med det formål, at klassificere de enkelte brands position på markedet i forhold til målgruppe, mode og prisniveau. En markedssegmentering af konkurrenternes brands vil også styrke en analyse af konkurrencen for det enkelte brand. Ud over markedssegmenteringen, vil produktporteføljen også blive gennemgået ud fra en produktlivscyklusanalyse, hvorved det vil være muligt at få et overblik over det enkelte brands modningsgrad.

Til at vurdere IC Companys' konkurrenceevne, foretages der på virksomhedsniveau en undersøgelse af de interne styrker og svagheder med Porters værdikædeanalyse som tankemodel. IC Companys konkurrencemæssige fordele må netop ligge i de aktiviteter, hvor de vurderes at være stærke i forhold til konkurrenterne.

Endelig vil der i delkonklusionen for den strategiske analyse blive foretaget en opsummering ved en SWOT-analyse, til at danne et overblik over den strategiske situation for IC Companys og koncernens potentiale.

4.3 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at analysere de historiske data og beskrive den finansielle udvikling og præstation, ligeledes med henblik på at tjene til input i budgetteringen.

I regnskabsanalysen anvendes data fra de sidste 5 årsrapporter for IC Companys. For denne periode vil rentabiliteten, den selvfinansierede vækst, risikoen og likviditetsrisikoen for koncernen blive analyseret.

Ved at foretage en rentabilitetsanalyse kan det undersøges, i hvilken grad IC Companys har skabt værdi for sine investorer. Dette gøres ved at analysere udviklingen i egenkapitalforrentningen (ROE).

Ved at anvende den udvidede DuPont-model kan ROE dekomponeres i henholdsvis afkastningsgraden (ROIC), som yderligere kan dekomponeres i overskudsgraden (OG), aktivernes

omsætningshastighed (AOH), samt den finansielle gearing (FGEAR), for at finde frem til de drivere der har skabt værdi for investorerne.

4.4 Værdiansættelse

Endelig har værdiansættelsen til formål, på baggrund af det udarbejdede budget at beregne værdien af IC Companys ved hjælp af anerkendt værdiansættelsesteori.

Til selve værdiansættelsen findes der helt grundlæggende fire slags værdiansættelsesmodeller: kapitalværdibaserede, relative-, substans- og optionsmodeller. I denne afhandling vil det være oplagt at anvende en kapitalværdibaseret værdiansættelsesmodel, da disse er kendetegnet ved at give et estimat af virksomhedens værdi ud fra en række forudsætninger og er let anvendelige. De kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller er desuden de mest udbredte i praksis³.

Af de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller vil den mest udbredte DCF-model (discounted cash flow) blive anvendt i denne afhandling. Ved DCF-modellen tilbagediskonteres de fremtidige pengestrømme for en given budgetperiode med tillæg af en terminalværdi, som måler den værdiskabelse, der ligger længere ude i fremtiden⁴. Terminalværdien forudsætter, at virksomheden vil generere konstante frie fremtidige pengestrømme i tiden efter budgetperioden. Dette er blot en tilnærmelse til virkeligheden, idet der vil forekomme udsving i de fremtidige pengestrømme, og fordi fremtiden er behæftet med usikkerhed. Anvendelsen af en terminalværdi er desuden problematisk, da den ofte udgør en overvejende del af kapitalværdien⁵. Det er dog det bedste bud på den fremtidige udvikling.

Tanken bag DCF-modellen er, at fremtidige frie pengestrømme, der genereres af selskabet over tid, vil medføre værdiforøgelse for aktionærer enten i form af udbytter eller værdistigning. Modellen er således uafhængig af anvendt regnskabspraksis. Udbetales overskydende likviditet ikke til aktionærerne, forudsættes det i modellen, at kapitalen geninvesteres i selskabet og dermed genererer et afkast svarende til afkastkravet.

³ PricewaterhouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet"

⁴ Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen: "Strategisk regnskabsanalyse" s. 225

⁵ Ole Sørensen: "Værdiansættelse i teori og praksis – håndtering af vækst."

4.4.1 Fravalg af værdiansættelsesmodeller

Dividendmodellen⁶:

Dividendmodellen er fravalgt, da modellen opererer med at udbytte er det eneste afkast en investering giver. Da det danske aktiemarked i høj grad er karakteriseret ved aktieafkast ved realiserede kursgevinster, er modellen ikke videre anvendelig.

Egenkapitalmultiplikatormodellen⁷:

Ved egenkapitalmultiplikatormodellen kræves der konstant egenkapitalforrentning, afkastgrad, gældsandel, selvfinansieret vækstrate, pay-out-ratio, samt at alle afskrivninger reinvesteres og ny gæld erstatter afdrag på eksisterende gæld. Da forudsætningerne ikke er opfyldt for IC Companys, vil egenkapitalmultiplikatormodellen ikke blive anvendt i afhandlingen.

Relative værdiansættelsesmodeller⁸:

Ved en relativ værdiansættelsesmodel benchmarkes IC Companys med andre sammenlignelige selskaber i tøjbranchen for at indikere, hvorvidt den beregnede markedsværdi er realistisk. Der forekommer ikke umiddelbart nogen direkte sammenlignelige virksomheder med samme struktur, opbygning, størrelse eller udvikling som IC Companys, hvorfor disse modeller ikke anvendes.

Substansværdimodeller⁹:

Substansværdimodeller anvendes som udgangspunkt udelukkende ved værdiansættelse af virksomheder i økonomisk krise. Da IC Companys er en going-concern, og derfor værdiansættes som en going-concern, er substansværdimodeller ikke anvendelige i afhandlingen.

Optionsmodeller¹⁰:

Ved optionsmodeller modelleres de fremtidige pengestrømme i forskellige scenarier, hvorefter risikoen knyttet til pengestrømmene for de enkelte scenarier vurderes. Da DCF-modellen suppleres med en følsomhedsanalyse, vil optionsmodeller ej heller blive anvendt i afhandlingen.

⁶ Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen: "Strategisk regnskabsanalyse" s. 209

⁷ Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen: "Strategisk regnskabsanalyse" s. 215

⁸ FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 93

⁹ FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 16

¹⁰ FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 17

4.5 Informationsindsamling

I denne afhandling vil der blive anvendt to typer data; primærdata og sekundærdata¹¹.

Af sekundærdata benyttes der faglitteratur, artikler, tidsskrifter, registre, databaser, hjemmesider etc.

Til at bidrage med input til besvarelsen af kandidatafhandlingens egentlige problemstilling, samt primært supplere værdiansættelsen, er der indsamlet og udarbejdet primærdata i form af interviews.

Der er blevet foretaget to interviews af uafhængige aktieanalytikere, der følger IC Companys aktien. Udvælgelsen af respondenterne blev foretaget ved at udsende en e-mail til de i årsrapporten for 2007/08 anførte analytikere. For at gøre henvendelsen mere officiel og skabe troværdighed, blev mailen udsendt fra en CBS-mail, idet det må formodes, at CBS anses som en anerkendt uddannelsesinstitution. Det blev desuden oplyst, at omfanget af interviewet ville afhænge af den tid, der måtte være til rådighed og metoden efter ønske. Begge dele med den hensigt, at øge antallet af respondenter. Respondenterne, der ønskede at lade sig interviewe, foretrak henholdsvis et telefoninterview og et mailinterview med løbende korrespondance – altså primærdata af såvel kvalitativ som kvantitativ karakter.

Inden interviewet af Senior Equity Analyst Dan Wejse fra Nordea Markets blev foretaget, blev der udarbejdet og fremsendt en interviewguide bestående af de emner, der ønskedes belyst. Interviewguidens formål var at forberede respondenterne, for at få et mere velovervejet interview. Interviewet blev optaget på diktafon og efterfølgende renskrevet.

Til interviewet med aktieanalytiker Mette Sveidahl fra LD Invest A/S blev der fremsendt en mere omfattende og specifik interviewguide. Efter respondentens besvarelse af denne, blev der fremsendt yderligere spørgsmål, som besvarelsen af interviewguiden gav anledning til at få belyst nærmere.

Opbygningen af de udarbejdede interviewguides gik fra konkrete spørgsmål i den indledende fase, som analytikerne hurtigt og nemt kunne svare på, og hen mod bredere og mere åbne spørgsmål i afslutningsfasen. Opbygningen skulle sikre, at der fremkom såvel struktureret som uformel diskussion omkring værdiansættelsen.

¹¹ Ib Andersen: "Den skinbarlige virkelighed" s. 192

5. Virksomhedspræsentation

5.1 Indledning

IC Companys A/S er en dansk modekoncern noteret på Københavns Fondsbørs. IC Companys er en af Nordeuropas største koncerner inden for modebranchen, og opererer på markeder over store dele af verdenen.

IC Companys designer og udbyder internationalt modetøj i en skandinavisk stil til kvalitetsbevidste mænd og kvinder. Afsætningen af koncernens 11 brands foregår via 3 distributionskanaler i form af engros-, retail- og outletsalg.

I de efterfølgende afsnit vil den historiske udvikling i IC Companys blive gennemgået, og koncernens produkter, struktur, ledelse og økonomi, mv. opridset.

5.2 Historie¹²

Carli Gry International A/S:

Carli Gry International A/S var den ene halvdel af den fusion der skabte IC Companys A/S. Selskabet blev grundlagt i 1940 og har bl.a. introduceret Jackpot til kvinder og Cottonfield til mænd. Begge brands er fortsat en del af IC Companys' 5 key brands.

Carli Gry blev i 1996 noteret på Københavns Fondsbørs. I 1998 opkøbte selskabet det svenske mode- og sportsfirma Peak Performance, hvorefter Carli Gry også blev noteret på Stockholms Fondsbørs.

Frem mod slutningen af 90'erne var de realiserede resultater gode, og i 1997 opnåede Carli Gry det hidtil største resultat før skat på kr. 136 mio. De efterfølgende regnskabsår oplevede selskabet vækst i omsætningen, men samtidig faldende overskudsgrader. Udviklingen er blevet forklaret med kortsigtet fokus på overskudsgraden frem for langsigtet fokus på IT og markedsføring.

Som et forsøg på at vende den negative udvikling, skilte Carli Gry sig af med urentable forretninger og øgede fokus på markedsføring, branding, logistik og factory outlets.

¹² Informationer fra www.iccompanys.dk

InWear Group A/S:

InWear Group A/S var den anden halvdel af fusionen. Selskabet blev grundlagt i 1969 af bl.a. Niels Martinsen, der i dag er hovedaktionær og bestyrelsesformand i IC Companys. InWears hovedbrands var InWear til unge kvinder, den mandlige pendant Matinique samt Part Two, der udgør de sidste 3 af de i alt 5 key brands i IC Companys.

Et halvt år efter Carli Gry, blev InWear noteret på Københavns Fondsbørs.

InWear gennemgik ligesom Carli Gry nogle økonomisk svære år inden fusionen med faldende overskudsgrader på et presset marked. Udviklingen førte til, at InWear ligeledes var nødsaget til at afvikle urentable butikker og foretage nedjusteringer.

Fusionen:

Tøjbranchen oplevede dårlige tider i slutningen af 90'erne grundet hård konkurrence. Ud fra strategiske og økonomiske overvejelser omkring mulighederne for stordriftsfordele, stærkere markedsposition, distributionskanaler, produktportefølje samt driftssynergier, var en fusion af Carli Gry og InWear oplagt¹³.

Den 12. marts 2001 offentliggjorde selskaberne en fælles fondsbørsmeddelelse, hvor bestyrelserne anbefalede en fusion mellem Carli Gry og InWear. Fusionen blev vedtaget den 30. april 2001, med Carli Gry som det fortsættende selskab under navnet IC Companys A/S.

IC Companys A/S:

Efter fusionen havde IC Companys en produktportefølje bestående af 13 brands, og de efterfølgende år blev der lanceret yderligere brands.

I 2002 købte IC Companys den danske virksomhed Saint Tropez af 1993, der solgte tøj til yngre kvinder. Samme år blev også brandet Designers Remix Collection introduceret. IC Companys indgik også et samarbejde med den danske haute couture designer Isabell Kristensen under brandet O by Isabell Kristensen, der senere skiftede navn til Soaked in Luxury.

¹³ Fusionsprospekt april 2001 s. 16

IC Companys indgik i 2003 også et samarbejde med den danske designer Malene Birger under brandet By Malene Birger. Senere samme år købte man også det dominerende mærke inden for tøj til unge i Sverige Sir Tiger Modebolag.

I oktober 2003 blev den administrerende direktør og hele bestyrelsen udskiftet, med undtagelse af Niels Martinsen, på grund af skuffende resultater. Medierne og offentligheden har betegnet udskiftningerne som et kup af Niels Martinsen og den tidligere bestyrelsesformand i InWear Group, Ole T. Krogsgaard¹⁴. Op til den ordinære generalforsamling i 2004 var der igen uro, og den nye bestyrelsesformand, næstformand og administrerende direktør måtte ligeledes forlade koncernen.

IC Companys udvidede i 2006 Cottonfield til også at levere tøj til unge kvinder, og herrekollektion blev lanceret på det kinesiske marked. Her havde man i forvejen været repræsenteret ved InWear i et par år.

I 2008 gennemgik IC Companys den tredje større udskiftning i ledelsen i selskabets korte historie. Grundet skuffende vækst på bundlinjen¹⁵ blev Niels Mikkelsen udnævnt til ny administrerende direktør, og Anders Cleemann og Chris Bigler blev forfremmet til henholdsvis branddirektør og økonomidirektør.

IC Companys fremstår altså som en virksomhed med en forholdsvis kort og omtumlet historie med flere udskiftninger i ledelsen, men også som en koncern, der med en portefølje af brands dækker modemarkedet bredt.

5.3 Produkter

IC Companys arbejder ud fra en multibrandstrategi, og har således en produktportefølje bestående af 11 brands.

¹⁴ RB-Børsen: "Kupmagere vandt slaget om IC Companys"

¹⁵ RB-Børsen: "Vi kan lære af andre i Kina", 17. September 2008

Figur 2: Omsætningsudvikling for koncernens brands i mio. DKK

	2006/07	2007/08	Vækst
Peak Performance	802	893	11%
InWear	540	542	0%
Tiger of Sweden	388	488	26%
Jackpot	445	454	2%
Cottonfield	278	307	10%
Matinique	245	295	20%
Part Two	189	224	19%
By Malene Birger	126	172	37%
Saint Tropez	157	153	-3%
Soaked in Luxury	104	105	1%
Designers Remix Collection	48	65	35%
I alt egne brands	3.322	3.698	11%

Kilde: årsrapport 2007/08

Af den samlede omsætning står de 5 key brands for omkring halvdelen, mens Peak Performance er det største brand, idet det udgør lige knap ¼ heraf. Overordnet set tegner der sig en sammenhæng mellem, hvor lang tid brandet har været på markedet, og hvor meget omsætning det genererer. I de sidste regnskabsår har de 5 key brands har dog gennemgået en stagnerende udvikling, mens de tilkøbte mærker, Peak Performance og Tiger of Sweden, har bidraget til den samlede vækst i omsætningen. Endelig har Saint Tropez oplevet den dårligste vækst af samtlige brands, mens 2 af de yngste mærker har haft den største relative vækst i omsætningen.

IC Companys havde i regnskabsåret 2007/08 en samlet omsætning på kr. 3.737 mio., hvoraf de kr. 39 mio. vedrørte fremmede brands.

5.4 Distributionskanaler¹⁶

Overordnet set kan man dele IC Companys' distributionskanaler op i 3 dele: engros-, retail- og outletomsætning.

Engrosomsætning (salg til eksterne forhandlere) er IC Companys' primære distributionskanal, hvor der i regnskabsåret 2007/08 blev omsat for kr. 2.497 mio. Engrosomsætningen stod dermed for 67 % af den samlede omsætning med en vækst på 8 %. Det samlede antal af forhandlere udgjorde pr.

¹⁶ Årsrapport 2007/08 s. 24

30. juni 2008 12.000, hvoraf en række er franchisebutikker. Ingen af IC Companys' kunder står for mere end 5 % af koncernens engrosomsætning, hvorfor der ikke er nogen videre afhængighed af enkelte forhandlere.

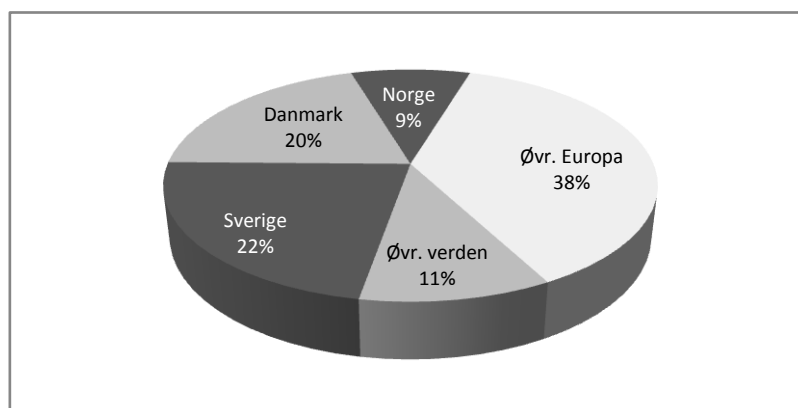
Retailomsætning (salg via egne butikker) er IC Companys' næststørste distributionskanal, med en omsætning på kr. 1.092 mio. i regnskabsåret 2007/08, svarende til 29 % af den samlede omsætning. IC Companys drev pr. 30. juni 2008 243 butikker fordelt på 15 lande i primært Danmark, Belgien, Holland, Sverige og Polen. Retailomsætningen har i forhold til det foregående regnskabsår oplevet en fremgang på 19 %, mens indtjeningsbidraget er faldet. Samlet set udgør retailomsætningen dog en stadig stigende andel af den samlede omsætning.

Outletomsætningen var i regnskabsåret 2007/08 kr. 148 mio., svarende til 4 % af den samlede omsætning. Outletdriften anvendes som en integreret del af IC Companys forretningsmodel, til at sikre lønsomt salg af restvarer. IC Companys drev pr. 30. juni 2008 24 outletbutikker i 9 lande. Outletomsætningen har gennemgået en vækst på 13 % i forhold til det foregående regnskabsår.

5.5 Markeder¹⁷

IC Companys' omsætning sker gennem egne salgsselskaber, samt eksport til 31 forskellige lande via agenter og distributører. Ansvar for salget ligger forankret lokalt i de respektive lande, mens brandledelsen i Danmark har et overordnet globalt ansvar. Af koncernens samlede omsætning er 80 % uden for Danmark og 49 % uden for Skandinavien jf. nedenstående figur:

Figur 3: Omsætningsudvikling for koncernens brands pr. marked



Kilde: årsrapport 2007/08

¹⁷ Årsrapport 2007/08 s. 23

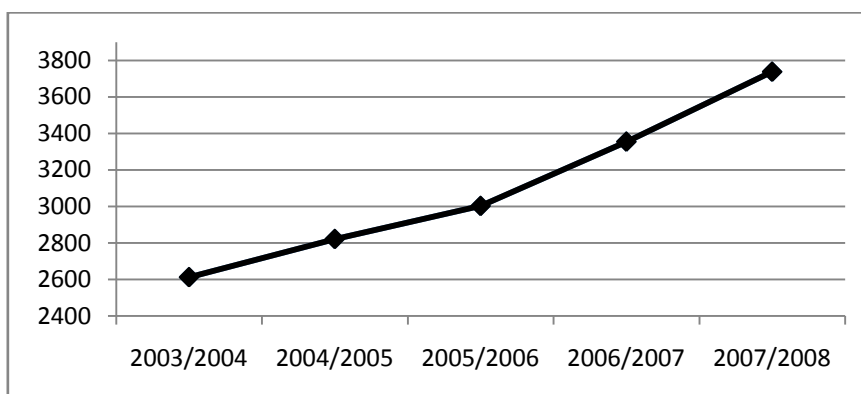
Geografisk set er IC Companys hovedmarkeder landene i Nordeuropa, primært Skandinavien, Benelux-landene, Storbritannien og Tyskland. Man har opnået pæne fremgange i Polen, Norge, Østrig, Canada og Danmark. I lande som Spanien, Rusland, Storbritannien og Holland har koncernen derimod ikke har haft vækst.

5.6 Økonomi

I det følgende afsnit vil de sidste 5 års økonomiske udvikling for IC Companys blive opridset ud fra udviklingen i omsætningen, årets resultat samt aktiekursen. Der vil i forbindelse med regnskabsanalysen blive foretaget en mere detaljeret analyse og gennemgang heraf.

Nettoomsætningen har været stigende siden regnskabsåret 2003/04, med den største stigning i regnskabsåret 2007/08 med kr. 383 mio. IC Companys har en 15/15-målsætning om inden for fire år (dvs. i regnskabsåret 2011/12) at opnå en årlig vækst og indtjeningssevne på minimum 15 %¹⁸. I de sidste 5 regnskabsår har man ikke formået at opnå sådanne vækstrater i nettoomsætningen.

Figur 4: Udvikling i nettoomsætning

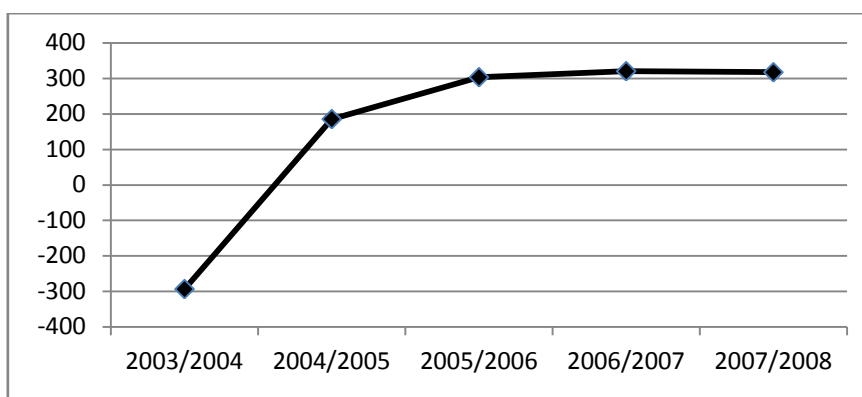


Kilde: egen tilvirkning / årsrapport 2007/08

Siden underskuddet i regnskabsåret 2003/04 har IC Companys udelukkende realiseret overskud. Som det fremgår af figuren nedenfor, er resultatet dog stagneret og er i 2007/08 ligefrem faldet med kr. 3 mio.

¹⁸ Årsrapport 2007/08 s. 3

Figur 5: Udvikling i resultat før skat



Kilde: egen tilvirkning / årsrapport 2007/08

Af figur 1 fremgår udviklingen i aktiekursen for IC Companys. Aktien har i løbet af analyseperioden været helt nede under kurs 50, oppe over kurs 400 og er pr. 30. juni 2008 igen faldet til kurs 160. Der tegner sig en sammenhæng mellem den faldende aktiekurs og den økonomiske udvikling.

5.7 Organisation

IC Companys har som nævnt i indledningen været præget af ledelsesmæssig uro. Som det fremgår af bilag 12.1, består direktionen af personer, der har bestridt deres poster i kort tid. Dette giver et godt billede af den omfattende ledelsesudskiftning koncernen har gennemgået.

Koncernens organisationsdiagram fremgår af bilag 12.2. Der er foretaget en overordnet opdeling af koncernens brands, hvor ansvaret for de nyere mærker ligger under den administrerende direktør Niels Mikkelsen, mens ansvaret for de 5 key brands samt de mere traditionelle mærker ligger under branddirektør Anders Cleemann. Det er en del af IC Companys' multibrandstrategi, at det enkelte brand har sin egen ledelse med ansvar for design, produktudvikling og marketing mv., der kan trække på ressourcer og kompetencer fra koncernens fælles platform.

IC Companys har dog valgt at foretage en administrativ sammenlægning af henholdsvis InWear og Martinique samt Cottonfield og Jackpot grundet strategiske sammenfald. Sammenlægningerne forventes at føre til besparelser inden for en kort årrække¹⁹.

¹⁹ RB-Børsen: "IC Companys: Alt er i spil" 1. oktober 2008

IC Companys har seks uafhængige produktionskontorer i bl.a. Kina og Tyrkiet, der står for koncernens outsourcing i landene. Kontorerne konkurrerer internt om indkøbsordrer og sikrer dermed, at produktionen foregår, hvor kombinationen af pris, kvalitet og leveringssikkerhed findes optimal²⁰.

5.8 Ejerforhold

Aktiekapitalen i IC Companys udgjorde pr. 30. juni 2008 kr. 179.196.320 fordelt i 17.919.632 aktier noteret på Københavns Fondsbørs²¹. Pr. 30. juni 2008 ejede Friheden Invest A/S, der ejes 100 % af bestyrelsesformand Niels Martinsen, 39 % af IC Companys' aktier. IC Companys ejer egne aktier svarende til 7,4 % af aktiekapitalen, mens ATP ejer 11,2 %.

IC Companys' aktie må vurderes ikke at være speciel likvid, grundet lav omsætning i aktien. Dette forhold påvirkes også af, at en overvejende del af aktiekapitalen ejes af aktionærer, med en længere tilknytning til virksomheden.

²⁰ Årsrapport 2007/08 s. 11

²¹ Årsrapport 2007/08 s. 86

6. Strategisk analyse

I afsnit 5 er IC Companys' historie gennemgået i overordnede træk, og de forhold der har været med til at påvirke og forme koncernen er kursorisk blevet nævnt. En strategisk analyse af koncernen, branchen og markedet kan supplere regnskabsanalysen til at give en mere pålidelig prognose af fremtiden. I det kommende afsnit vil der derfor blive foretaget en mere dybdegående gennemgang af de forhold, der påvirker IC Companys såvel internt som eksternt. Herved vil de strategiske forhold, der påvirker koncernens fremtidige indtjeningspotentiale, forsøgt afdækket.

6.1 Ekstern analyse

I det følgende afsnit vil de eksterne forhold, der påvirker IC Companys, blive gennemgået. Til dette vil PEST-modellen blive anvendt til at analysere omverdenen og de samfundsmæssige faktorer, og Porters 5 forces til en analyse af branchen.

6.1.1 Analyse af omverdenen – PEST-modellen

Målet med den følgende analyse af IC Companys' omverden er at identificere muligheder og trusler for IC Companys' fremtidige indtjening. PEST-analysen er begrænset til de makroøkonomiske forhold, der har størst indflydelse på tøjbranchen og derved IC Companys' strategiske position. Ved brancher med meget stor omskiftelighed vil modellen ikke være videre anvendelig til at give et retvisende billede af omverdenen. Det vurderes dog ikke at være tilfældet for tøjbranchen, hvor modellen grundet dens enkelthed og overskuelighed vurderes at være ganske velegnet til at beskrive IC Companys' omverden.

Gennemgangen ved PEST-modellen er foretaget på baggrund af de faktorer, der er fundet særligt væsentlige og relevante for IC Companys i omverdenen vedrørende politik og lovgivning, økonomi og demografi, sociale og kulturelle forhold samt teknologi og miljø²².

²² Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 69

6.1.1.1 Politik og lovgivning

Den politiske stabilitet og det politiske syn på tøjbranchen er særdeles vigtig for IC Companys. Dette gælder såvel i Danmark som i de lande, hvor der er afsætning og produktion.

Importlovgivning og stabilitet i regeringer:

IC Companys' primære afsætning sker jf. figur 3 til vestlige lande, hvor der overordnet set gælder samme politiske forhold som i Danmark. Afsætningslandene er derfor kendetegnet ved et stabilt politisk miljø, og Danmarks medlemskab af EU betyder, at der foregår en ensretning i lovgivningen. Det vurderes derfor ikke at være politiske eller juridiske forhold, der vil påvirke IC Companys' afsætning negativt i en væsentlig grad.

Modsat omsætningen, foregår 72 % af produktionen af IC Companys varer i Asien²³ og primært i Kina. Koncernen er således på produktions- og leverandørsiden påvirket og afhængig af de politiske forhold i Østen.

IC Companys har valgt at placere en overvejende del af produktionen i Asien, primært på grund af det favorable lønniveau. Flere lande i Asien har desuden specialiseret sig i produktion af tøj således, at kombinationen af pris og kvalitet er markedsførende.

Danmark er medlem af World Trade Organisation, der aktivt forsøger at nedbringe handelshindringer mellem medlemslandene, herunder importkvoter. Siden Kina blev medlem af WTO i 2001, har der været udsigt til store driftsfordele for virksomheder med produktion i Kina ved importkvoternes udløb. Dette er nu sket, og kvoterne er blevet erstattet af et mere lempeligt overvågningssystem. Fremover er der således ikke kunstige bureaukratiske hindringer for importen fra Kina²⁴.

EU's udvidelse mod øst har medført såvel fordele som ulemper for IC Companys. Afsætningen til de nye medlemslande er blevet lettere, da der sker en politisk stabilisering og harmonisering, og da handlen på tværs af landegrænser bliver friere. Omvendt vil de nye østeuropæiske medlemslande forsøge at forbedre deres muligheder for at få virksomheder til at flytte produktion til netop deres land, ved at besværliggøre handlen med lande uden for EU. Dette er dog ikke umiddelbart lykkes med ophævelsen af kvoteaftalerne. Konkurrencen på verdensplan må derfor

²³ Årsrapport 2007/08 s. 11

²⁴ Tekstil & Tøj: "Medlemscirkulære 6 – 2008"

øges med faldende produktionspriser til følge, blandt andet til gavn for IC Companys. Gennemsnitslønnen i de nye medlemslande må omvendt forventes at stige, grundet arbejdskraftens frie bevægelighed. Samlet set vurderes der dog ikke at være politiske eller juridiske udfordringer, der vil påvirke IC Companys' produktion negativt i en væsentlig grad - nok snarere tværtimod.

Etik og miljølovgivning:

Vestlige tøjfirmaer agerer i en branche, hvor produktion i 3. verdenslande er underlagt stor mediebevågenhed med hensyn til etik. For virksomheder, hvor image er det største aktiv, kan negativ medieomtale have fatale konsekvenser på såvel kort som langt sigt. Af samme årsag har IC Companys udarbejdet en skrivelse omkring deres sociale ansvarlighed samt udarbejdet en Code of Conduct, hvor deres foranstaltninger for at undgå faldgrubberne ved samhandel med 3. verdenslande er beskrevet²⁵.

IC Companys har siden 2007 været medlem af FN's Global Compact²⁶, der er en international fælles referenceramme for samarbejde baseret på aftalte konventioner og traktater vedrørende menneskerettigheder, arbejdsstandarder, miljøbeskyttelse og korruptionsbekæmpelse. IC Companys er også medlem af Business Social Compliance Initiative²⁷, hvor de har deres Code of Conduct fra, udarbejdet efter ILO's konventioner og FN's menneskerettigheder. BSCI udgør desuden en fælles og standardiseret europæisk overvågning af leverandører. IC Companys er endvidere medlem af FashionAid og medstifter af Dansk Initiativ for Etisk Handel. Endelig har IC Companys fravalgt at anvende pels og mulesing²⁸.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at IC Companys har taget de nødvendige foranstaltninger for at sikre sig mod etiske problemer. Som selskabet selv omtaler i deres skrivelse omkring social ansvarlighed, er det dog ikke muligt at sikre sig fuldstændig mod dette.

²⁵ Informationer fra www.iccompanys.dk

²⁶ Årsrapport 2007/08 s. 13

²⁷ BSCI er en brancheorganisation, som arbejder for at fremme handel og sociale forbedringer i leverandørkæden

²⁸ Kirurgisk indgreb på får til at fjerne pels og skind uden bedøvelse

6.1.1.2 Økonomi og demografi

Konjunkturer

Forbrugernes disponible indkomst og dermed forbrugsmuligheder forbedres kraftigt ved højkonjunkturer, men svækkes kun i mindre grad ved lavkonjunkturer. Da tøj er en forholdsvis indkomstelastisk vare, er IC Companys i høj grad afhængig af konjunkturerne.

I det følgende afsnit vil konjunkturerne blive analyseret på koncernens tre største markeder (Danmark, Norge og Sverige), de to største vækstmarkeder med et uforløst potentiale (Kina og Rusland), og endelig vil også USA blive analyseret. Her er ligeledes et uforløst potentiale, ligesom at landets økonomi har væsentlig indflydelse på den globale økonomiske udvikling.

Danmark:

IC Companys' hjemland udgør koncernens næststørste marked. De økonomiske fremtidsudsigter er dog ikke for positive. Væksten i BNP forventes at være -0,7 %, -1,0 % og 0,2 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010²⁹. Den lave vækst skyldes primært opbremsningen på boligmarkedet, med lavere vækst i privatforbruget til følge. Som følge af høje energi- og fødevarerpriser har Danmark også oplevet en høj inflation, hvorfor ledigheden forventes at stige fra et rekord lavt niveau på 1,8 % i 2008 til 4,3 % i 2010, og lønvæksten vil dermed blive afdæmpet. Boligmarkedet og den finansielle usikkerhed har forværret forbrugertilliden markant, hvilket vil medføre et fald i forbruget. Udsigten til et rentefald gør dog, at privatforbruget samlet set forventes at gennemgå en beskeden vækst på 0,8 %, 0,2 % og 1,2 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010.

Sverige:

Sverige udgør IC Companys' største marked, og er som Danmark også ramt af den globale økonomiske finanskrisen. Væksten i BNP forventes at være 0,7 %, -1,5 % og 1,3 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010³⁰. Faldende valutakurs, aktiekurser, høje energi og råvarepriser samt stigende rente har påvirket privatforbruget negativt. Forbrugertilliden og især detailsalget har været hårdt ramt. Grundet en svag BNP-vækst, vil stigningen i beskæftigelsen aftage og udvikle sig negativt med en ledighed på 8,7 % i 2010. Da boligmarkedet samtidig forventes yderligere forværret, vil vækst i privatforbruget blive lavere. Riksbanken forventes at komme med rentenedsættelser i

²⁹ Nordea: "Økonomisk Perspektiv", januar 2009 s. 19

³⁰ Nordea: "Økonomisk Perspektiv", januar 2009 s. 28

løbet af 2009, hvorfor inflationen også vil aftage. Den globale økonomi forventes at rette sig i 2010, hvor væksten i BNP og privatforbruget igen forventes at stige. Privatforbruget forventes at gennemgå en beskeden vækst på 0,9 %, -0,6 % og 1,5 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010.

Norge:

IC Companys' tredjestørste marked er Norge, hvor boligmarkedet ikke har været nær så hårdt ramt som i det meste af den vestlige verden. Væksten i BNP forventes at være 1,2 %, 0,3 % og 1,7 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010³¹. Norge har dog været præget af høj inflation og en svækkelse af den norske krone, hvilket har medført en højere rente. Dette, kombineret med den finansielle uro, vil medføre en dæmpning af privatforbruget. Generelt er der dog gode udsigter for den norske økonomi og dermed et gunstigt arbejdsmarked, en solid lønvækst og en høj inflation. Det forventes dog, at lønvæksten vil aftage i 2009, med faldende inflation og rentenedsættelser fra Norges Bank til følge. Privatforbruget forventes at gennemgå en højere vækst end i det øvrige Skandinavien på 1,5 %, 1,4 % og 2,5 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010.

Rusland:

Den russiske økonomi har de senere år været i kraftig vækst, og udgør et uforløst potentiale for IC Companys. Koncernen har tidligere oplevet stor vækst i Rusland, men måtte for regnskabsåret 2007/08 konstatere en tilbagegang i omsætningen. Væksten i BNP forventes at være 6,0 %, 1,0 % og 2,5 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010³². Den russiske økonomi har som en af verdens førende olie- og gasproducenter draget kraftig fordel af den globale stigning i råvarepriserne. Stigningen i råvarepriserne forventes dog at bremse op i 2009/10, hvorfor den russiske økonomi vil blive ramt. Grundet en stigende inflation, vil væksten i privatforbruget også aftage. Som følge af et vedvarende inflationspres, forventes den russiske økonomi dog at fortsætte den stærke vækst. Privatforbruget forventes at gennemgå en vækst på 10,8 %, 5,0 % og 6,0 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010.

Kina:

For IC Companys minder udviklingen i Kina på flere måder om den i Rusland. Kina udgør et uforløst potentiale, men man måtte i regnskabsåret 2007/08 nedskrive investeringer i landet grundet

³¹ Nordea: "Økonomisk Perspektiv", januar 2009 s. 25

³² Nordea: "Økonomisk Perspektiv", januar 2009 s. 36

skuffende omsætningsvækst. Væksten i BNP forventes at være 9,2 %, 6,7 % og 8,4 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010³³. BNP forventes dermed at aftage kortvarigt efter flere års vækst, grundet politiske målsætninger om at balancere væksten af frygt for overophedning af økonomien. Inflationen har ligeledes været i kraftig vækst de senere år grundet udviklingen i fødevarepriserne, men denne udvikling synes at være vendt. Væksten i privatforbruget er dog ikke aftagende som væksten i BNP. Faldende inflation medfører stigende reallønsfremgang og købekraft, ligesom den voksende levestandard ændrer sammensætningen af privatforbruget. Væksten i privatforbruget forventes at stige med 10,0 %, 9,0 % og 10,0 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010.

USA:

USA er verdens største økonomi, og har således markant indflydelse på den globale økonomi. Landet udgør som Rusland og Kina et uforløst potentiale for IC Companys. USA er dog i en bolig- og finanskrisen, hvorfor økonomien er hårdt ramt. Væksten i BNP forventes at være 1,2 %, -1,7 % og 0,7 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010³⁴. Trods rentenedsættelser forventes boligkrisen dog at fortsætte, da bankernes lånebetingelser samtidig strammes. Kombineret med høje råvarepriser, en presset økonomi og stigende arbejdsløshed, vil væksten i privatforbruget sænkes markant. Det forventes dog, at recessionen ophører i 2010 grundet stabilisering i boligpriserne og faldende oliepriser. Væksten i privatforbruget forventes at stige med 0,3 %, -1,9 % og 0,8 % i henholdsvis 2008, 2009 og 2010.

Sammenfatning:

Konjunkturerne forventes først at vende i 2010 på verdensplan, hvorfor der må forventes faldende omsætning de kommende par regnskabsår. For samtlige af de analyserede økonomier gælder det, at væksten i såvel BNP som i privatforbruget vil aftage i 2009, for herefter at stige igen i 2010. For de vestlige økonomier vil privatforbruget være hårdt ramt i især 2009, men med efterfølgende stigninger i 2010. I Rusland og Kina forventes også et fald i væksten i privatforbruget i 2009. For begge lande forventes der dog fortsat store vækstrater og de udgør således begge et uforløst potentiale for IC Companys. Den kraftige vækst i Kina udgør imidlertid også et problem for IC Companys, da produktionsomkostningerne vil stige som følge af en stigning i det generelle lønniveau.

³³ Nordea: "Økonomisk Perspektiv", januar 2009 s. 37

³⁴ Nordea: "Økonomisk Perspektiv", januar 2009 s. 8

Valuta- og renterisici

IC Companys er udsat for valutarisiko, da en betydelig del af selskabets varekøb og -salg foretages i fremmed valuta. En væsentlig del af koncernens varekøb foregår i Østen, hvor der primært afregnes i USD og i USD-relaterede valutaer, mens varesalg og kapacitetsomkostninger primært afholdes i skandinaviske valutaer og i EUR. Der sker derfor kun delvis en direkte afdækning af valutarisikoen ved selskabets transaktioner³⁵.

IC Companys' treasury afdeling kurssikrer derfor alle væsentlige transaktionsmæssige risici på løbende 12 måneders basis, primært afdækket ved valutaterminskontrakter³⁶.

Samlet set vurderes det, at IC Companys har reduceret valutarisikoen til et acceptabelt niveau. Der er dog tidligere konstateret udsving i bruttoavancen som følge af valutakursudsving. En styrkelse af indkøbsvalutaen USD ved indgåelsen af nye valutaterminskontrakter kan dog blive en trussel på sigt som følge af et øget indtjeningspres.

Endeligt afdækkes IC Companys' renterisici ved låneoptagelse af variable og fastforrentede lån, samt finansielle instrumenter afpasset med renterisikoen på den underliggende investering.

6.1.1.3 Sociale og kulturelle forhold

Forbrugeradfærden har i det 21. århundrede ændret sig, og der tegner sig flere nye gennemgående trends. Forbrugeradfærden er blevet mere homogen, men også mere uforudsigelig. Homogeniteten viser sig ved, at grænserne mellem herre- og damemode er blevet mere udviskede. Individualisering, lav kundeloyalitet og fokus på brands er til gengæld blevet mere og mere udbredt og har gjort tøjbranchen uforudsigelig.

Forbrugerne ønsker i højere grad at købe produkter, der kan danne et billede af hvem man er som person. Her er især tøj en måde at gøre dette på. Produkterne bliver altså i højere grad associeret med forskellige værdier, hvilket har haft stor betydning for prioriteringen af markedsføring.

En anden tendens er også, at forbrugerne blander prissegmenter inden for såvel enkelte varer som på tværs af varekategorierne. Forbrugerne på tøjmarkedet mikser f.eks. billige no-name produkter

³⁵ Årsrapport 2007/08 s. 12

³⁶ Årsrapport 2007/08 s. 63

med dyrere high-end mode. Tilsvarende købes der f.eks. dyrt tøj, men billige dagligvarer og omvendt. Alt dette har gjort tøjmarkedet mere uforudsigeligt.

IC Companys har med multibrandstrategien forsøgt at afdække en stor del af forbrugerne med deres brands i mellem- til højprissegmentet inden for pris og mode. For at få de sidste nye trends og tendenser med, vil IC Companys fremover forsøge at fokusere på de enkelte måneder i deres kollektioner, frem for som standard at levere én kollektion pr. årstid³⁷. IC Companys vurderes derfor at være godt stillet over for den uforudsigelige forbrugeradfærd.

6.1.1.4 Teknologi og miljø

Ved produktionen af tøj er det tekniske niveau, og dermed kvaliteten, en væsentlig faktor. Da IC Companys' produktion primært foregår i Asien, har produktionen i høj grad tidligere bestået af manuel arbejdskraft. Udviklingen går dog mod, at produktionen i højere grad vil ske ved brug af maskiner, hvorved arbejdsgange og processer kan lettes, og kvaliteten af tøjet ensartes og forbedres. Udviklingen forventes dog ikke at have nogen væsentlig effekt på omkostningsstrukturen, bl.a. grundet det lave lønniveau.

IC Companys er teknologisk afhængig af driftssikre IT-systemer til afvikling af den daglige drift, herunder til kontrol over produktfremskaffelsen samt effektivisering af forsyningskæden³⁸. En fælles IT-plattform og understøttelse af sourcing, distribution, logistik, administration og salg gør det muligt for det enkelte brand at fokusere på den kreative og kommercielle udvikling, ligesom det resulterer i omkostningsfordele. Selskabet har en målsætning om at øge effektiviteten yderligere, samt have fokus på forbedret beslutningsstøtte og øget support til forretningsudvikling. Der foretages løbende investeringer i den fælles IT-plattform, ligesom at investeringer i IT indgår som en integreret del af koncernens kapitalstruktur³⁹. Det vurderes derfor, at IC Companys løbende foretager de investeringer, der er nødvendige for at følge med i den teknologiske udvikling.

IC Companys har lanceret egen nethandel for tre af koncernens brands, ligesom koncernens portefølje af brands også er udbudt til salg på tredjepartsnetbutikker. Det er umuligt at forudsige,

³⁷ RB-Børsen: "ICC/CEO: Vi skal til at prioritere"

³⁸ Årsrapport 2007/08 s. 12

³⁹ Årsrapport 2007/08 s. 15

hvor udbredt internethandel bliver, men det har gennemgået en kraftig udvikling gennem flere år. Nethandlen i Danmark er vokset fra kr. 6 mia. i 2004 til kr. 22 mia. i 2007⁴⁰. Nethandlen har givet IC Companys en yderligere distributionskanal med stort potentiale og direkte kundekontakt. IC Companys virker dog umiddelbart noget tilbageholdende med at satse på nethandlen i og med, at der blot er lanceret egne netbutikker for tre brands. Dette kan bl.a. skyldes, at IC Companys forventer, at det vil medføre et stigende pres på dækningsgraden. Internethandel udbydes af en enorm mængde forhandlere af forskellige størrelser, hvorfor der er en risiko for, at det kan blive urentabelt for IC Companys.

6.1.2 Brancheanalyse – Porters Five Forces

Til at vurdere den konkurrencemæssige situation i tøjbranchen, vil Michael Porters brancheanalysemodel, Porters Five Forces, blive anvendt. En branches indflydelse på en virksomheds evne til at skabe værdi for aktionærerne, afhænger ifølge modellen af fem markeds kræfter⁴¹: Truslen fra nye konkurrenter, kundernes forhandlingsstyrke, konkurrence fra substituerende produkter, leverandørernes forhandlingsstyrke samt konkurrenceintensiteten i branchen.

Blandt de konkurrerende virksomheder i branchen foregår der en konstant rivalisering samtidig med, at der eksisterer eksterne trusler. En branche med potentiale er kendetegnet ved, at de fem markeds kræfter er svage.

Modellen er anvendelig til at analysere styrker og svagheder i en virksomheds konkurrencemæssige situation, og er dermed god til at vurdere branchen. Modellen er af ældre dato og kan kritiseres ved at være mest brugbar ved produktionsvirksomheder, og knap så anvendelig til nutidens mere videnstunge virksomheder. Modellen er desuden ikke videre dynamisk, da den blot giver et nutidsbillede af branchen og ikke inddrager fremtiden. Endelig kan modellen kritiseres ved, at den antager, at leverandører og kunder står i et modsætningsforhold. I praksis forholder det sig dog ofte således, at leverandører og kunder indgår et samarbejde for at dække slutkundens behov bedst muligt. Modellen vurderes dog alligevel at være anvendelig til at danne et overblik over den konkurrencemæssige situation inden for IC Companys' branche.

⁴⁰ Computerworld: "Danskerne net-handler for 22 milliarder kr. om året"

⁴¹ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 73

I modebranchen er der flere udbydere som IC Companys ikke er i direkte konkurrence med, da produkterne og målgruppen er forskellige. Branchen afgrænses derfor til *forhandlere af modetøj i god kvalitet i mellem- og højprissegmentet*.

6.1.2.1 Trusler fra nye konkurrenter

I tøjbranchen er der en række krav, der gør sig gældende for at kunne entrere markedet; kapital, et brand, samt produktions- og salgskanaler. Tøjbranchen er et meget fragmenteret marked, hvor der produceres såvel standardiseret modetøj i et stort volumen som designertøj i begrænsede og eksklusive kollektioner. Adgangsbarrieren afhænger derfor af, i hvilken ende af skalaen man ønsker at entrere. Ved at fange de rigtige trends på det rigtige tidspunkt, vil der dog altid være mulighed for at bryde ind på markedet uden nogen videre kapital eller brand.

Lav- og dele af mellemprissegmentet er kendetegnet ved, at forbrugerne i høj grad er prisfølsomme. Da kunderne som udgangspunkt køber det billigste produkt, der opfylder deres krav, er der en lav kundeloyalitet. Tøjproducenterne fokuserer derfor på at minimere omkostningerne frem for at forbedre kvaliteten og designet. Adgangsbarrieren for lav- og dele af mellemprissegmentet er derfor det kapitalkrav, der er en forudsætning for at kunne udnytte stordriftsfordelene.

For høj- og den øverste del af mellemprissegmentet spiller produktdifferentiering en større rolle. Herigennem kan producenterne opnå en merpris på produkterne i forhold til konkurrenterne. Merpris kan opnås ved f.eks. at have et bedre brand, kvalitet eller design. Disse faktorer kræver dog også kapital, da produktdifferentiering afhænger af, at brandloyaliteten opbygges hos kunderne, hvilket kræver tid og ressourcer. De fleste forbrugere har desuden allerede opbygget præferencer for bestemte brands. I højprissegmentet er stordriftsfordelene en mindre afgørende faktor end i lavprissegmentet, da produktdifferentiering og brandet her er vigtigere.

Konkurrenter af relevans for IC Companys' markedssituation må antages at være store aktører og ikke mindre nystartede virksomheder, da disse alene vil kunne vinde uvæsentlige markedsandele. Truslen vurderes derfor at kunne komme fra aktører med et allerede etableret brand og med kapital i ryggen – primært større udenlandske tøjkoncerner. På grund af internationaliseringen vurderes de fleste store internationale tøjkoncerner dog allerede at være til stede på de markeder,

som IC Companys agerer på. Blandt de tøjkoncerner der endnu ikke har gjort deres indtog på IC Companys markeder er f.eks. amerikanske GAP. GAP er verdens næststørste tøjkoncern, men har stort set udelukkende butikker i Nordamerika, Storbritannien og Japan, og er således ikke at finde på bl.a. de Nordeuropæiske markeder⁴².

Endelig eksisterer der også en trussel for IC Companys fra internetsalget, der er i kraftig vækst og giver adgang til et enormt distributionsnet. Grundet lavere faste omkostninger kan varerne typisk sælges til lavere udsalgspriser over internettet. Dette vurderes dog primært at ramme forhandlerne, da ingen eller få af disse vurderes at være aktører af en størrelse, der vil kunne presse IC Companys.

Truslen fra nye konkurrenter vurderes samlet set ikke at kunne reducere IC Companys indtjeningspotentiale væsentligt, da truslen er begrænset til forholdsvis få aktører.

6.1.2.2 *Kundernes forhandlingsstyrke*

IC Companys kunder kan overordnet set deles op to grupper; detailhandlen, dvs. butikker ejet af eksterne forhandlere, og forbrugerne, ved retailomsætning via egne butikker.

Ved at IC Companys driver egne konceptbutikker, kan afhængighedsforholdet til de eksterne forhandlere mindskes. Analysen af kundernes forhandlingsstyrke bør dog omhandle det endelige salg til forbrugerne, da butikkerne er forpligtet til primært at aftage brands fra IC Companys. IC Companys' brands befinder sig i høj- og mellempriissegmentet, hvor kunderne har opbygget præferencer for bestemte brands i et specifikt markedssegment. Dette er dog ikke det samme som brandloyalitet. For at sikre sig mod dette fører IC Companys en multibrandstrategi for at sprede driftsrisikoen.

Butikker ejet af eksterne forhandlere kan opdeles i yderligere to grupper med forskelligt styrkeforhold; butikskæder og selvstændige butikker. Butikskæderne aftager store volumener, mens de selvstændige butikker ønsker at forkorte leveringstiden for ikke at binde for mange penge

⁴² Informationer fra www.gapinc.com

i varelageret eller optage fejlslagne kollektioner. For at sikre sig mod sidstnævnte, vil IC Companys fokusere på at levere kollektioner til den enkelte måned samt time to market⁴³.

Det vurderes derfor ikke, at kundernes position over for IC Companys vil give anledning til et pres på prisen den ene eller den anden vej.

6.1.2.3 *Konkurrence fra substituerende produkter*

Substituerende produkter til IC Companys' brands kan både komme fra mellem- og højprissegmentet, men også fra et lavere segment, der via pris, innovation og kopiering også vil kunne dække forbrugernes behov. Dette kunne især tænkes at være aktuelt i økonomiske nedgangstider.

En anden trussel for IC Companys er risikoen for, at koncernens brands bliver umoderne i forhold til konkurrenterne. Koncernen har tidligere oplevet, at kollektionerne ikke har dækket forbrugernes aktuelle behov ved udsving i moden eller andre eksterne faktorer som f.eks. vejrforholdene⁴⁴. For at undgå dette, vil IC Companys, som tidligere nævnt, forkorte time to market og levere kollektioner fokuseret på den enkelte måned.

6.1.2.4 *Leverandørernes forhandlingsstyrke*

Tøjvirksomheder som IC Companys der benytter sig af underleverandører til produktionen, er udelukkende afhængig af disse og skal derfor kun fokusere på købs- og leveringsbetingelser ved ordreafgivelsen. Fordelen ved denne strategi er, at der i stedet kan rettes fokus mod de kerneområder, hvor det er muligt at differentiere sig i forhold til konkurrenterne. Den manglende kontrol over produktionsapparatet gør dog, at IC Companys er meget afhængig af underleverandørerne, hvilket kan give leveranceproblemer eller svingende produktkvalitet. IC Companys har dog reduceret afhængigheden af enkelte leverandører ved at opretholde en bred leverandørportefølje. De ti største leverandører står således tilsammen for 30 % af koncernens produktionsværdi, mens den største enkeltleverandør står for 5 % heraf⁴⁵.

⁴³ Længden af produktudviklingsprocessen; at få produktet fra idéfasen til forhandlerne

⁴⁴ Halvårsregnskab 2006/07 s. 1

⁴⁵ Årsrapport 2007/08 s. 11

72 % af IC Companys' produktionsværdi foretages i Asien, hvor antallet af tøjproducenter er stort. IC Companys vil derfor forholdsvist nemt kunne udskifte en leverandør med en anden, dog med risiko for udsving i leverancer og produktkvalitet. Uafhængigheden af enkelte leverandører betyder dog også, at selskabets forhandlingsstyrke er svækket, da leveringssikkerhed er prioriteret over mængderabat mv.

Leverandørerne vurderes dog samlet set at have en forhandlingsstyrke på et niveau lidt over svag over for IC Companys.

6.1.2.5 *Konkurrenceintensitet i branchen*

IC Companys primære konkurrenter vurderes at være danske Bestseller og BTX Group, samt de internationale modekoncerner Hennes & Mauritz og Inditex Group. Nedenfor er enkelte data om IC Companys og de fire konkurrenter nævnt, for at illustrere konkurrenternes størrelse:

Tabel 6: Data for IC Companys primære konkurrenter

	Omsætning i mia. kr.	Antal ansatte	Antal egne butikker	Antal lande
IC Companys A/S ⁴⁶	3,7	2.441	243	15
Bestseller A/S ⁴⁷	10,9	15.000	3.200	-
BTX Group A/S ⁴⁸	3,2	1.593	-	-
Hennes & Mauritz AB ⁴⁹	74,0	47.000	1.522	28
Inditex Group S.A. ⁵⁰	70,4	80.000	3.691	68

Kilde: Egen tilvirkning

Det globale tøjmarkeds størrelse og vækstmuligheder er svært at definere og afgrænse, da nye markeder konstant åbner sig i takt med den stigende internationalisering. Konkurrenceintensiteten på nye markeder er dog begrænset, hvorfor vækstmuligheder reducerer sandsynligheden for hård konkurrence.

⁴⁶ Årsrapport 2007/08

⁴⁷ Bestseller A/S årsrapport 2007/08

⁴⁸ BTX Group A/S årsrapport 2007 og Holdingselskabet af 24. februar 2006 A/S årsrapport 2007

⁴⁹ Hennes & Mauritz AB årsrapport 2007

⁵⁰ Inditex S.A årsrapport 2007

På de allerede eksisterende markeder i vesten er konkurrenceintensiteten forholdsvis høj, da der er mange udbydere og stor international konkurrence. Da branchen ikke er konsolideret, er der øget konkurrence, hvilket har en negativ effekt på indtjeningen.

IC Companys vurderes at få det svært overfor såvel eksisterende som potentielle konkurrenter grundet den lavere mærkeloyalitet blandt forbrugerne. Dette giver lettere adgangsforhold på markederne, men kan samtidig også være en mulighed for IC Companys til selv at vinde markedsandele.

6.2 Intern analyse

IC Companys' portefølje af brands blev kort gennemgået under virksomhedspræsentationen. I dette afsnit vil der blive foretaget en nærmere gennemgang heraf ved en markedssegmentering og en produktlivscyklus.

De ressourcer og kompetencer som IC Companys besidder har væsentlig indflydelse på ledelsens valg af strategi. Disse vil derfor også blive gennemgået i den interne analyse ved Porters værdikædeanalyse. IC Companys' konkurrencemæssige fordele må ligge i netop de aktiviteter, hvor koncernen vurderes at være særlig stærk i forhold til konkurrenterne.

IC Companys' brandportefølje har den sammensætning og udformning som den har i dag, fordi koncernens brands gennem tiden er blevet påvirket af bestemte strategiske ideer og dispositioner, samt af forbrugernes efterspørgsel. Med den seneste udskiftning i ledelsen er der blevet tilføjet nye idéer, visioner og prioriteringer, der vil præge koncernens strategier.

Endelig vil IC Companys' styrker, svagheder, muligheder og trusler blive opsummeret ved en SWOT-analyse.

6.2.1 Brandporteføljeanalyse

Ved at foretage en markedssegmentering, kan det samlede tøjmarked opdeles i en række undergrupper, der hver især er relativt afgrænsede og homogene. Herved er det være muligt at sammenholde produkterne med de egentlige konkurrenter i en given undergruppe. Det vurderes, at prisen er den væsentligste parameter til at adskille de forskellige brands i tøjbranchen, hvorfor

dette er den primære segmenteringsvariabel. Den sekundære segmenteringsvariabel vurderes at være modekategorien, således at segmenteringen giver grundlag for at sammenligne produkter, der er i direkte konkurrence med hinanden.

De enkelte brands i IC Companys' portefølje er beskrevet i bilag 12.3.

6.2.2 Markedssegmentering

I den følgende markedssegmentering tages der udgangspunkt i opdelingen udarbejdet af IC Companys i forbindelse med fusionsprospektet fra 2001, samt deres præsentation af brandporteføljen fra årsrapporten for 2007/08. I fusionsprospektet er henholdsvis koncernens herre- og damebrands opdelt i lav-, mellem- og højprissegmenterne, og modekategorien opdelt i kategorier fra traditionelt til avanceret. IC Companys' segmentering er opdateret ved gennemgang af koncernens brands. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at pris- og modesegmenteringen er flydende og er en subjektiv vurdering ud fra præferencer og holdninger.

Svagheden ved kun at inddrage to dimensioner i markedssegmenteringen er, at man ikke får inddraget andre parametre som f.eks. livsstil. Et eksempel herpå er, at Peak Performance f.eks. henvender sig til aktive og sportsinteresserede mennesker, mens Ralph Lauren fra samme segment ikke nødvendigvis henvender sig til præcis denne målgruppe.

Tabel 7: Markedssegmentering af kvindetøj

Mode Prissegment	Avanceret	Moderne	Opdateret klassisk	Klassisk	Traditionelt
Høj	Designers Remix Collection DKNY Dolce & Gabbana Gucci Hugo Marc Jacobs Miu Miu Munte + Simonsen Nicole Fahri Prada Vanessa Bruno	Acne Bruuns Bazaar By Malene Birger Calvin Klein Emporio Armani Filippa K Hugo Boss J. Lindeberg Karen Millen Sand Tiger of Sweden	Adidas Helly Hansen Marc O'Polo Nike Patagonia Peak Performance Ralph Lauren The Nord Face Tommy Hilfiger	Donaldson Gerry Weber Red/Green Mondri Scarpa	Burberry Mulberry
Mellem	BZR Diesel G-Star Joseph Kookai Miss Sixty Morgan Replay Soaked in Luxury	French Connection InWear Levi's Noa Noa Part Two Saint Tropez Sandwich Turnover	Banana Republic CCDK Collection Cottonfield Esprit Jackpot Local Heroes Mexx	Benetton Blanc Bleu Share Signal State of Art	Brandtex Marks & Spencer
Lav	Miss Selfridge	Culture Henne & Mauritz Mango ONLY Vero Moda Zara	GAP NEXT S. Oliver Tom Tailor	Private Labels Stormagasiner	Hypermarkeder

Kilde: Inspiration fra fusionsprospekt af 2001 samt årsrapport 2007/08

Ved fusionen i 2001 var IC Companys udelukkende repræsenteret i mellempriissegmentet for moderne og opdateret klassisk damemode, med undtagelse af Peak Performance. Med de nye mærker har IC Companys i tråd med deres multibrandstrategi også formået at bevæge sig ind på højprissegmentet og op i den avancerede mode.

Tabel 8: Markedssegmentering af herretøj

Mode Prissegment	Avanceret	Moderne	Opdateret klassisk	Klassisk	Traditionelt
Høj	Dolce & Gabbana Gucci Helmut Lang Hugo Prada	Acne Bruuns Bazaar Calvin Klein Emporio Armani Filippa K Hugo Boss J. Lindeberg Paul Smith Sand Tiger of Sweden	Adidas Boss Helly Hansen Marc O'Polo Nike Ralph Lauren Peak Performance The Nord Face Tommy Hilfiger	Gant Marlboro Classic Red/Green Timberland	Burberry Henry Lloyd Jäger Paul & Shark
Mellem	BZR Diesel G-Star Joseph Replay	Ben Sherman French Connection Hans Ubbink Matinique	Banana Republic Cottonfield Esprit Mexx	Benetton Signal	Brandtex Melka
Lav		Carhartt Hennez & Mauritz Zara	GAP	Private Labels Stormagasiner	Hypermarkeder

Kilde: Inspiration fra fusionsprospekt af 2001 samt årsrapport 2007/08

På herresiden har udviklingen for IC Companys været meget lig den som koncernen har gennemgået på damesiden. Ved fusionen var koncernen udelukkende repræsenteret i mellempriissegmentet for moderne og opdateret klassisk mode, ligeledes med undtagelse af Peak Performance. Med tilkøbet af Tiger of Sweden er IC Companys nu også repræsenteret i højprissegmentet for moderne herretøj.

6.2.3 Produktlivscyklus

Alle produkter gennemgår teoretisk set en livscyklus gennem faserne introduktion, vækst, modning og afvikling⁵¹. Gennem tiltag som f.eks. fornyelse og innovation vil det være muligt at forlænge den enkelte fase for en periode. En nøjagtig placering af det enkelte brand i produktlivscyklusen kan derfor være svært at vurdere, da den samlede levetid for et brand er uvist. Et brand kan desuden befinde sig i modningsfasen i alt fra blot nogle måneder og op til flere år. Det interessante er at vurdere, om IC Companys' brands overvejende befinder sig i den ene eller den anden ende af skalaen, og om koncernen derved er sikret omsætning og afkast fremover.

⁵¹ Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen & Ole Sørensen "Strategisk regnskabsanalyse" s. 48

Nedenstående inddeling er foretaget på baggrund af omsætningsfordelingen og -væksten over de sidste 5 år jf. bilag 12.4.

Produktivcyklusfase	Brand
Introduktion	- Soaked in Luxury
Vækst	- Tiger of Sweden, Peak Performance, By Malene Birger, Designers Remix Collection
Modning	- Cottonfield, Matinique, Part Two
Afvikling	- Jackpot, Saint Tropez, InWear

Det vurderes, at samtlige IC Companys fem key brands befinder sig i enten modnings- eller afviklingsfasen. Det er dog værd at bemærke, at Part Two og Matinique begge har oplevet pæne vækstrater det seneste år bl.a. grundet omstruktureringer. Væksten i omsætningen for de store tilkøbte mærker Peak Performance og Tiger of Sweden indikerer også, at de fortsat befinder sig i vækstfasen. Endelig har to af de tre nye mærker, By Malene Birger og Designers Remix Collection, begge vist store væksttal, mens Soaked in Luxury fortsat befinder sig i introduktionsfasen.

6.2.4 Værdikædeanalyse

Årsagen til at en virksomhed kan performe bedre end konkurrenterne, kan bl.a. være de interne forhold - dvs. styrker og svagheder i værdikæden.

Ved værdikædeanalysen inddeles aktiviteterne i et selskab i en sekventiel kæde af primære aktiviteter, samt i en række støtteaktiviteter, der kræves for at kunne gennemføre de primære aktiviteter⁵². Værdikædemodellen har til hensigt at beskrive den værdiskabelse, der foregår i det enkelte led eller i den enkelte handling.

Af de primære aktiviteter vurderes indgående logistik, produktion samt service ikke at være relevante at analysere nærmere, da det ikke er kompetencer som IC Companys vil kunne differentiere sig væsentligt ved i forhold til konkurrenterne. Disse led bidrager derfor ikke med en videre værdiskabelse for IC Companys. Ved den udgående logistik, i form af distribution, og primært ved marketing og salg, i form af design, har IC Companys derimod i høj grad mulighed for at differentiere sig. Disse to interne kernekompetencer forsøger IC Companys primært at realisere gennem deres multibrandstrategi og vækststrategi, der derfor begge vil blive analyseret.

⁵² Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen & Ole Sørensen: "Strategisk regnskabsanalyse" s. 59

IC Companys har valgt at samle støtteaktiviteterne i en fælles platform for koncernens brands. Her muliggør en række centrale funktioner såsom salgsinfrastruktur, sourcing, logistik, HR, IT, finans og administration udnyttelsen af synergier på tværs af koncernen. Det er en central del af IC Companys strategi fortsat at videreudvikle og understøtte koncernens fællesfunktioner for at sikre kompetence- og omkostningsfordele samt højere produktkvalitet og leveringssikkerhed.

I en arbejdskraftintensiv virksomhed som IC Companys, hvor det er essentielt at kunne tiltrække og fastholde kvalificerede medarbejdere, er koncernens HR-politik vigtig. IC Companys har derfor indført et Retail- og Leadership Academy, hvor medarbejdere og ledere trænes og uddannes for at kompetencer, teamudvikling og eksekveringsevne løftes⁵³.

IC Companys' distributionskanaler blev gennemgået i virksomhedspræsentationen og vil blive analyseret nærmere under regnskabsanalysen. Koncernen fokuserer løbende på at forøge fuldprissalget i de primære distributionskanaler, for derved at nedbringe tilgangen af restvarer og undgå lagernedskrivninger samt rabatter ved salg via outlets. IC Companys vurderes dog at differentiere sig fra konkurrenterne ved, at salget via outlets er en integreret del af forretningsmodellen til at sikre lønsomt salg af restvarer⁵⁴.

Marketing og salg er af stor betydning for IC Companys, da der føres en multibrandstrategi med design og udvikling af individuelle brands. Ledelsen for det enkelte brand er ansvarlig for egen markedsføring, mens ansvaret for salget er placeret i salgslanternene. Herved styrkes selvstændigheden af det enkelte brand og driftsrisikoen spredes. IC Companys' fælles platform kan desuden understøtte funktionerne hos de enkelte brands med erfaringer på tværs af koncernen. Endelig er der etableret en eksportafdeling, der står for salg til mellemleddene i de lande, hvor man endnu ikke har egne salgskanaler.

6.2.4.1 Multibrandstrategi

IC Companys' multibrandstrategi betyder, at forbrugerne ikke blot tilbydes ét brand, men derimod en hel portefølje bestående af 11 brands med hver deres selvstændige profil. En multibrandstrategi har såvel fordele som ulemper i forhold til en singlebrandstrategi.

⁵³ Årsrapport 2007/08 s. 8

⁵⁴ Årsrapport 2007/08 s. 25

Ved at IC Companys' portefølje består af selvstændige brands mindskes den kommercielle risiko, da koncernen ikke udelukkende er afhængig af et enkelt brand eller en enkelt kollektion. Markedsføringen af selvstændige brands tilpasset specifikke målgrupper, giver også mulighed for at dække en større gruppe af forbrugere, end hvis man blot markedsførte et enkelt brand. Samtidig muliggør multibrandstrategien, at IC Companys får dækket den enkelte forbrugers individuelle og forskellige behov bedst muligt, og derigennem øget den samlede afhængighed. Endelig skaber multibrandstrategien mulighed for at udnytte branchekompetencer på tværs af brands, samt en række relevante fællesfunktioner.

Multibrandstrategien medfører i modsætning til singlebrandstrategien begrænsede stordriftsfordele på markedsføringssiden, da modevirksomheder med en singlebrandstrategi kan fokusere og intensivere markedsføringen mod blot et enkelt brand. IC Companys er med deres multibrandstrategi nødsaget til at fordele markedsføringsomkostningerne ud på alle 11 brands i porteføljen. I forlængelse heraf besværliggør multibrandstrategien også muligheden for at opnå en høj grad af kendskab hos forbrugerne, ligesom IC Companys hverken markedsføres som et selvstændigt brand eller som binavn til produktporteføljen.

6.2.4.2 Vækststrategi

IC Companys fører en multibrandstrategi med det formål at opnå en vækst i såvel omsætning som indtjening. Koncernen har som tidligere nævnt en 15/15-målsætning om inden for fire år at opnå en årlig vækst og indtjeningsevne på minimum 15 %.

Væksten skal komme fra udvikling af koncernens brands på primært eksisterende, men også på nye markeder understøttet af franchisebutikker for en række brands. Der vil blive fokuseret på at gøre markeder færdige, før der bliver startet på nye markeder⁵⁵. Fremover vil der blive foretaget prioriteringer i forhold til investeringer. De brands der klarer sig bedst, vil der også blive foretaget flest investeringer i⁵⁶. Den generelle produktudvikling vil ske ved, at IC Companys forkorter deres time to market og sender nye kollektioner ud hver måned, for derved løbende at følge

⁵⁵ RB-Børsen: "IC Companys har villet for meget"

⁵⁶ RB-Børsen: "ICC/CEO: Vi skal til at prioritere"

tøjmarkedet tæt. Der gennemføres desuden betydelige salgsunderstøttende investeringer samt investeringer i den fælles platform herunder IT og Supply Chain⁵⁷.

For at simplificere organisationen og øge implementeringen og effektiviteten, har IC Companys også valgt at sammenlægge ledelserne for henholdsvis InWear og Matinique samt for Jackpot og Cottonfield. Dette er sket ud fra et stort distributionsmæssigt sammenfald på både lande- og kundeniveau samt konceptuelle sammenfald mærkerne imellem⁵⁸.

IC Companys strategi med primært at vækste sig ud af krisen, kan imidlertid vise sig at være farlig grundet den økonomiske krise. Et forsvar af de enkelte brands markedspositioner kan betyde lavere fuldprissalg, større rabatter og flere lagernedskrivninger med lavere dækningsgrader til følge. For at tilpasse omkostningerne har ledelsen iværksat en række tiltag for at øge indtjeningsevnen⁵⁹. Det er bl.a. planlagt at afvikle tabsgivende aktiviteter i udlandet og foretage strukturtilpasninger, bl.a. ved afskedigelse af 140 medarbejdere. Besparelserne forventes at have fuld effekt i regnskabsåret 2009/10.

⁵⁷ Årsrapport 2007/08 s. 1

⁵⁸ Årsrapport 2007/08 s. 4

⁵⁹ Halvårsregnskab 2008/09 s. 1

6.2.5 Sammenfatning strategisk analyse – SWOT-modellen

Resultaterne af den foretagne strategiske analyse er sammenfattet nedenfor ved en SWOT-analyse, for at vurdere IC Companys' strategiske position og udviklingsmuligheder.

Tabel 9: SWOT-analyse

Styrker	Svagheder
• Multibrandstrategi • Fælles platform for alle brands • Fleksibel og omkostningsbesparende outsourcing • EU's indre marked • Stærk forhandlingsposition over for leverandører • Veludviklet HR strategi • Lav trussel fra substituerende produkter	• Høj konkurrenceintensitet i branchen • Krævende og omskiftelige kunder • Fragmenteret branche • Lav vækst hos flere key brands • Begrænsede markedsføringssynergieffekter blandt koncernens brands
Muligheder	Trusler
• Lavere mærkeloyalitet • Stigende internethandel • Bedre materialer og produktion i Asien • Høj vækst i Kina og Rusland • Mindre rabat i retail, lavere omsætning i outlets • Flere brands i introduktions- og vækstfasen • Effektiv markedsføring • Time to market samt månedskollektioner • Udløb af kvoteaftaler med Kina • Tilpasning af omkostningsstrukturen	• Lavere mærkeloyalitet • Stigende lønninger i Asien og Østeuropa • Lavkonjunkturer i vesten • Omsætningsvækst skal løse krisen • Store internationale konkurrenter • Udbydere fra lavere prissegmenter søger mod midten • Stigende dollarkurs

Kilde: Egen tilvirkning

IC Companys har i de seneste regnskabsår realiseret skuffende resultater i forhold til såvel egne som aktionærernes forventninger.

Den største udfordring for IC Companys vurderes at være den lavere vækst hos selskabets key brands, der tidligere har drevet virksomheden fremad. Skift i forbrugeradfærden har de etablerede key brands ikke formået at efterkomme eller tilpasse sig godt nok. IC Companys har derfor tilkøbt og introduceret nye mærker og fører således en multibrandstrategi for at efterkomme forbrugernes divergente behov. Multibrandstrategien vurderes derfor at være IC Companys styrke, da koncernen kan appellere til specifikke målgrupper og samlet opnå en højere omsætning end hvis der blot skulle markedsføres et enkelt brand over for en bredere målgruppe.

Markedsføringen af flere brands er dog samtidig også en svaghed, da det er mere ressourcekrævende. Som konsekvens af multibrandstrategien, understøttes de enkelte brands med en fælles platform inden for en række centrale funktioner, for at udnytte synergier på tværs af koncernen.

IC Companys er i høj grad påvirket af den økonomiske situation, da koncernen befinder sig i en form for krise. Da det nu er de nyere brands, der skal være med til at drive koncernen fremad, giver en periode med lavkonjunktur ikke de bedste forudsætninger for vækst. I disse perioder vil forbrugere og forhandlere være mere tilbøjelige til de sikre, velkendte og billigere løsninger.

IC Companys vurderes samlet set at stå over for en meget afgørende periode, da der er flere faktorer, der vurderes at gå IC Companys imod. Strategien med fokus på omsætningsvækst vurderes at være farlig, da den økonomiske krise kan medføre faldende dækningsgrader. Modsat vurderes omkostningstilpasningerne og multibrandstrategien med de nye brands at kunne opveje dette og være en konkurrencedygtig strategi. Der vurderes også at være store muligheder for IC Companys, hvis det lykkes at trænge igennem på markederne i Kina, Rusland og USA. Mulighederne for dette er dog forbundet med usikkerhed, og selskabets målsætning går i første omgang på at gøre eksisterende markeder færdige.

Samlet set vurderes det at der er mulighed for, at IC Companys kan komme ud af krisen. Selskabets 15/15-målsætningen vurderes dog at være meget ambitiøs, og grundet de økonomiske udsigter svært at få realiseret.

7. Regnskabsanalyse

Formålet med regnskabsanalysen er at vurdere IC Companys evne til at skabe afkast og dermed værdi for aktionærerne. Regnskabsanalysen skal desuden supplere den strategiske analyse med input til budgetteringen med hensyn til tendenser i regnskabstallene.

I dette afsnit vil der blive foretaget analyser af nøgletal i form af en rentabilitetsanalyse, samt en risikoanalyse af driften og finansieringen. Endelig vil der blive foretaget en analyse af den selvfinansierede vækst, samt en analyse af likviditetsrisikoen.

Ved udregninger af nøgletal benyttes balancetal, der er givet ved gennemsnittet af primo- og ultimoværdier for regnskabsåret.

7.1 Ændring i anvendt regnskabspraksis

Kontinuitet i regnskabspraksis er et krav i regnskabsanalysen for at sikre sammenlignelighed årsrapporterne imellem, således at analyser og konklusioner ikke træffes på et forkert grundlag. Ændringer i regnskabspraksis vil dog ikke have likviditetsvirkning og påvirker dermed ikke værdiansættelsen ved DCF-modellen.

IC Companys overgik i regnskabsåret 2005/06 til at aflægge årsrapporten efter International Financial Reporting Standards (IFRS). Overgangen til IFRS medførte ændringer i den anvendte regnskabspraksis med hensyn til indregning og måling af goodwill, aktiebaseret vederlæggelse, immaterielle lejerettigheder, pensionsforpligtelser samt kapitalandele i dattervirksomheder⁶⁰. I bilag 12.5 er den anvendte regnskabspraksis i overensstemmelse med IFRS gennemgået og sammenholdt med den tidligere anvendte regnskabspraksis.

Årsrapporterne fra 2003/04 til 2007/08 er alle blevet aflagt med påtegninger uden modifikationer af IC Companys' revisorer Deloitte og Ernst & Young. Det må derfor antages, at årsrapporterne giver et retvisende billede i overensstemmelse med IFRS, årsregnskabsloven og de danske regnskabsstandarder. Den anvendte regnskabspraksis giver derfor ikke anledning til en nærmere gennemgang heraf.

⁶⁰ Årsrapport 2006/06 s. 32

Jævnfør de omtalte ændringer i anvendt regnskabspraksis er regnskabstallene fra 2003/04 og 2004/05 korrigeret i overensstemmelse med den i årsrapporten for 2007/08 anvendte regnskabspraksis. Korrektionerne er gennemgået i forbindelse med reformulering af egenkapitalopgørelsen, balancen og resultatopgørelsen i hhv. bilag 12.6, 12.7 og 12.8.

7.2 Reformulering af analyseperiodens regnskaber

Reformulering af egenkapitalopgørelsen:

Reformulering af egenkapitalopgørelsen til analyseformål sker ved at opdele posterne i transaktioner med ejerne og i totalindkomst⁶¹. Herved er det muligt at opnå kendskab til indtægter og omkostninger, der vedrører totalindkomsten, men er indregnet direkte på egenkapitalen (dirty-surplus accounting) samt transaktioner og posteringer, der vedrører ejernes interesse.

I IC Companys' årsrapporter forekommer der tre dirty-surplus poster, der skal indregnes i selskabets totalindkomst: Valutakursregulering af dattervirksomheder, skatteværdi af favørelement og værdiregulering af afledte finansielle instrumenter.

De foretagne korrektioner og reformuleringen af egenkapitalopgørelsen er gennemgået i bilag 12.6, hvoraf den reformulerede egenkapitalopgørelse også fremgår.

Reformulering af balancen:

Reformulering af balancen til analyseformål sker ved at reklassificere posterne mellem driftsaktivitet og finansiell aktivitet⁶². Herved er det muligt at kunne beregne nøgletal, der måler resultatet af virksomhedens aktiviteter, ligesom reformuleringen tjener til at bringe yderligere detaljer ind fra noterne mv.

De foretagne korrektioner og reformuleringen af balancen er gennemgået i bilag 12.7, hvoraf den reformulerede balance også fremgår.

⁶¹ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 107

⁶² Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 121

Reformulering af resultatopgørelsen:

Reformulering af resultatopgørelsen til analyseformål sker ved at inddele posterne i ordinært resultat, ekstraordinært resultat og finansieringsposter, samt inddrage ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen⁶³. Herved skabes der på totalindkomstbasis en opgørelse af overskuddet fra såvel den primære drift som fra finansieringen, og det er muligt at beregne nøgletal, der på korrekt vis måler resultatet af virksomhedens primære aktiviteter.

De foretagne korrektioner og reformuleringen af resultatopgørelsen er gennemgået i bilag 12.8, hvoraf den reformulerede resultatopgørelse også fremgår.

Reformulering af pengestrømsopgørelsen:

Reformulering af pengestrømsopgørelsen til analyseformål sker ved at inddele posterne fra finansieringsaktiviteten i poster vedrørende finansielle forpligtelser og vedrørende egenkapitalen⁶⁴. Pengestrømme fra driftsaktiviteten fratrasket pengestrømme fra investeringsaktiviteten udgør det frie cash flow. Den reformulerede pengestrømsopgørelse gør det muligt at opnå viden om selskabets likviditetsmæssige stilling samt den fremtidige risiko forbundet herved.

Den reformulerede pengestrømsopgørelse fremgår af bilag 12.9.

7.3 Rentabilitetsanalyse

Med udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse og balance, vil der i det følgende afsnit blive foretaget en analyse af IC Companys rentabilitet. Inden dette foretages, vil der dog blive foretaget en gennemgang af udviklingen i IC Companys omsætning i de forskellige distributionskanaler.

⁶³ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 134

⁶⁴ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 151

7.3.1 Distributionskanalernes omsætningsudvikling

Af distributionskanalernes omsætningsudvikling i bilag 12.10 fremgår det, at IC Companys gennem analyseperioden har haft en svagt stigende udvikling i nettoomsætningen, mens engrosomsætningen har haft en stort set konstant udvikling. Ud af den samlede omsætning, har engrossalget dog gennemgået en aftagende udvikling, og er siden regnskabsåret 2005/06 faldet svagt.

Udviklingen i retailomsætningen er siden regnskabsåret 2004/05 steget, da man i de foregående regnskabsår har lukket en lang række urentable butikker og erstattet dem med nye butikker i bl.a. udlandet. Dette har forbedret m²-omsætningen, hvis niveau dog fortsat vurderes at ligge under potentialet⁶⁵. Ud af den samlede omsætning har retailomsætningen stort set gennemgået den modsatte udvikling af engrosomsætningen og udgør en stadig større andel heraf.

Endelig har outletomsætningen gennemgået en stigende udvikling de to sidste regnskabsår af analyseperioden, men udgør samlet set en aftagende del af omsætningen over stort set hele analyseperioden, hvilket må have haft en positiv effekt på bruttoavancen.

Endelig kan det konkluderes, at 15/15-målsætningen i analyseperioden på intet tidspunkt er opnået, og for hver enkelt af de tre distributionskanaler kun er opnået i 2004/05 for engrosomsætningen og i 2007/08 for retailomsætningen.

7.3.2 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning (ROE) viser fremgangen i egenkapitalens værdi opnået i en periode som resultat af virksomhedens værdiskabende aktiviteter, i forhold til værdien af den kapital som ejerne har investeret i virksomheden i en tilsvarende periode⁶⁶. ROE viser med andre ord IC Companys indtjening for hver krone aktionærerne investerer.

ROE kan dekomponeres i 3 dele: Afkastningsgraden (ROIC), den finansielle gearing (FGEAR) samt forskellen mellem afkastningsgraden og nettolånerenten (SPREAD)⁶⁷. Udviklingen i disse nøgletal er vist nedenfor.

⁶⁵ Årsrapport 2007/08 s. 24

⁶⁶ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 171

⁶⁷ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 173

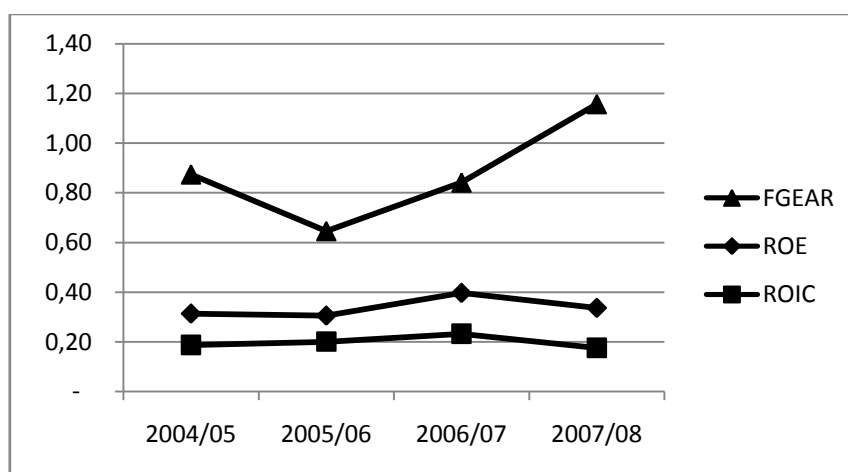
Tabel 10: Dekomponering af egenkapitalens forrentning

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
ROE	31,4%	30,6%	39,7%	33,7%
ROE (før minoritetsinteresser)	31,4%	30,8%	40,4%	33,5%
ROIC	18,7%	20,1%	23,3%	17,6%
FGEAR	0,87	0,65	0,84	1,16
r	4,3%	3,5%	2,8%	3,7%
SPREAD	14,5%	16,6%	20,5%	13,9%

Kilde: Egen tilvirkning

Udviklingen i ROE følger som forventet udviklingen i ROIC, der måler hvor profitabel IC Companys er i stand til at udnytte de ressourcer, der er til rådighed. Det ses også, at udviklingen i ROE i forhold til ROIC påvirkes af udviklingen i den finansielle gearing. ROE nærmer sig således ROIC ved fald i den finansielle gearing, og stiger omvendt ved en stigning i den finansielle gearing. Dette er illustreret grafisk i figuren nedenfor:

Figur 11: ROE, ROIC og FGEAR for IC Companys for 2004/05 – 2007/08



Kilde: Egen tilvirkning

7.3.3 Afkastningsgraden (ROIC)

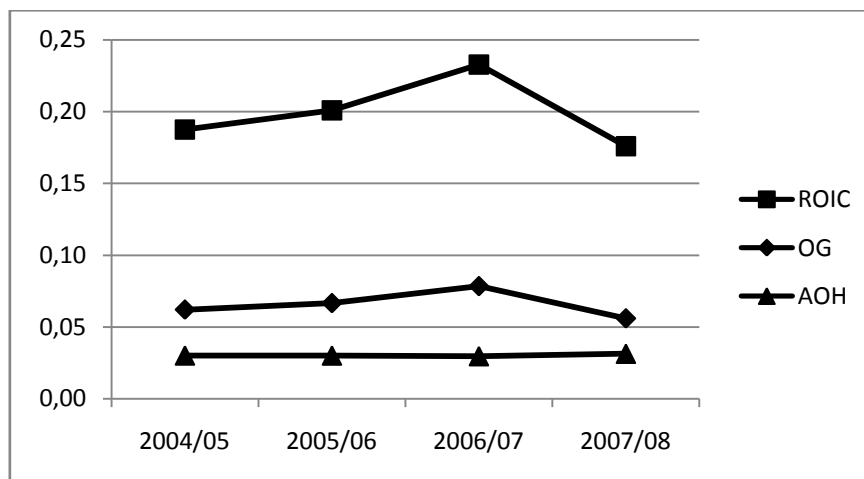
Afkastningsgraden er en selvstændig værdidriver i relation til egenkapitalens forrentning, men kan dekomponeres i yderligere to underliggende drivere i form af overskudsgraden (OG) og aktiverens omsætningshastighed (AOH).

Overskudsgraden måler overskuddet for en krones salg fra virksomhedens driftsaktivitet, og er et nøgletal for indtægts- og omkostningstilpasningen i IC Companys.

Aktivernes omsætningshastighed måler salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver, og er et nøgletal for IC Companys' kapitalintensitet og –tilpasning.

Udviklingen i ROIC og de underliggende drivere OG og AOH er vist nedenfor:

Figur 12: ROIC, OG og AOH for IC Companys for 2004/05 – 2007/08



Kilde: Egen tilvirkning

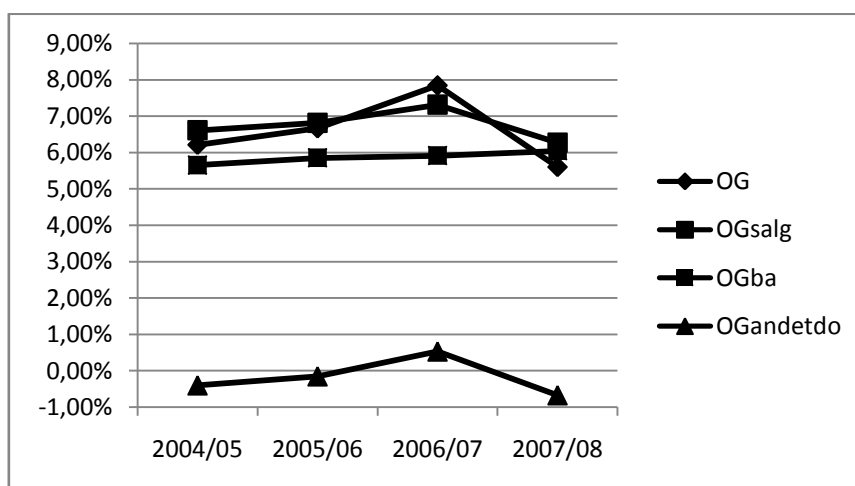
ROIC er stigende gennem analyseperioden bortset fra 2007/08, hvor det falder til det laveste niveau i analyseperioden. Stigningen i ROIC skyldes bl.a., at nettoomsætningen er steget med 28 % fra regnskabsåret 2003/04 til 2006/07. Af tallene kan man konkludere, at OG er den væsentligste driver for ROIC. OG påvirker i høj grad udviklingen i ROIC og forklarer blandt andet det markante fald i ROIC i regnskabsåret 2007/08, på trods af at AOH stiger en smule. Ud fra analysen er det dog ikke umiddelbart til at sige, hvor påvirkelig ROIC er af AOH for IC Companys, da AOH i analyseperioden stort set er konstant. Udviklingen i AOH viser, at mens IC Companys i starten af analyseperioden bandt 33,11 ører i netto driftsaktiverne for hver krones omsætning, skulle der i regnskabsåret 2007/08 "blot" bindes 31,85 ører.

7.3.3.1 Overskudsgraden (OG)

Overskudsgraden måler som nævnt overskuddet for en kroners salg fra virksomhedens driftsaktivitet, og er givet ved driftsoverskuddet delt med nettoomsætningen. Overskudsgraden vil i det følgende blive analyseret ved en dekomponering i overskudsgraden fra bruttoavancen (OG_{BA}), salg (OG_{Salg}) og andre driftsposter ($OG_{Andet\ DO}$). Dekomponeringen sikrer, at den analytisk mindre meningsgivende overskudsgrad fra andre driftsposter udskilles fra overskudsgraden således, at overskudsgraden fra salg kan identificeres uden støj. Herved kan IC Companys primære overskud fra kerneforretningsområdet analyseres.

Udviklingen i overskudsgraderne er vist i figuren nedenfor⁶⁸:

Figur 13: OG , OG_{BA} , OG_{Salg} og $OG_{Andet\ DO}$ for IC Companys for 2004/05 – 2007/08



Kilde: Egen tilvirkning

Dekomponeringen viser, at OG i de to første analyseperioder følger udviklingen i de underliggende drivere og stiger. OG_{BA} er imidlertid konstant i de sidste tre analyseperioder, mens OG følger udviklingen i OG_{Salg} og $OG_{Andet\ DO}$ og hhv. stiger i 2006/07 og falder i 2007/08.

Udviklingen i overskudsgraderne indikerer, at mens man i regnskabsåret 2006/07 havde held med at reducere såvel produktionsomkostningerne som de eksterne omkostninger, er udviklingen i regnskabsåret 2007/08 gået den stik modsatte vej. Her er såvel OG som OG_{Salg} og $OG_{Andet\ DO}$ faldet til det laveste niveau i analyseperioden. Den negative udvikling skyldes primært, at der har været afholdt forholdsvis flere personaleomkostninger samt eksterne omkostninger. Grundet manglende

⁶⁸ OG_{ba} er af illustrative hensyn vist som $OG_{ba}/10$.

informationer i de officielle årsrapporter har det ikke været muligt at analysere forholdene yderligere, men indtægts- og omkostningstilpasningen har altså ikke været effektiv i det sidste regnskabsår i analyseperioden.

7.3.3.2 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed måler som nævnt salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver, og er givet ved nettoomsætningen delt med nettodriftsaktiverne. Aktivernes omsætningshastighed vil i det følgende blive analyseret ved en dekomponering i anlægsaktivernes omsætningshastighed ($AOH_{Anlæg}$), omsætningsaktivernes omsætningshastighed (AOH_{Oms}) og driftsforpligtelsernes omsætningshastighed (AOH_{Drift}):

Tabel 14: Udvikling i og dekomponering af AOH

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
AOH	3,02	3,01	2,97	3,14
$AOH_{Anlæg}$	4,43	4,01	3,93	4,29
AOH_{Oms}	3,74	3,90	3,88	3,87
AOH_{Drift}	6,21	5,75	5,71	5,77

Kilde: Egen tilvirkning

Aktivernes omsætningshastighed ligger stort set på samme niveau gennem hele analyseperioden grundet ens udvikling for henholdsvis anlægsaktivernes og omsætningsaktivernes omsætningshastighed samt driftsforpligtelsernes omsætningshastighed. Aktivernes omsætningshastighed stiger dog i regnskabsåret 2007/08, da anlægsaktivernes omsætningshastighed stiger, mens de to andre drivere stort set er konstante. Årsagen hertil er, at der ikke er foretaget videre investeringer i anlægsaktiverne i forhold til væksten i nettoomsætningen.

7.4 Risikoanalyse

IC Companys risiko er baseret på dels en driftsmæssig og dels en finansiel risiko, ligesom den samlede risiko også afhænger af den generelle udvikling i branchen. Gennem risikoanalysen skal variabilitetsrisikoen analyseres – det vil sige sandsynligheden for, at IC Companys fremtidige

indtjening ikke bliver som forventet. Risikovurderingen har betydning for aktionærernes afkastkrav, idet de må antages, at være risikoaverse, hvorfor en forøget risiko kræves kompenseret ved et højere afkast⁶⁹.

Den samlede risiko for investorerne er givet ved produktet af den driftsmæssige- og den finansielle risiko, der vil blive analyseret i de følgende afsnit.

7.4.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko kan opstå ved en potentiel spredning på ROIC, der er drevet af spredningen på overskudsgraden, omsætningshastigheden, samt den driftsmæssige gearing⁷⁰. Et yderligere risikokomponent er vækstrisikoen.

En analyse af IC Companys' driftsmæssige risiko skal vurdere selskabets omkostningsstruktur, for at estimere, hvorledes en ændring i omsætningen vil påvirke selskabets indtjening - altså IC Companys' evne til at tilpasse sig omkostningerne. Under de nuværende markedsforhold er det højaktuelt at klarlægge, hvor hårdt IC Companys vil blive ramt af f.eks. faldende efterspørgsel eller faldende dækningsgrader.

Spredning på omsætningshastigheden består i, at salget vil kunne falde som følge af nedgang i enten priser eller mængder, som resultat af ændret efterspørgsel eller øget konkurrence. IC Companys har oplevet en forholdsvis stabil udvikling i AOH i analyseperioden, men AOH er dog steget i regnskabsåret 2007/08. Da hele produktionen er outsourcet, er behovet for besiddelse af kapitaltunge anlæg lav, hvilket reducerer de materielle anlægsaktivers omsætningshastighed. Omvendt er IC Companys mindre fleksibel, når det kommer til evnen til at tilpasse f.eks. varelagre i perioder med vigende salg, da ordreoptagelserne for kollektionerne typisk afsluttes et halvt år inden levering. Dette kan fremover forøge varelagreneres omsætningshastighed og dermed AOH-risikoen.

Spredningen på overskudsgraden består i risikoen for ændringer i overskudsgraden for et givent niveau af salget. Risikoen for IC Companys kunne f.eks. bestå i stigende materiale- eller lønomkostninger. IC Companys har i analyseperioden oplevet konstante stigninger i

⁶⁹ Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen & Ole Sørensen "Strategisk regnskabsanalyse" s. 106

⁷⁰ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 199

nettoomsætningen, mens overskudsgraden, bortset fra et markant fald i regnskabsåret 2007/08, også er steget. OG-risikoen må derfor være vokset. Af den udarbejdede common-size-analyse i bilag 12.11 fremgår det, at andelen af produktionsomkostninger og dermed variable omkostninger er faldet gennem analyseperioden. Dette understøtter også vurderingen af en forhøjet OG-risiko.

Nedenfor er IC Companys' nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin beregnet.

Tabel 15: Nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Nulpunktsomsætning	2.890,06	2.502,76	2.523,61	2.805,97	3.168,38
Sikkerhedsmargin	-10,4%	11,37%	16,5%	16,3%	15,2%

Kilde: Egen tilvirkning

IC Companys har formået at hæve sikkerhedsmarginen hvilket primært skyldes, at dækningsgraden er blevet forbedret gennem analyseperioden. At sikkerhedsmarginen alligevel er faldende i regnskabsåret 2007/08 kan forklares ved, at de faste omkostninger er vokset med hele 15,43 %, hvilket bruttofortjenesten ikke kan løfte på trods af en stigning.

Den driftsmæssige risiko er ud over ovenstående også påvirket af efterspørgslen, hvorfor der ved IC Companys' multibrandstrategi er indbygget en naturlig risikospredning. Da hvert brand følger en individuelt tilpasset positionerings- og markedsstrategi, vil et fald i omsætningen af ét brand ikke ramme virksomheden nær så hårdt, som hvis der blev satser på et eller færre brands. Andre driftsmæssige risici kunne tænkes at være salgspriser, rabatter, indkøbspriser og valutakursudsving.

IC Companys vil på kort sigt have forholdsvis stort udbytte af en stigning i omsætningen, da en høj andel af omkostningsstrukturen består af faste omkostninger. Omvendt vil et fald i omsætningen ramme tilsvarende hårdt, da man ikke vil være i stand til at skære tilsvarende ned på de faste omkostninger. Dette vil påvirke bundlinjen direkte.

IC Companys er altså eksponeret for konjunkturerne grundet efterspørgselsvariabiliteten, hvorfor den driftsmæssige gearing samlet set vurderes at ligge på et niveau over middel grundet de økonomiske krisetider.

7.4.2 Finansiell risiko

Den finansielle risiko afhænger af niveauet for den finansielle gearing samt spredningen på SPREAD, der yderligere er afhængig af ROIC og de netto finansielle omkostninger⁷¹.

Så længe SPREAD er positiv er den finansielle gearing gunstig. Et fald i ROIC vil reducere SPREAD, og den finansielle gearing vil blive mindre gunstig. Hvis SPREAD bliver negativ, vil den finansielle gearing være ugunstig, og ROE vil blive reduceret til under niveauet for ROIC. En øget renterisiko vil også øge risikoen for at SPREAD vil falde.

Af figur 10 ses det, at den finansielle gearing, bortset fra et fald i 2005/06, er steget gennem analyseperioden. Dette betyder, at IC Companys har gennemgået en stigning i fremmedfinansieringen, hvilket bl.a. skyldes, at IC Companys fra regnskabsåret 2005/06 begyndte at udlodde udbytte til aktionærerne.

IC Companys SPREAD har gennem hele analyseperioden været positiv og stigende, men er faldet i regnskabsåret 2007/08. IC Companys har således haft en positiv finansiell gearing, der er medvirkende til, at ROE har ligget på et højere niveau end ROIC gennem hele analyseperioden.

De netto finansielle omkostninger er aftagende gennem analyseperioden, men har ligeledes afbrudt tendensen i regnskabsåret 2007/08 og er steget. Dette har også været medvirkende til, at SPREAD er faldet.

Gælden i IC Companys består primært af gæld til kreditinstitutter samt varekreditorer. Gælden til kreditinstitutter består af en langfristet del i form af et stående lån i DKK med variabel rente, og en kortfristet del i form af danske og udenlandske kassekreditter i primært DKK og EUR. Da DKK er bundet til EUR, vurderes der at være en lav valutarisiko ved selskabets gæld. Kassekreditterne i HKD og USD afdækkes i form af terminskontrakter og/eller optioner for en 12 måneders periode. En styrkelse af disse valutaer kan føre til en forøget valutarisiko, når der skal indgås nye valutaterminskontrakter. Samlet vurderes valutarisikoen dog til at være relativt lav, da valutakursen ved afdækningen er kendt for en løbende 12 måneders periode, og derved kan indarbejdes i salgspriser mv.

IC Companys renterisiko overvåges løbende af koncernens treasury afdeling og styres gennem låneoptagelse af variable og fastforrentede lån, samt finansielle instrumenter afpasset med

⁷¹ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 201

renterisikoen på den underliggende investering. Udsigterne til rentefald gør dog, at renterisikoen vurderes at være lav i forhold til det nuværende niveau.

Samlet set vurderes den finansielle risiko for IC Companys dog at være over middel, da koncernens finansielle beredskab forventes at blive presset i den kommende tid, grundet lavkonjunkturerne. Disse fremtidsudsigter bekræftes også af ledelsen i halvårsregnskabet, i og med at der hverken vil blive udloddet udbytte eller foretaget aktietilbagekøb, ligesom der er iværksat de omtalte omkostningsbesparelser. Alt sammen med det formål at nedbringe trækket på koncernens kreditter. At den finansielle risiko på baggrund af ovenstående ikke vurderes at være højere skyldes, at IC Companys har kreditfaciliteter på kr. 1,4 mia.⁷² og en nettogæld pr. 31. december 2008 på kr. 680,6 mio. Det må derfor vurderes, at der er tilstrækkeligt med kreditmuligheder. Yderligere træk på disse vil dog medføre øgede netto finansielle omkostninger.

7.4.3 Selvfinansieret vækst

Som tidligere omtalt, har IC Companys en målsætning om at opnå en årlig vækst og indtjeningsevne på minimum 15 %. Vækstpotentialet for IC Companys afhænger bl.a. af, hvorvidt de vil være i stand til at understøtte væksten med de nødvendige finansielle ressourcer. En stigning i omsætningen vil typisk kræve flere aktiver, der igen vil kræve yderligere finansiering. De finansielle ressourcer kan tilføres ved finansiering gennem driften, ved at øge fremmedkapitalen, eller ved tilgang af yderligere aktiekapital. Ved at øge fremmedkapitalen øges den finansielle gearing, mens kapitaludvidelse ikke medfører en stigning i den finansielle risiko. Såfremt de to sidstnævnte muligheder ikke anvendes, vil selvfinansieringen lægge et loft for vækstmulighederne. Dette loft er udtrykt ved den selvfinansierede vækstrate (g). I tabellen nedenfor er den beregnede selvfinansierede vækstrate, dens to komponenter, payout ratio og egenkapitalforrentningen, samt omsætningsvæksten vist.

⁷² Halvårsregnskab 2008/09 s. 9

Tabel 16: Nulpunktsomsætning og sikkerhedsmargin

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
g	35,6%	-6,5%	-6,6%	-14,4%
ROE	31,4%	30,6%	39,7%	33,7%
PO	0,00%	129,9%	121,7%	164,6%
Omsætningsvækst	7,8%	7,1%	11,00%	11,4%

Kilde: Egen tilvirkning

IC Companys udlodder ikke udbytte og foretager ikke aktietilbagekøb i 2004/05. I de efterfølgende tre regnskabsår er PO imidlertid større end 100 %, da der udloddes mere udbytte og foretages flere aktietilbagekøb end årets overskud. Dette medfører, at den selvfinansierede vækst falder fra et forholdsvist højt niveau til at blive negativ.

At den selvfinansierede vækst har været negativ de sidste 3 regnskabsår, vurderes ikke at være et problem for IC Companys, eftersom det er en selvvalgt strategi med den høje payout ratio. Såfremt IC Companys ikke udloddede udbytte eller foretog aktietilbagekøb, ville den selvfinansierede vækst være positiv som for regnskabsåret 2003/04.

Set ud fra en investors synspunkt er det fornuftigt, at overskuddet udloddes til aktionærerne via udbytte eller aktietilbagekøb, såfremt det vurderes af ledelsen, at overskuddet ikke kan anvendes bedre i virksomheden til f.eks. investeringer eller afdrag på gæld. Sidstnævnte er tilfældet for regnskabsåret 2008/09, hvor IC Companys hverken udlodder udbytte eller foretager aktietilbagekøb for at nedbringe trækket på koncernens kreditter.

Historisk set har den selvfinansierede vækst altså givet IC Companys mulighed for egenfinansiering af væksten via driften. At selskabet har valgt at lade dette komme aktionærerne til gode ved udlodning af udbytte samt aktietilbagekøb har dog medført, at den selvfinansierede vækstrate har ligget under omsætningsvæksten, hvilket har medført en forøgelse af fremmedkapitalen.

7.4.4 Likviditetsrisikoanalyse

En analyse af IC Companys' pengestrømsopgørelse kan være med til at afklare, hvorvidt de opnåede resultater skyldes faktiske pengebevægelser eller blot kalkulatoriske poster.

I bilag 12.9 er den reformulerede pengestrømsopgørelse vist. Heraf fremgår det, at det frie cash flow stort set har været stigende gennem hele analyseperioden, med undtagelse af i regnskabsåret 2005/06. Likviditetsrisikoen i IC Companys vurderes derfor ikke at være stor. IC Companys har det også som en målsætning, at likviditetsberedskabet og kapitalstrukturen skal tilrettelægges med henblik på til enhver tid at sikre og underbygge koncernens løbende drift og planlagte investeringer⁷³.

7.5 Sammenfatning af regnskabsanalysen

Analysen af distributionskanalernes omsætningsudvikling viste, at IC Companys på intet tidspunkt har opnået den ønskede 15/15-målsætning i analyseperioden. I enkelte regnskabsår har koncernen dog opnået den ønskede vækst i de enkelte distributionskanaler, hvorfor potentialet historisk set må være til stede.

IC Companys' rentabilitet er forsøgt afdækket ved egenkapitalens forrentning ROE, der gennem analyseperioden har svinget mellem 30 – 40 %. En dekomponering af ROE viste, at udviklingen heri har fulgt udviklingen i ROIC, der har fulgt udviklingen i OG. Faldet i ROE i regnskabsåret 2007/08 kan derfor forklares ved manglende tilpasning af primært personaleomkostningerne og de eksterne omkostninger. Grundet finanskrisen kan det blive svært for IC Companys at løfte OG i de kommende år. Ledelsen har dog iværksat en række konkrete tiltag for at tilpasse omkostningerne.

Endelig vurderes den samlede risiko for IC Companys at være over middel. Dette skyldes, at koncernen er eksponeret for konjunkturerne grundet efterspørgselsvariabiliteten og da det finansielle beredskab vurderes at blive presset grundet lavkonjunkturerne. IC Companys har dog mulighed for egenfinansiering vækst via driften, ligesom at likviditetsrisikoen ikke vurderes at være stor.

⁷³ Årsrapport 2007/08 s. 12

8. Budgettering

Værdiansættelsen vil blive foretaget ud fra regnskabsanalysen af de historiske nøgletal kombineret med de forventninger til fremtiden som den strategiske analyse har kastet af sig. Ledelsens forventninger til fremtiden, samt de realiserede resultater for 1. halvår af regnskabsåret 2008/09, vil blive taget til efterretning. Budgetteringen er derfor foretaget ud fra, hvad der vurderes at være den mest sandsynlige udvikling for IC Companys på baggrund af de udarbejdede analyser.

Ved budgetteringen er der foretaget en fuld estimering af resultatopgørelsen og balancen. De centrale value drivers vurderes at være omsætningen og omsætningsvæksten, der vil danne grundlag for den øvrige budgettering i form af f.eks. omsætningshastigheder.

8.1 Fastlæggelse af budgetperiode

Teoretisk set baseres værdiansættelsesmodellerne på tilbagediskontering af en uendelig pengestrøm. Dette er dog praktisk ikke muligt, hvorfor der budgetteres inden for en begrænset periode, hvor det er muligt at udarbejde eksplicitte budgetter. Det forudsættes herefter, at de enkelte poster i budgettet vokser med en konstant vækstrate i terminalperioden, hvormed de uendelige pengestrømme beskrives i budgettet.

Budgethorisontens længde afhænger af, hvor langt ude i fremtiden det er muligt at forudsige variationer i de underliggende variable - dvs. til følgende fire nøgletal forbliver konstante: omsætningsvækst, overskudsgraden, omsætningshastigheden og FGEAR⁷⁴. Terminalperioden udtrykker altså et skøn over, hvordan nøgletallene forventes at udvikle sig på lang sigt.

IC Companys nye ledelse har iværksat endnu en turnaround proces, blandt andet grundet finanskrisens påvirkning på koncernen. Det er svært at vurdere, hvornår udviklingen i IC Companys vil nå et stabilt stadie. Som omtalt i den strategiske analyse forventes det, at lavkonjunkturerne vender i 2010, hvorfor der fra regnskabsåret 2010/11 igen budgetteres med vækst i omsætningen. Herefter forventes det, at IC Companys begynder at genoptage vækstraterne fra før finanskrisen,

⁷⁴ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 234

hvorfor budgetperioden er sat til 5 år. En længere budgetperiode vil være forbundet med stor usikkerhed, mens en kortere budgetperiode vil gøre terminalleddet for signifikant i forhold til den samlede værdi. Budgetperioden er således fra 1. juni 2008 til 30. juni 2013 hvorefter terminalperioden indtræffer.

8.2 Budgettering af resultatopgørelsen for 2008/09 – 2013/14

Omsætning:

Budgetteringen af omsætningen er dels foretaget ud fra ledelsens forventninger til fremtiden og den realiserede omsætning for første halvår af regnskabsåret 2008/09, og dels ud fra en budgettering af den forventede omsætningsudvikling for de enkelte brands. Omsætningsudviklingen for de enkelte brands er foretaget ud fra deres placering i produktlivscyklussen, de historiske vækstrater og vækstraterne for første halvår af regnskabsåret 2008/09. Ledelsens udmelding om at de brands, der klarer sig bedst, vil blive prioriteret i forhold til investeringerne er ligeledes inddraget i budgetteringen. Budgetteringen af omsætningen for 2008/09 – 2012/13 fremgår af bilag 12.13.

IC Companys vurderes overordnet set at være godt rustet til fremtiden primært på grund af multibrandstrategien. Truslen fra nye konkurrenter er begrænset, eftersom det vil kræve såvel kapital som et etableret brand at stjæle væsentlige markedsandele fra IC Companys, da omsætningsrisikoen er fordelt på 11 brands. Af samme årsag vurderes IC Companys også at være godt stillet over for den faldende brandloyalitet, da koncernen kan tilbyde en hel portefølje af modealternativer. For den fremtidige udvikling er det også positivt, at IC Companys har flere brands i introduktions- og vækstfasen, men kun få brands i afviklingsfasen. Der er dermed fortsat vækstpotentiale i den nuværende portefølje af brands. Endelig vurderes ledelsen tiltag med kortere time to market samt nye kollektioner hver måned også at kunne hæve omsætningen, eftersom at det således vil være muligt for IC Companys bedre at ramme de aktuelle trends og tendenser.

I halvårsregnskabet for 2008/09 oplyser IC Companys' ledelse, at der for 2008/09 forventes en lidt lavere omsætning end i 2007/08. Hvor meget lavere omsætningen forventes at blive præciseres ikke nærmere. Under de nuværende markedsforhold er det svært at komme med forudsigelser

omkring den fremtidige udvikling. Pilen peger dog i en negativ retning, eftersom at IC Companys for første kvartal havde en vækst i omsætningen på 1,3 % i forhold til samme periode sidste år, mens der for andet kvartal var en tilbagegang på 5,5 %⁷⁵. I 2009 forventes privatforbruget at udvikle sig endnu mindre gunstigt, samtidig med at de vigtige salgsvalutaer SEK og NOK fortsat forventes at være svækkede i forhold til DKK. For regnskabsåret 2008/09 budgetteres der derfor med en samlet tilbagegang i omsætningen på 4 %. Som gennemgået i den strategiske analyse, forventes konjunkturerne først at vende i 2010, hvorfor der for regnskabsåret 2009/10 budgetteres med en tilsvarende tilbagegang. Herefter forventes konjunkturerne igen at rette sig med stigninger i privatforbruget. Stigningerne forventes at medføre, at forbrugerne ikke længere søger mod de billige og velkendte mærker, men igen køber tøj fra mellem- og højprissegmentet, hvor IC Companys er velrepræsenteret. Der budgetteres derfor med, at væksten i omsætningen vil stige og nå på niveau med, hvad der tidligere er realiseret. For de efterfølgende regnskabsår budgetteres der derfor med en vækst i omsætningen på 9 - 11 %. I terminalperioden budgetteres der med en vækst på 4 % ud fra en undersøgelse af salgsvækstmønstrene for ikke-finansielle børsnoterede virksomheder for perioden 1984-2002⁷⁶.

Vareforbrug/dækningsgrad:

De sidste tre regnskabsår er der blevet realiseret dækningsgrader på omkring 60 %, hvilket danner udgangspunktet for budgetteringen af vareforbruget. Den nye ledelse har iværksat effektiviseringer ved varekøb, der forventes at kunne forbedre dækningsgraden inden for en kort årrække, samt effektiviseringer ved træning af medarbejderne og investeringer i den fælles platform. I den modsatte retning trækker USD valutaterminskontrakterne der skal indgås med effekt fra 2010, hvilket kan medføre et pres på dækningsgraden. Herudover forventes ledelsens strategi med bl.a. at vækste sig ud af krisen at kunne medføre lavere fuldprissalg, større rabatter samt lagernedskrivninger så længe, at konjunkturerne går IC Companys i mod. Dækningsgraden er faldet med knap 2 % i det første halvår af regnskabsåret 2008/09 i forhold til året før, og efterfølgende er markedsforholdene ikke blevet bedre. Der budgetteres derfor med, at dækningsgraden falder til 58 % i 2008/09 grundet øgede prisrabatter. Effektiviseringerne forventes ifølge ledelsen at slå igennem i 2009/010, hvorfor dækningsgraden forventes at stige til 58,5 %.

⁷⁵ Halvårsregnskab 2008/09 s. 13

⁷⁶ Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen og Ole Sørensen: "Strategisk regnskabsanalyse" s. 228

Herefter forventes den nye effektivisering ved vareindkøb at være slået fuldt igennem og samtidig overveje det mulige pres fra USD valutaterminskontrakterne. Dækningsgraden forventes derfor at blive forbedret frem mod terminalperioden, hvor der budgetteres med en dækningsgrad på 60 %. At der ikke budgetteres med en dækningsgrad på over 60 %, som realiseret i regnskabsåret 2007/08, skyldes flere forhold. Ledelsens tiltag med kortere time to market samt nye kollektioner hver måned forventes at kunne hæve omsætningen, men må samtidig koste på dækningsgraden. Desuden forventes lønniveauet i Asien og Østeuropa at stige, hvorfor produktionsomkostningerne også vil forøges.

Personaleomkostninger:

Historisk set har personaleomkostningerne været tilpasset omsætningen således at de har udgjort 24 - 25 % heraf. Halvårsregnskabet for 2008/09 viser, at personaleomkostningerne som forventet, grundet den aftagne vækst i omsætningen, nu udgør en forholdsmæssig større andel heraf – en stigning på ca. 5 %. Ledelsen har derfor gennemført en række tiltag, bl.a. afskedigelse af medarbejdere. Besparelserne forventes ifølge ledelsen først at have effekt fra regnskabsåret 2009/10 af, hvorfor der budgetteres med en stigning i personaleomkostningerne for 2008/09, der således forventes at udgøre 25,5 % af omsætningen. Afskedigelserne, de administrative sammenlægninger af brands, samt træning og udvikling af medarbejdere gør, at der fra regnskabsåret 2009/10 af budgetteres med, at personaleomkostningerne falder til at udgøre 24,5 % af nettoomsætningen. Dette niveau har tidligere vist sig muligt at realisere. IC Companys' træning og udvikling af medarbejderne vil forøge effektiviteten, men er samtidige også ressourcekrævende. Personaleomkostningerne forventes derfor ikke at falde til et lavere niveau i forhold til omsætningen.

Af- og nedskrivninger:

Af- og nedskrivningerne har historisk set udgjort 15 – 16 % af nettoværdien af de materielle- og immaterielle anlægsaktiver og budgetteres derfor til at udgøre 16 % heraf i budgetperioden.

Andre eksterne omkostninger:

De eksterne omkostninger består i overvejende grad af faste omkostninger. Historisk set har de eksterne omkostninger dog udgjort omkring 23 % af omsætningen, hvilket vil blive benyttet som

grundlag i budgetteringen. Halvårsregnskabet for 2008/09 viser også tilsvarende udvikling. Den nye ledelse har dog iværksat en række tiltag, der på længere sigt forventes at føre til omkostningsbesparelser, men på kortere sigt at have den modsatte effekt grundet engangsomkostninger. I 2008/09 er der afholdt ekstraordinære omkostninger til den administrative sammenlægning af fire brands, ligesom der må forventes realiseret tab på debitorer. De eksterne omkostninger vurderes derfor at stige til et niveau på omkring 24,5 % af omsætningen i det første budgetår. Omkostningstilpasningerne forventes at have fuld effekt fra regnskabsåret 2009/10 af, men åbningen af nye butikker vil dog betyde, at virkningen på de samlede omkostninger vil blive mindre. De eksterne omkostninger forventes at falde til et niveau på omkring 23,5 % af omsætningen frem mod terminalperioden.

Andre gevinster og tab:

Andre gevinster og tab relaterer sig primært til fortjeneste og tab ved salg af anlægsaktiver, hvorfor der er tale om transaktioner af enkeltstående og ekstraordinær karakter. Posten er derfor ikke videre interessant i forbindelse med værdiansættelsen. Da det antages, at afskrivningerne foretages således, at anlægsaktiverne i al væsentlighed er bogført til markedsværdien, sættes andre gevinster og tab til 0 i budgetperioden.

Finansielle poster:

De finansielle poster sættes til at udgøre 6,7 % af den rentebærende gæld svarende til investorernes afkastkrav, som beregnes i forbindelse med estimeringen af WACC.

Skat af årets resultat/selskabsskat:

Der har historisk set ikke været en gennemgående tendens i IC Companys' effektive skatteprocent, der i analyseperioden er svinget fra -13 % til 34 %. IC Companys oplyser i årsrapporten for 2007/08, at skatteomkostningen fremover forventes at udgøre 27 - 29 % af resultat før skat. Afvigelsen i forhold til den danske selskabsskatteprocent må skyldes permanente differencer samt, at koncernens udenlandske datterselskaber er underlagt en højere beskatning end i Danmark. Da selskabsskatteprocenten for samtlige af IC Companys datterselskaber ikke er kendt, kunne det give anledning til udelukkende at benytte den danske selskabsskatteprocent på 25 %. IC Companys egen forventning til skatteomkostningerne vurderes dog at være et bedre estimat af koncernens

gennemsnitlige selskabsskatteprocent. Skat af årets resultat budgetteres derfor til at udgøre 28 % af resultat før skat. Der forventes ikke væsentlige ændringer til koncernens gennemsnitlige selskabsskatteprocent i budgetperioden.

Da selskabet har skævt regnskabsår, vil den skyldige selskabsskat på statusdagen bestå af skatten for det givne indkomstårs samt det foregående indkomstår. Det antages dog, at IC Companys' indbetalinger af acontoskat i al væsentlighed svarer til indkomstårets selskabsskat. Der budgetteres derfor med, at den skyldige selskabsskat svarer til årets aktuelle skat.

Den budgetterede resultatopgørelse for IC Companys for 2008/09 – 2013/14 fremgår af bilag 12.14.

8.3 Budgettering af balancen for 2008/09 – 2013/14

Goodwill:

Goodwill budgetteres med udgangspunkt i den bogførte værdi pr. 30. juni 2008, da afhandlingen, som omtalt i afgrænsningen, er afgrænset til, at IC Companys opkøber, udvikler eller frasælger brands. Efter overgangen til IFRS er det blevet vanskeligere at budgettere nedskrivning af goodwill. Selskabets goodwill stammer fra tilgangene af Peak Performance, Tiger of Sweden og Saint Tropez⁷⁷. De to førstnævnte brands vurderes at være succesfulde investeringer og befinder sig jf. den strategiske analyse fortsat i vækstfasen. Saint Tropez befinder sig derimod i afviklingsfasen, hvilket kunne indikere et nedskrivningsbehov. Ud fra budgetteringen af omsætningsudviklingen for de enkelte brands, vurderes der dog umiddelbart ikke at være et nedskrivningsbehov vedrørende goodwill. Der budgetteres derfor med en konstant regnskabsmæssig værdi af goodwill over hele budgetperioden på kr. 248,8 mio. i lighed med regnskabsåret 2007/08.

Software og IT systemer:

IC Companys har pr. 30. juni 2008 IT systemer under udvikling for kr. 1,0 mio. I regnskabsåret 2008/09 forventes der gennemført investeringer i den fælles platform, herunder IT og Supply Chain, i størrelsesordenen kr. 20 mio. Hvor meget af sidstnævnte der skal allokeres til software og

⁷⁷ Årsrapport 2007/08 s. 54

IT systemer angives ikke nærmere, hvorfor regnskabsposten skønnes til kr. 35 mio. i første budgetår svarende til en tilgang på kr. 10 - 15 mio.

I de sidste 4 år af analyseperioden er der foretaget større investeringer i software og IT systemer og den regnskabsmæssige værdi er således steget med 69 %. IC Companys' fællesplatform, herunder software og IT, er som tidligere omtalt essentiel for koncernen og en integreret del af strategien. Det forventes derfor, at der fortsat vil blive foretaget de nødvendige investeringer heri fremover, ligesom at den stigende vækst i budgetperioden vil blive understøttet af investeringer i software og IT systemer. Der budgetteres derfor med, at omsætningshastigheden for software og IT systemer vil falde i forhold til analyseperioden, og ligge på et niveau omkring 90 gange.

Varemærkerettigheder:

Varemærkerettigheder udgør i analyseperioden kr. 0,2 – 0,3 mio. Da der dermed ikke umiddelbart er indikationer på til- eller afgang, og da posten er uvæsentlig, budgetteres der også med en regnskabsmæssig værdi på dette niveau fremover.

Lejerettigheder:

IC Companys' lejerettigheder har i de sidste par år af analyseperioden udgjort omkring 20 % af den regnskabsmæssige værdi af indretning af lejede lokaler. Sammenhængen kan tænkes forklaret ved, at indretningen af de lejede lokaler bl.a. foregår i de lokaler som man har betalt lejerettigheder vedrørende. Det antages, at sammensætningen af de lejede lokaler ikke ændrer sig væsentligt i budgetperioden med hensyn til, hvor mange der betales lejerettigheder for. Der budgetteres derfor med, at lejerettighederne udgør 20 % af den regnskabsmæssige værdi af indretning af lejede lokaler i budgetperioden.

Grunde og bygninger:

Regnskabsposten grunde og bygninger omfatter primært koncernens hovedkvarter i København. I regnskabsåret 2006/07 er der foretaget investeringer i og renovering af grunde og bygninger i et forholdsvis stort omfang. Det forventes derfor, at der ikke foreløbig skal foretages væsentlige investeringer heri, ligesom at fremtidige butiksåbninger forventes foretaget i lejede lokaler. Ifølge selskabets regnskabspraksis afskrives bygninger over 25-50 år. Disse afskrivninger forventes

opvejet af løbende forbedringer og småinvesteringer, hvorfor der budgetteres med en konstant værdi af grunde og bygninger i budgetperioden.

Indretning af lejede lokaler:

I halvårsregnskabet for 2008/09 oplyser ledelsen, at der forventes gennemført investeringer i salgsfremmende aktiviteter herunder indretning af butikker og showrooms for kr. 120 – 140 mio. i regnskabsåret 2008/09, samt at investeringerne forventes at fortsætte. Investeringerne i de salgsfremmende aktiviteter har i de sidste par regnskabsår ligget på nogenlunde samme niveau, men grundet nedgangen i omsætningen i de første budgetår, forventes omsætningshastigheden for indretning af lejede lokaler at falde. Da ledelsens forventninger til investeringerne er uændret på trods af lavkonjunkturerne, budgetteres der med en årlig nettotilgang af indretning af lejede lokaler på niveau med de sidste par år af analyseperioden. Omsætningshastigheden for indretning af lejede lokaler forventes derfor at falde til et niveau omkring 30 gange.

Driftsmateriel og inventar:

Driftsmateriel og inventar må antages at omfatte de ovenfor omtalte forventede investeringer i salgsfremmende aktiviteter, samt det driftsmateriel og inventar der i øvrigt bruges i koncernen. Som nævnt ovenfor, forventer ledelsen at fortsætte investeringerne i de materielle anlægsaktiver på trods af konjunkturerne. I lighed med indretning af lejede lokaler budgetteres der derfor med, at den historiske nettotilgang af indretning af driftsmateriel og inventar fra analyseperioden, også i al væsentlighed vil fortsætte i budgetperioden. Omsætningshastigheden for driftsmateriel og inventar forventes derfor at falde til et niveau omkring 20 gange. Dette skal ses i forhold til, at omsætningshastigheden i analyseperioden alene er faldet fra omkring 50 gange til 30 gange, hvorfor denne faldende tendens forventes at fortsætte i budgetperioden.

Finansielle aktiver:

IC Companys' finansielle aktiver består primært af depositum. De finansielle aktiver har i de sidste par år af analyseperioden udgjort omkring 20 % af den regnskabsmæssige værdi af indretning af lejede lokaler, hvorfor der i budgetperioden budgetteres med denne sammenhæng.

Udskudte skatteaktiver/udskudt skatteforpligtelse:

IC Companys oplyser i årsrapporten for 2007/08, at den betalbare del af koncernens skatteomkostninger forventes at udgøre 50 – 75 %, og den resterende del vil medføre udnyttelse af allerede indregnede skatteaktiver. Eftersom at IC Companys ikke anvender de udskudte skatteaktiver fuldt ud, må det antages, at en del af disse enten vedrører udenlandske datterselskaber, der ikke er omfattet af de danske regler om sambeskatning, eller skattemæssige merafskrivninger. Hvis ikke dette er tilfældet må det formodes, at de udskudte skatteaktiver ville være anvendt fuldt ud til modregning i den aktuelle skat.

I det sidste år af analyseperioden udgør anvendelsen af det udskudte skatteaktiv 34 % af skat af årets resultat, hvilket vil danne grundlag for budgetteringen af udnyttelsen af skatteaktivet. Anvendelsen af det udskudte skatteaktiv vil fortsætte indtil det udskudte skatteaktiv og de udskudte skatteforpligtelsen netto udgør kr. 0 og skatteaktiver dermed opbrugt.

Varebeholdninger:

Ved budgetteringen af varebeholdningerne forventes der lavere omsætningshastigheder i 2008/09 og 2009/10 grundet den budgetterede nedgang i omsætningen som følge af lavkonjunkturerne. Den nye ledelses strategi med at levere kollektioner til de enkelte måneder frem for til hvert kvartal forventes, at være med til at øge omsætningen, da kollektionernes time to market vil være kortere. Det forventes dog ikke, at varebeholdningernes omsætningshastighed forbedres af dette tiltag, nok snarere tværtimod, da der samtidig skal flere kollektioner på hylderne, og den enkelte kollektions salgsbare levetid dermed vil være kortere. Strategien med at effektivisere sortimentet, ved at begrænse antallet af udbudte størrelser forventes til gengæld at kunne være med til at øge varebeholdningernes omsætningshastighed marginalt. Kvartalsregnskabet for 2. kvartal af 2008/09 viser, at varebeholdningernes omsætningshastighed er helt nede på omkring 6 gange. Denne omsætningshastighed danner grundlag for budgetteringen i de to første år af budgetperioden som lavkonjunkturerne forventes at strække sig over. Herefter forventes omsætningshastigheden at rette sig tilbage mod niveauet fra budgetperioden, eftersom konjunkturerne forventes at vende. Da varebeholdningernes omsætningshastighed i det sidste år af analyseperioden var påvirket af konjunkturerne, budgetteres der med en omsætningshastighed

på omkring 8 gange, svarende til det realiserede for det næstsidste år af analyseperioden. Dette niveau anvendes som grundlag ved budgettering frem mod terminalperioden.

Debitorer:

Ved budgetteringen af debitorerne forventes der ikke væsentlige ændringer i kundernes kredittider, men til gengæld forventes der ændringer i kundernes betalingsevne grundet finanskrisen. Debitorernes historiske omsætningshastighed vurderes derfor ikke at kunne danne grundlag ved budgetteringen andet end som pejlemærke. Debitorerne har historisk set været omsat mellem 13,3 og 15,4 gange. Omsætningshastigheden har i de sidste to år af analyseperioden ligget på omkring førstnævnte, svarende til en kredittid på 27 dage i gennemsnit. Kvartalsregnskabet for 2. kvartal af 2008/09 viser, at debitorernes omsætningshastighed er helt nede på omkring 10,5 gange, svarende til at kredittiden er steget til næsten 35 dage i gennemsnit. Denne omsætningshastighed danner grundlag for budgetteringen i de første to år af budgetperioden som lavkonjunkturerne forventes at strække sig over. Herefter forventes kredittiden at rette sig tilbage mod normen eftersom konjunkturerne vender. Da debitorernes omsætningshastighed i det sidste år af analyseperioden var påvirket af konjunkturerne, budgetteres der med en omsætningshastighed på lidt over 14 gange svarende til det realiserede for det næstsidste år af analyseperioden. Dette niveau anvendes som grundlag ved budgettering frem mod terminalperioden.

Andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter:

Der budgetteres ikke med væsentlige ændringer i sammensætning af andre tilgodehavender eller periodeafgrænsningsposter, der historisk set har ligget på hhv. omkring 50 og 35 gange i analyseperioden, hvis der ses bort fra det sidste regnskabsår. Der budgetteres derfor med disse omsætningshastigheder i budgetperioden.

Pensionsforpligtelser:

Pensionsforpligtelserne må forventes i en vis grad at følge udviklingen i de budgetterede personaleomkostninger, da de må være sigende for antallet af medarbejdere som koncernen har pensionsforpligtelser til. Der budgetteres derfor med, at udviklingen i pensionsforpligtelserne

svarer til udviklingen i personaleomkostningerne. Eventuelle afvigelser ved denne antagelse vurderes at være uvæsentlige for værdiansættelsen.

Andre hensatte forpligtelser:

Andre hensatte forpligtelser vedrører IC Companys aktiebaserede vederlæggelse til koncernens nøglemedarbejdere. Der har ikke været nogen gennemgående tendens i analyseperioden, hvor hensættelsen i det sidste år var størst grundet den store udskiftning i ledelsen. Der budgetteres derfor med gennemsnittet af forpligtelsens størrelse siden overgangen til IFRS i 2005/06 svarende til kr. 11,7 mio. Eventuelle afvigelser i forhold til IC Companys politik med hensyn til aktiebaseret vederlæggelse vurderes at være uvæsentlige for værdiansættelsen.

Leverandører af varer og tjenesteydelser og anden gæld:

Der forventes ikke at være væsentlige ændringer til IC Companys betalingsevne i budgetperioden, ligesom der frem for alt ikke forventes ændrede kredittider hos kreditorerne. Omsætningshastigheden for leverandører af varer og tjenesteydelser og anden gæld sættes derfor i budgetperioden til hhv. omkring 12 gange og 15 – 16 gange i overensstemmelse med det historiske niveau fra analyseperioden.

Selskabskapital:

IC Companys har incitamentsprogrammer for nøglemedarbejdere, hvilket kan påvirke selskabskapitalen. Incitamentsprogrammet vil dog kun være fordelagtigt at udnytte, såfremt aktiekursen på udnyttelsestidspunktet er højere end tegningskursen tillagt tidstillægget. Da tegningskurserne ligger højere end den aktuelle kurs, vurderes det, at incitamentsprogrammerne ikke vil blive udnyttet og der budgetteres dermed med en konstant selskabskapital i hele budgetperioden.

Udbytte:

De sidste 3 regnskabsår har IC Companys udbyttepolitik været at udlodde 30 % af årets resultat til selskabets aktionærer. I forbindelse med aflæggelsen af halvårsrapporten for 2008/09 kom det imidlertid frem, at IC Companys indstiller udlodningen de kommende regnskabsår, for i stedet at fokusere på at få nedbragt gældsforpligtelserne. Ifølge koncernens kapitalstrukturpolitik forventes

den kortfristede nettobankgæld at være i niveauet kr. 300 – 400 mio. Der budgetteres derfor først med, at der igen udloddes udbytte fra regnskabsåret 2011/12 af, hvor gældsforpligtelserne forventes at være nede på dette niveau.

Øvrige egenkapitalposter:

De øvrige poster der udgør egenkapitalen budgetteres til at være konstante, da disse er afhængige af en række underliggende valutaer. Udviklingen heraf antages i al væsentlighed at være konstant over længere tid.

Gæld til kreditinstitutter/likvide beholdninger:

Som nævnt ovenfor, vil IC Companys anvende overskudslikviditet til at nedbringe nettobankgælden til niveauet kr. 300 – 400 mio., hvilket er indarbejdet i budgettet. Når dette niveau er nået, forventes det, at IC Companys vil genoptage udbytteudlodning og aktietilbagekøb, hvorfor der i de sidste år af budgetperioden og i terminalåret budgetteres med en nettogæld til kreditinstitutter på kr. 350 mio.

Den budgetterede balance for IC Companys for 2008/09 – 2013/14 fremgår af bilag 12.15.

8.4 Budget for IC Companys A/S for 2008/09 – 2013/14

Budgettet for IC Companys for 2008/09 – 2013/14 er udarbejdet ud fra den strategiske analyse, den historiske regnskabsanalyse, samt de i det foregående afsnit opstillede forudsætninger. Et uddrag af den budgetterede resultatopgørelse og balance er vist nedenfor.

Figur 17: Budget for IC Companys for 2008/09 – 2013/14

	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14T
Bruttofortjeneste	2.080,9	2.014,9	2.233,7	2.500,3	2.600,3	2.704,3
Driftsoverskud (efter skat)	121,4	158,9	217,1	262,1	272,5	283,1
Koncernresultat	81,6	116,7	187,6	243,2	254,9	265,5
Totalindkomst	80,4	114,9	184,8	239,5	251,0	261,5
Anlægsaktiver	896,0	923,5	941,1	946,7	985,1	1.026,6
Omsætningsaktiver	1.155,5	1.110,6	1.005,3	1.071,8	1.114,2	1.156,6
Driftsaktiver	2.051,5	2.034,1	1.946,4	2.018,5	2.099,3	2.183,2
Driftsforpligtelser	613,7	601,0	665,5	741,5	770,8	801,7
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	1.437,8	1.433,1	1.280,9	1.277,0	1.328,4	1.381,5
Egenkapital	531,2	661,8	877,3	927,0	978,4	1.031,5
Finansielle forpligtelser	906,6	771,3	403,6	350,0	350,0	350,0
Forpligtelser i alt	906,6	771,3	403,6	350,0	350,0	350,0
Investeret kapital	1.437,8	1.433,1	1.280,9	1.277,0	1.328,4	1.381,5

Kilde: Egen tilvirkning

8.5 Evaluering af budget for 2008/09 – 2013/14

I det følgende afsnit vil det udarbejdede budget for IC Companys blive evalueret. Til brug herfor er der foretaget beregninger af de væsentligste nøgletal, samt foretaget sammenligninger med nøgletal fra analyseperioden.

Figur 18: Udvikling i ROIC, OG og AOH for 2004/05 – 2103/14

	Gns. 2004/05–06/07R	2007/08R	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14T
ROIC	20,7%	17,6%	9,3%	11,1%	16,0%	20,5%	20,9%	20,9%
OG	6,9%	5,6%	3,4%	4,6%	5,8%	6,3%	6,3%	6,3%
AOH	3,0	3,1	2,7	2,4	2,8	3,3	3,3	3,3

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, forventes der grundet finanskrisen lavere omsætning i de to første budgetår. OG, og dermed også ROIC, falder derfor i starten af budgetperioden, og ligger dermed på et lavere niveau end i 2007/08. Allerede i det andet budgetår forventes de gennemførte spareplaner at slå igennem, hvorfor begge nøgletal igen stiger, hvilket de forventes at fortsætte med gennem resten af budgetperioden. ROIC og OG ender således med at ligge på et niveau i terminalperioden, der historisk set har vist sig muligt at realisere. Eftersom ROIC i det første år af budgetperioden ligger under niveauet for WACC som estimeret i det følgende afsnit, forventes der først økonomisk overskud fra regnskabsåret 2009/10 og frem.

Da ledelsen forventer at fastholde niveauet for investeringerne på trods af den lavere omsætning, gennemgår AOH den samme udvikling som ROIC og OG i starten af budgetperioden og falder. Grundet omsætningsvæksten vokser AOH herefter ligeledes og ender med at ligge på et lidt højere niveau i terminalperioden, end hvad der tidligere er realiseret. Årsagen hertil er, at der ikke investeres i nye brands og dermed goodwill, samt at der budgetteres med, at skatteaktiverne bliver brugt. Hvis der udelukkende ses på omsætningshastighederne for de materielle anlægsaktiver og omsætningsaktiverne, er disse i al væsentlighed på niveau med, hvad der tidligere har været realiseret.

På baggrund af ovenstående gennemgang, vurderes det udarbejdet budget at være et sandsynligt scenarie for den fremtidige udvikling for IC Companys.

9. Værdiansættelse

På baggrund af det udarbejdede budget og de opstillede forudsætninger, kan værdiansættelsen af IC Companys A/S nu foretages ved DCF-modellen.

IC Companys A/S vil blive værdiansat pr. 30. juni 2008, der er statusdagen for regnskabsåret 2007/08. Som følge heraf, vil regnskabstallene fra årsrapporten for 2007/08 være primoværdierne i DCF-modellen, mens 2013/14 vil være primo terminalperioden. Terminalværdien beregnes som nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme fra 2013/14 og frem. Værdiansættelsen ved DCF-modellen er illustreret i bilag 12.12.

Inden værdiansættelsen kan foretages, skal de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) som den sidste del af forberedelserne til værdiansættelsen estimeres. Dette vil blive gjort i det følgende afsnit.

9.1 Estimering af de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

WACC er et udtryk for det afkast som IC Companys mindst skal opnå af den investerede kapital, for at leve op til det minimumsafkast som långiverne og aktionærene stiller til deres investering⁷⁸. WACC er givet ved ejernes afkastkrav, de finansielle omkostninger efter skat, forholdet mellem markedsværdien af egenkapitalen, markedsværdien af virksomheden samt markedsværdien af de nettofinansielle forpligtelser. De enkelte elementer vil blive estimeret i de følgende afsnit. De foretagne beregninger i forbindelse hermed fremgår af bilag 12.16.

9.1.1 Estimering af kapitalstrukturen

WACC er en vægtning af egenkapitalandelen og gældsandelen. Ved estimeringen af kapitalstrukturen benyttes udelukkende markedsværdier, da disse indikerer, hvad der skal ofres, for at opnå en ejerandel i virksomheden⁷⁹. Dette skaber imidlertid det problem, at markedsværdien af selskabets egenkapital antages ikke at være kendt, da dette netop er formålet med denne værdiansættelse. Problemet kan dog løses ved hjælp af iteration, hvor der estimeres

⁷⁸ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 54

⁷⁹ FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 50

en kapitalstruktur i WACC svarende til den estimerede kursværdi. Ved iterationsmetoden kan der pr. 30. juni 2008 estimeres en kapitalstruktur med en egenkapitalandel på 74,5 % og en gældsandel på 25,5 %.

9.1.2 Estimering af ejerafkastkravet

Til estimeringen af afkastkravet på egenkapitalen anvendes CAPM-modellen, der udtrykker investorernes afkastkrav i forhold til risikoen ved investeringen⁸⁰. Ejernes afkastkrav ved investering i én aktie er sammensat af ejernes afkast ved risikofri investering, aktiens systematiske risiko (β) i forhold til gennemsnitsaktien og risikopræmien som markedet tilbyder, for at ejerne påtager sig aktiens risiko. Disse tre variable vil blive estimeret i de følgende afsnit.

Risikofrit afkast:

Til vurdering af det risikofrie afkast er valgt den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation, hvilket også oftest anvendes i praksis⁸¹. Valget af den effektive rente fra en statsobligation med lang løbetid skyldes, at der således sikres overensstemmelse med varigheden på de cash flows, der skal tilbagediskonteres. Da der også tilbagediskonteres cash flows fra terminalleddet, er løbetiden på statsobligationen også længere end den valgte budgetperiode. Datoen for den risikofrie rente skal være sammenfaldende med værdiansættelsesdatoen, da det vil svare til det afkast, man risikofrit ville kunne opnå på det aktuelle tidspunkt som et alternativ til at påtage sig en risiko - f.eks. ved investering i IC Companys aktien.

Den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation var pr. 30. juni 2008 4,81 %⁸².

Estimering af β :

β udtrykker aktiens påvirkelighed over for ændringer i den systematiske risiko, udtrykt ved graden af samvariation mellem markedsporteføljen og aktien. En β -værdi på 1 svarer til, at aktien følger

⁸⁰ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 51

⁸¹ PricewaterhouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" Januar 2005 s. 2

⁸² Information fra www.nationalbanken.dk

markedsporteføljen, mens en β -værdi på mere eller mindre end 1 svarer til, at aktien hhv. er mere eller mindre følsom end markedsporteføljen.

β beregnes sædvanligvis på grundlag af historiske analyser af samvariationen mellem den enkelte akties afkast og markedsporteføljens afkast. Problemet ved denne fremgangsmåde er, at der bliver tale om en historisk β -værdi, der ikke nødvendigvis er svarende for det fremtidige forløb. I stedet kan mål for den driftsmæssige og den finansielle risiko tillægges en høj forklaringsværdi.

I forbindelse med regnskabsanalysen blev både den driftsmæssige og den finansielle risiko vurderet til at være lidt over middel, hvorfor β -værdien må ligge mellem 1 og 1,4⁸³. Da hverken den driftsmæssige eller den finansielle risiko vurderes at være høj, fastsættes β til 1,15 svarende til den højeste værdi, såfremt begge risici er neutrale eller den laveste værdi, såfremt den ene risiko er neutral og den anden høj.

Det vurderes ikke, at risikoen ved investering i IC Companys aktien vil ændre sig væsentligt de kommende år, hvorfor der anvendes en historisk og fremtidig β -værdi på 1,15 ved beregningen af WACC.

Estimering af markedsrisikopræmien:

Markedsrisikopræmien er forskellen mellem markedsafkastet og den risikofrie rente. Præmien er sat til 4,5 % på baggrund af en analyse af den anvendte gennemsnitlige markedsrisikopræmie anvendt af danske aktieanalytikere i perioden 1998-2004⁸⁴.

En fastlæggelse af markedsrisikopræmien på baggrund af ét lands aktieindeks er imidlertid problematisk, idet aktieinvesteringer foregår på tværs af landegrænser. Estimeringen af markedsrisikopræmien burde derfor principielt ske på baggrund af et samlet verdensindeks. Et andet problem ved fastlæggelsen af markedsrisikopræmien er, at estimeringen sker på baggrund af historisk data, der ikke nødvendigvis er udtryk for den fremtidige udvikling. Begge problemstillinger vurderes dog at være af mindre betydning, da værdiansættelsen blot er et bud på den mest sandsynlige aktiekurs for IC Companys. Problemstillingerne ligger desuden uden for

⁸³ FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 59

⁸⁴ PricewaterhouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", Januar 2005 s. 2

denne afhandlings område. En markedsrisikopræmie på 4,5 % er dog tæt på det niveau, som kan registreres i andre europæiske lande⁸⁵.

Estimering af likviditetstillæg:

Den sidste faktor der indgår i estimeringen af ejerafkastkravet er, at aktien kan tillægges et likviditetstillæg, såfremt den vurderes at være illikvid. Såfremt aktien er illikvid, kan det være sværere at opbygge eller afvikle en beholdning heraf uden omkostninger, hvorfor afkastkravet bør være højere.

Grundet den lave omsætning af aktien og de høje ejerandele af få investorer, vurderes aktien ikke at være videre omsættelig. Det er derfor valgt, at tillægge ejerafkastkravet et likviditetstillæg på 1,25 % i lighed med, hvad der tillægges andre aktier med lignende markedsværdier og likviditetsforhold⁸⁶.

Estimering af ejerafkastkravet:

Ud fra ovenstående estimeringer af variablene i afkastkravet på egenkapitalen, kan ejerafkastkravet estimeres til 11,24 %.

9.1.3 Estimering af investorernes afkastkrav

Investorernes afkastkrav udtrykker den effektive rente, der betales og bør i princippet baseres på den løbende markedsrente svarende til, hvad lån kan optages til. Investorernes afkastkrav er givet ved det risikofrie afkast, selskabsskatteprocenten og markedsrisikopræmien.

Koncernens gennemsnitlige selskabsskatteprocent (t) vurderes jf. budgetteringen at udgøre 28 % i budgetperioden. Ud fra de estimerede variable i investorernes afkastkrav, kan afkastkravet estimeres til 6,7 %.

⁸⁵ PricewaterhouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet" Januar 2005 s. 2

⁸⁶ FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 61 og 67

9.1.4 De gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

I de foregående afsnit er samtlige variable til beregningen af WACC estimeret. Ejernes afkastkrav er estimeret til 11,24 %, investorernes afkastkrav til 6,70 % og egenkapitalandelen til 74,5 %. WACC kan derfor estimeres til 10,08 %.

Til sammenligning benytter Danske Bank og LD Invest jf. de foretagne interviews i bilag 13 en WACC på henholdsvis ca. 10 % og 9,4 % i forbindelse med deres værdiansættelse af IC Companys aktien. En række af koncernens andre aktieanalytikere benytter sig ligeledes af en WACC på omkring 10 %⁸⁷, hvorfor den beregnede WACC i al væsentlighed vurderes at være et brugbart estimat i forbindelse med værdiansættelsen.

9.2 Værdiansættelse af IC Companys A/S

Efter estimeringen af WACC kan værdiansættelsen af IC Companys aktien pr. 30. juni 2008 nu foretages:

Tabel 19: Værdiansættelse af IC Companys aktien pr. 30. juni 2008 ved DCF-modellen

	2007/08R	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14T
Driftsoverskud efter skat		121,4	158,9	217,1	262,1	272,5	283,1
DCF		-132,9	163,6	369,3	265,9	221,1	230,0
Diskonteringsfaktor		1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	
PV af DCF		-120,8	135,0	276,9	181,1	136,8	
PV af DCF til 2012/13	609,0						
Terminalværdi						3.783,8	
PV af TV	<u>2.341,1</u>						
Virksomhedsværdi	2.950,2						
Bogført værdi af NFF	<u>676,6</u>						
Værdi af egenkapital	2.273,6						
Udest. optioner og warrants	2,1						
Bogført værdi af minoriteter	<u>19,7</u>						
Værdi af egenkapital (moder)	<u>2.251,7</u>						
Værdi pr. aktie (17,9 mio.)	<u><u>125,7</u></u>						

Kilde: Egen tilvirkning

⁸⁷ Capinordic Bank – 8,13 %, Jyske Bank – 10,70 %, Spar Nord – 10,64 %

På baggrund af den foretagne strategiske regnskabsanalyse, budgetteringen, de estimerede gennemsnitlige kapitalomkostninger samt DCF-modellen, er den teoretiske markedsværdi af IC Companys A/S pr. 30. juni 2008 estimeret til kr. 2.251,7 mio., svarende til en aktiekurs på kr. 125,7.

9.3 Følsomhedsanalyse af input variable i DCF-modellen

De variable der anvendes som input i budgetteringen og estimeringen af kapitalomkostningerne er fastsat på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen ud fra, hvad der vurderes at være mest sandsynligt. Da de fleste variable dermed er underlagt et subjektivt skøn, er det relevant at vurdere følsomheden overfor variationer i de anvendte variable. Der vil i det følgende afsnit derfor blive foretaget en følsomhedsanalyse.

Under følsomhedsanalysen vil følsomheden af de variable, der vurderes at være forbundet med den største usikkerhed blive vurderet. De variable der vil blive foretaget en følsomhedsanalyse af er derfor:

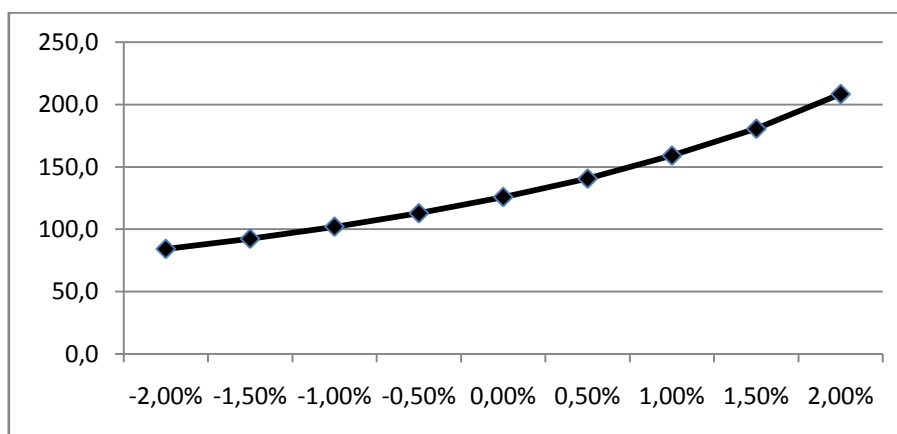
- Omsætningsvæksten i budgetperioden
- Bruttoavancen
- Vækstraten i terminalperioden
- β -værdien

Den risikofrie rente er fastsat ud fra den aktuelle rente på en 10-årig statsobligation, og markedsrisikopræmien er estimeret ud fra et historisk datagrundlag over flere år. Lånerenten er fastsat ud fra den risikofrie rente og markedsrisikopræmien samt den estimerede selskabsskatteprocent. Endelig er likviditetspræmien fastsat ud fra, hvad der tillægges andre aktier med lignende markedsværdi og likviditetsforhold. Usikkerheden ved estimeringen af disse variable vurderes derfor at være begrænset i forhold til de øvrige variable.

Omsætningsvækst i budgetperioden 2010/11 – 2012/13:

I budgetperiodens første to år er der budgetteret med negativ vækst, da konjunkturerne først forventes at vende i 2010. Estimerne for de første budgetår vurderes at være velbegrundede, da der er inddraget ledelsens udmeldinger omkring den forventede udvikling samt realiserede tal, og da tendenserne forventes at fortsætte i det andet budgetår. Hvor stor væksten i omsætningen vil være når konjunkturerne vender, er svært at spå om. Følsomhedsanalysen vil derfor som det første regnskabsår fra budgetperioden omfatte regnskabsåret 2010/11. Figuren nedenfor viser følsomheden i IC Companys aktiens værdi over for variationer i væksten i omsætningsvæksten i budgetperioden. Ændringen i procentpoint er den samme for alle årene.

Figur 20: Følsomhed over for variation af omsætningsvæksten i budgetperioden



Kilde: Egen tilvirkning

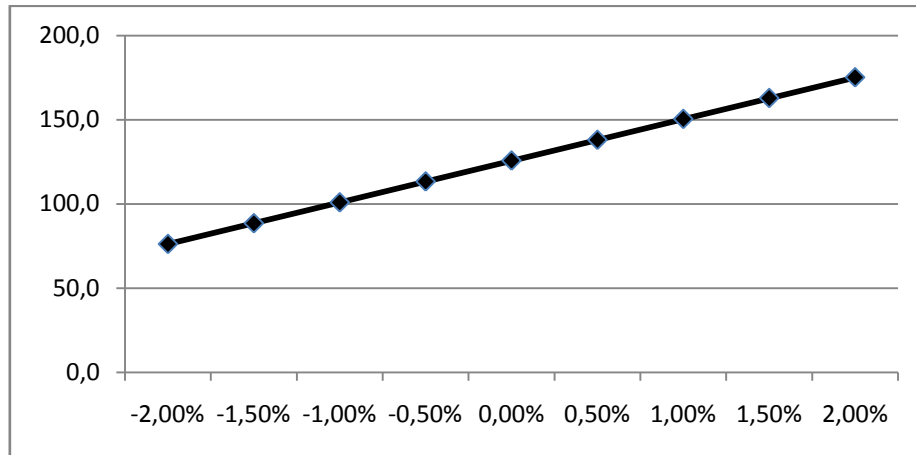
Figuren er opstillet på baggrund af ændringer i den budgetterede omsætningsvækst for 2010/11 – 2012/13. En ændring i omsætningsvæksten på +/- 1 %-point vil betyde en kursværdi på hhv. kr. 158,9 og kr. 101,9. Som det fremgår af figuren, vil selv meget små ændringer af den estimerede omsætning have væsentlig betydning for den estimerede værdi af aktiekursen for IC Companys.

Bruttoavancen:

I budgetperiodens første år forventes der en bruttoavance på 58 %. Bruttoavancen forventes herefter at stige gennem budgetperioden og ender i terminalperioden på 60 %.

Følsomhedsanalysen er udført for hele budgetperioden samt terminalperioden og fremgår af nedenstående figur:

Figur 21: Følsomhed overfor variation af bruttoavancen



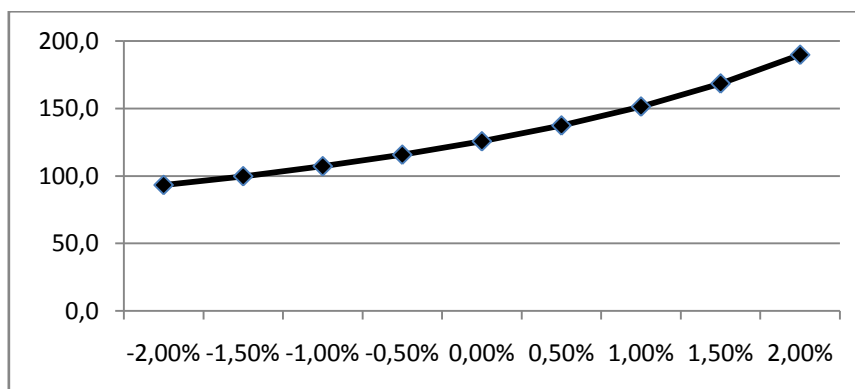
Kilde: Egen tilvirkning

Figuren er opstillet på baggrund af en ændring i bruttoavancen på samme procentpoint i alle år. En ændring i bruttoavancen på +/- 1 %-point vil betyde en kursværdi på hhv. kr. 150,4 og kr. 100,9. Som det fremgår af figuren, vil selv meget små ændringer af den estimerede bruttoavance have væsentlig betydning for den estimerede værdi af aktiekursen for IC Companys.

Væksten i terminalperioden:

Figuren nedenfor viser følsomheden i IC Companys' aktiekurs over for variationer i væksten i terminalperioden:

Figur 22: Følsomhed over for variation af vækstraten i terminalperioden



Kilde: Egen tilvirkning

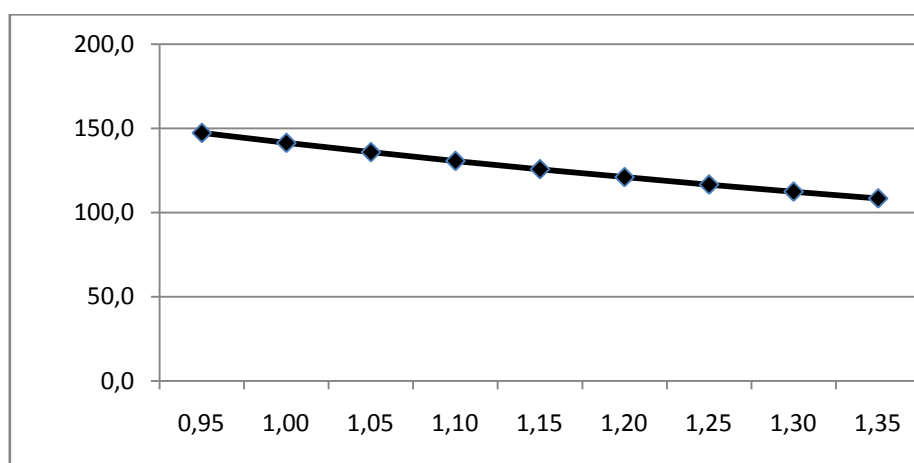
Figuren er opstillet på baggrund af den forudsatte vækst i terminalperioden på 4 %. Der er meget stor usikkerhed forbundet med fastsættelsen af væksten i terminalperioden, da der budgetteres fra 6 år ude i fremtiden og ud i det uendelige. Problemet ved budgetteringen af væksten i terminalperioden er, at det er svært at spå om, men samtidig har stor indflydelse på den værdi, man estimerer af IC Companys aktien. Ved den valgte vækstrate på 4 % i terminalperioden, ligger ca. 79 % af virksomhedens værdi således i terminalperioden.

En ændring i bruttoavancen på +/- 1 %-point vil betyde en kursværdi på hhv. kr. 151,4 og kr. 107,2. Som det fremgår af figuren, vil selv meget små ændringer af den estimerede vækst i terminalperioden have væsentlig betydning for den estimerede værdi af aktiekursen for IC Companys, primært ved stigning af vækstraten i terminalperioden.

β -værdien:

Figuren nedenfor viser følsomheden i IC Companys aktiekurs over for variationer i β -værdien:

Figur 23: Følsomhed over for variation af β -værdien



Kilde: Egen tilvirkning

Figuren er opstillet på baggrund af ændringer i den forudsatte β -værdi. Udgangspunktet for den budgetterede værdi af IC Companys aktien er en β -værdi på 1,15.

En ændring i β -værdien på +/- 0,1 vil betyde en kursværdi på hhv. kr. 116,6 og kr. 135,8. Således vil selv små ændringer af den estimerede værdi af β -værdien have betydning for den estimerede

værdi af aktiekursen for IC Companys. Følsomheden heraf ved variationer er dog mindre end ved variation af de øvrige variable.

9.4 Sammenfatning af værdiansættelsen af IC Companys aktien

Den teoretiske værdi af IC Companys aktien som estimeret ved DCF-modellen er beregnet til kr. 125,7. Værdiansættelsen tyder på, at IC Companys aktiekurs pr. 30. juni 2008 var overvurderet. Dette skal imidlertid ses i lyset af, at aktien, siden den i 2004 var nede under kurs 50, har været oppe i over kurs 400 og igen i slutningen af 2008 er faldet til kurs 40. Aktiekursen har desuden ikke befundet sig på et nogenlunde stabilt niveau siden 2007. Det er derfor naturligt at stille spørgsmålstejn ved, hvor på det brede kursinterval aktien bør handles, og hvor den ikke bør handles.

At kursen pr. 30. juni 2008 var overvurderet kan bl.a. forklares ved, at aktiekursen grundet den finansielle krise gennem længere tid har været faldende i takt med krisens indtræden. I værdiansættelsen er der således inddraget opdaterede fremtidsudsigter fra efter værdiansættelsesdatoen pr. 30. juni 2008. Denne udvikling fremgår også af ledelsens forventninger til fremtiden i årsrapporten for 2007/08 og i halvårsregnskabet for 2008/09, hvor forventningerne er markant lavere.

Den teoretiske værdi af aktiekursen er beregnet på baggrund af de i afhandlingen estimerede variable. I forbindelse med følsomhedsanalysen er det blevet afdækket, hvilke der er særlig kritiske. Det vurderes, at de mest kritiske variable er væksten i omsætningen i budgetperioden, bruttoavancen samt væksten i terminalperioden. Selv små ændringer i estimerterne af disse variable har væsentlig betydning for den estimerede værdi af IC Companys aktien.

β -værdien har også en hvis betydning, dog mindre end de 3 ovenfor nævnte variable. Ændringer i β -værdien vil således også medføre et andet estimat af værdien af IC Companys aktie.

I det følgende afsnit vil der blive opstillet 2 scenarier, der vurderes som værende yderpunkter for, hvad der kan forventes – henholdsvis et best- og et worst case scenarie.

9.4.1 Best- og worst case scenarie for værdiansættelsen

I nedenstående tabel er der opstillet to scenarier for værdiansættelsen af IC Companys aktien, samt det der vurderes som værende det mest sandsynlige scenarie ud fra den udarbejdede strategiske regnskabsanalyse. De 4 variable der jf. afsnittet ovenfor ikke vurderes at være videre usikkerhed omkring estimeringen af, er uændret i best- og worst case scenarierne.

Figur 24: Scenarier for estimering af IC Companys aktien

	Worst case	Mest sandsynligt	Best case
Omsætningsvækst i % (2010/11 / 2011/12 / 2012/13)	1,0	9,0 / 11,0 / 4,0	15,0
Bruttoavance i % (2008/09 / 2009/10 / 2010/11 / 2011/12+)	57,5 / 57,0 / 57,5 / 58,0	58,0 / 58,5 / 59,5 / 60,0	59,0 / 59,5 / 60,5 / 61,0
Vækst i terminalperioden i %	1,0	4,0	6,0
Betaværdi	1,40	1,15	0,95
Aktiekurs	41,7	125,7	234,5

Kilde: Egen tilvirkning

Som tabellen viser, er der væsentlig spredning på de estimerede aktiekurser ved de tre scenarier. Skal en aktiekurs på omkring 40 beregnes, svarende til lavpunktet for børskursen i julen 2008, skal alle variable altså fastsættes med stor pessimisme. Omvendt forekommer en aktiekurs på 400, som i foråret 2006, noget optimistisk. Ud fra input fra den strategiske regnskabsanalyse og estimeringen af de gennemsnitlige kapitalomkostninger vurderes det fortsat, at det mest sandsynlige scenarie for IC Companys medfører en estimeret aktiekurs på kr. 125,7.

9.5 Særlige forhold ved IC Companys aktien

Som følsomhedsanalysen viste, er den estimerede værdi af IC Companys aktien meget afhængig af, hvilke variable der benyttes som input. Der er altså forholdsvis stor usikkerhed omkring den estimerede værdi af IC Companys aktien.

Til at vurdere værdiansættelsen, både selve processen, men også den foretagne estimering af variablene, er der foretaget interviews af Dan Wejse fra Nordea Markets og Mette Sveidahl fra LD Invest, der begge er analytikere af IC Companys. Det kunne f.eks. tænkes, at der blandt de

professionelle analytikere tages specielle hensyn til aktien eller til det marked som IC Companys befinder sig på. De foretagne interviews fremgår af bilag 13. I denne forbindelse ville det endvidere også have været interessant at høre, hvordan IC Companys' Investor Relations afdeling forholder sig til såvel udviklingen i aktiekursen, som denne afhandlings hovedpunkter, som aktieanalytikeres meninger. Det har dog desværre ikke været muligt at få IC Companys til at medvirke i denne afhandling med et interview eller på anden vis.

Af begge interviews med aktieanalytikerne fremgik det, at deres fremgangsmåde i høj grad minder om den benyttede i denne afhandling. Begge analytikere anvender således DCF-modellen til værdiansættelsen på baggrund af strategiske analyser og regnskabsanalyser. Nordea Markets benytter også relative værdiansættelsesmetoder, men grundet situationen som selskabet står i, er disse metoder svære at anvende. Samme overvejelser blev der også gjort i forbindelse med valget af model i denne afhandling, hvorfor anvendelsen af relative værdiansættelsesmodeller blev valgt fra. Mette Sveidahl oplyste dog også, at LD Invest grundet den nuværende situation, har tilsidesat DCF-modellen lidt, og i stedet fokuserer mere på det forventede nyhedsflow. De frygter således, at man ikke har set de værste konsekvenser af krisen endnu.

Ved de foretagne interviews blev der spurgt til, om analytikerne ved værdiansættelsen tillægger IC Companys aktien eller modebranchen specielle hensyn. Det kunne tænkes, at der er nogle særlige forhold, der gør sig gældende i forhold til andre aktier, der giver anledning til, at aktien f.eks. skal handles med discount. Dette er dog ikke umiddelbart tilfældet, idet særlige forhold afdækkes i forbindelse med analysen af virksomheden og branchen, der danner grundlag for valget af input i værdiansættelsesmodellen. Dan Wejse mente heller ikke, at informationsstrømmen fra IC Companys er sparsom sammenlignet med lignende virksomheder eller giver anledning til, at aktien skal handles med discount.

De kilder, som analytikerne benytter sig af i forbindelse med værdiansættelsen indikerer, at de også benytter sig af samfunds- og brancheanalyser som f.eks. PEST-modellen og Porter's five forces. Begge analytikere benytter således IC Companys regnskaber, ledelsens planer og forventninger, analyser af relevante konkurrenter samt analyser af makroøkonomien, til at analysere, hvordan IC Companys er positioneret på markedet.

Ved selve værdiansættelsen, er der ved valget af budgetperiode anvendt forskellige tilgangsvinkler af analytikerne, også i forhold til denne afhandling. Nordea Markets benytter sig således af en

implicit budgetperiode på 3 år, en mid term budgetperiode på 20 år, hvor væksten trappes ned mod terminalperioden, der således først herefter indtræffer. LD Invests tilgangsvinkel ligger mere op ad denne opgaves, eftersom der "blot" anvendes en budgetperiode på 10 år. Valget af en budgetperiode på 5 år i denne afhandling, må således ligge mellem de to analytikeres valg af budgetperiode. Begge analytikeres valg af budgetperiode giver dog mulighed for at budgettere længere frem i tiden. Dette vurderes dog at være behæftet med stor usikkerhed, hvorfor værdien heraf kan diskuteres.

I nedenstående tabel er de anvendte inputs i DCF-modellen i henholdsvis denne afhandling og af Nordea Markets og LD Invest vist.

Figur 25: Inputs til værdiansættelsen af IC Companys ved DCF-modellen

	Vækst i terminalperioden	β	Markedsrisiko- præmie	Likviditets- præmie	WACC
Kandidatafhandling	4,0 %	1,15	4,5 %	1,25 %	10,08 %
Nordea Markets	3,0 %	1,25	4,5 %	-	ca. 10 %
LD Invest	-	1,25	4,0 %	1,00 %	9,37 %

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af foretagne interviews jf. bilag 13

Nordea Markets budgetterer med en lavere vækst i terminalperioden, mens LD Invest forudsætter at ROIC er lig med WACC i terminalperioden, hvorfor væksten er uden betydning og således ikke budgetteres. Til sammenligning er den estimerede værdi af ROIC ca. dobbelt så stor som WACC i denne afhandling. Da OG er den primære driver af ROIC, må det altså betyde, at LD Invest forudsætter en lavere vækst end 4,0 % i terminalperioden. Den anvendte vækstrate på 4,0 % vurderes dog velbegrundet ud fra det historiske datagrundlag.

Nordea Markets og LD Invest anvender begge en β -værdi, der er højere end den estimerede i denne afhandling. Nordea Markets foretager ikke særskilte vurderinger af den driftsmæssige og den finansielle risiko, men må alligevel antages indirekte at vurdere disse. LD Invest vurderer derimod, at den driftsmæssige risiko er høj ud fra følgende tre betragtninger: 1) Stor risiko for udsving i omsætningen. Estimaterne er væsentlig mere usikre end under normale markedsforhold. 2) Omkostningerne er ikke blevet nedskaleret i takt med faldet i omsætningen. De iværksatte tiltag

skal bevise deres effekt. 3) Markedet er historisk set blevet skuffet gentagne gange, hvorfor målsætningerne og tiltagene vurderes med skepsis.

Den finansielle risiko vurderer LD Invest at være mellem til høj grundet forventninger om stigende gearing som følge af stigende nettogæld og faldende egenkapital. Ovenstående betragtninger vurderes også i denne afhandling at være taget med i overvejelserne omkring den driftsmæssige og finansielle risiko, men tillægges altså en højere driftsmæssig risiko af analytikerne.

Valget af markedsrisikopræmie er af LD Invest sket ud fra den historiske risikopræmie på det danske marked, mens Nordea Invest ifølge Dan Wejse benytter en af dem vurderet risikopræmie. Begge præmier er på niveau med den anvendte i denne opgave.

Endelig tillægger LD Invest aktien en likviditetspræmie på 1,0 % ud fra en betragtning om, at volumen i IC Companys ikke er voldsom stor og aktiehandler af en vis størrelse dermed kan være kurspåvirkende. Samme overvejelser ligger til grund for at tillægge aktien en likviditetspræmie i denne afhandling. Nordea Markets tillægger imidlertid ikke aktien en likviditetspræmie i forbindelse med deres værdiansættelse.

På baggrund af ovenstående estimerer Nordea Markets og LD Invest WACC til henholdsvis omkring 10 % og 9,37 % - begge på omkring samme niveau som de 10,08 % som WACC er estimeret til i denne opgave.

De foretagne interviews giver anledning til at justere en smule ved et par af de estimerede inputs. Såvel Nordea Markets som LD Invest benytter en β -værdi på 1,25. LD Invest tillægger aktien en lavere likviditetspræmie på 1,0 % mens Nordea Markets slet ikke tillægger aktien en likviditetspræmie. Ved at benytte en β -værdi på 1,25 og en likviditetspræmien på 0,0 %, 0,5 % og 1,0 % kan værdien af IC Companys aktien estimeres til hhv. kr. 141,7, kr. 131,2 og kr. 122,2.

Som den sidste del af interviewet, blev der spurgt til analytikernes vurdering af børskursen pr. 30. juni 2008 på kr. 160,0, pr. 31. marts 2009 på kr. 63,0, samt til den i denne afhandling estimerede kurs på kr. 125,7.

Analytikerne havde forskellige anbefalinger af aktien på begge tidspunkter. Nordea Markets havde pr. 30. juni 2008 "køb" på aktien grundet større forventninger til årsrapporten for 2007/08, mens LD Invest havde en negativ anbefaling af aktien bl.a. grundet en pessimistisk holdning til ledelsens udmeldinger samt fremtiden. Pr. 31. marts 2009 havde Nordea Markets igen "køb" på aktien,

mens LD Invest på trods af en højere estimeret aktiekurs forventede, at man endnu ikke havde set de værste konsekvenser af krisen, hvorfor de fastholdt en mindre positiv holdning til aktien.

Med hensyn til den i denne afhandling estimerede aktiekurs på kr. 125,7, vurderer Dan Wejse, at den er fornuftig, men at det udelukkende afhænger af, om man har tillid til IC Companys eller ej. Mette Sveidahl vurderer, at den estimerede kurs lyder optimistisk, men ikke nødvendigvis urealistisk. Det er dog vigtigt at holde for øje, at værdiansættelsen af IC Companys aktien i denne opgave sker ud fra en tilbagediskontering af de fremtidige pengestrømme, mens analytikerne værdiansætter aktien ud fra en given investeringshorisont. LD Invest har f.eks. en investeringshorisont på 12 måneder.

Det fastholdes fortsat, at IC Companys aktien bør tillægges et likviditetstillæg. På baggrund heraf, og på baggrund af de gennemførte interviews med analytikerne af IC Companys, vurderes det, at en estimeret værdi af IC Companys aktien bør ligge mellem kr. 122,2 og kr. 131,2.

10. Konklusion

Formålet med denne kandidatafhandling har været, at foretage en værdiansættelse af IC Companys pr. 30. juni 2008. For at komme frem til dette overordnede formål, er der blevet foretaget en strategisk regnskabsanalyse af IC Companys, der danner grundlag for budgetteringen, som er input i selve værdiansættelsen.

Ud fra den foretagne værdiansættelse er svaret på kandidatafhandlingens egentlige problemstilling, at en aktie i IC Companys A/S pr. 30. juni 2008 bør handles til mellem kr. 122,2 og kr. 131,2. Ud fra børskursen på kr. 160,0 kan det derfor ikke anbefales at investere i aktien.

Konklusion på den strategiske analyse:

Den strategiske analyse viste, at IC Companys kernekompetence primært består af multibrandstrategien, som selskabets organisation er bygget op efter. Koncernen har en portefølje bestående af 11 brands, der alle befinder sig i høj- og mellemprisegmentet i opdateret klassisk, moderne og avanceret mode. Af koncernens 5 originale key brands befinder Cottonfield, Matinique og Part Two sig i modningsfasen, mens Jackpot og InWear befinder sig i afviklingsfasen. Koncernen har derudover 6 porteføljebrands, hvoraf de 5 af dem vurderes at være i introduktions- og vækstfasen. Især de tilkøbte brands Peak Performance og Tiger of Sweden forventes på sigt at markere sig som koncernens vigtigste brands. Multibrandstrategien er med til at mindske koncernens kommercielle risiko, da man dækker en større gruppe af forbrugere, og da det enkelte brand er tilpasset specifikke målgrupper. Koncernen er således ikke afhængig af blot et enkelt brand. Multibrandstrategien medfører dog begrænsede stordriftsfordele på markedsføringssiden, da markedsføringen ikke kan fokuseres og intensiveres på et enkelt brand, hvorfor denne strategi besværliggør et høj grad af kendskab hos forbrugerne.

Til at dække forbrugernes skiftende behov, vil IC Companys fremover forsøge at levere kollektioner til hver måned frem for til hvert kvartal. Dette er en mere omkostningskrævende strategi, men det er ledelsens forhåbning, at stigningen i omsætningen på sigt vil være større.

IC Companys hovedmarked er Nordeuropa. 52 % af koncernens omsætning ligger i Skandinavien. Hovedmarkederne er hårdt ramt af den globale finanskrisen, der har medført lavkonjunkturer og aftagende vækst i privatforbruget. Da tøj er en forholdsvis indkomstelastisk vare, hvorfor IC

IC Companys i høj grad er påvirket af konjunkturerne. Væksten i privatforbruget forventes at være aftagende de kommende par år, men forventes at vende med konjunkturerne i 2010. IC Companys' omsætning må derfor forventes at være faldende de kommende regnskabsår.

USA udgør sammen med Rusland og Kina tre af de største potentielle markeder for IC Companys. Her er finanskrisen også indtruffet, men i de to sidstnævnte lande forventes fortsat markant vækst i privatforbruget.

Den fortsat store vækst i Kina udgør imidlertid også en trussel for IC Companys, da det vil medføre øgede produktionsomkostninger hvor en større del af koncernens produktion finder sted. En tilsvarende udvikling må forventes også at gælde for nye medlemslande af EU. Udløbet af kvoteaftalerne med Kina i 2008 gør dog, at import og produktionen af varer bliver friere, hvilket også kommer IC Companys til gode. I forbindelse med udvidelsen af EU mod øst, åbner der sig også nye markeder for IC Companys, ligesom det kan blive aktuelt at flytte dele af produktionen hertil eller til andre lavlønsområder.

IC Companys har en 15/15-målsætning om at opnå en vækst og indtjeningsevne på 15 % i 2011/12. Væksten skal komme primært på eksisterende markeder, og fremover vil der blive foretaget prioriteringer i forhold til investeringerne i koncernens brands. Strategien med at vækste sig ud af krisen kan imidlertid være farlig under lavkonjunkturerne, da det forventes at medføre større rabatter, lagernedskrivninger og tab på debitorer med lavere dækningsgrader til følge. For at opveje dette, har ledelsen iværksat en række tiltag, der skal tilpasse omkostningerne med det formål at øge indtjeningsevnen med fuld effekt fra regnskabsåret 2009/10.

Konkurrencen på tøjmarkedet er intens, da der de seneste par år er kommet en del nye kapitalstærke udbydere på det skandinaviske marked. Truslen fra nye konkurrenter vurderes imidlertid at være forholdsvis begrænset, da langt de fleste etablerede brands allerede vurderes at være til stede på markederne, og da der er forholdsvis høje adgangsbarrierer.

Endelig vurderes leverandørerne at have en svækket forhandlingsstyrke over for IC Companys, da koncernen grundet leveringssikkerhed opretholder en bred portefølje af leverandører. Ved at have outsourcet hele produktionen, kan IC Companys samtidig rette alle ressourcer mod deres kerneområder design og distribution, hvor det for alvor er muligt at differentiere sig i forhold til konkurrenterne.

Konklusion på regnskabsanalysen:

Analyse af distributionskanalernes omsætningsudvikling viste, at IC Companys på intet tidspunkt i analyseperioden har opnået den ønskede 15/15-målsætning.

IC Companys' rentabilitet blev forsøgt afdækket ved en dekomponering af ROE der viste, at OG er den primære underliggende driver. Grundet lavkonjunkturerne kan det dog blive svært at løfte OG i de kommende år, hvorfor 15/15-målsætningen bliver svær at realisere inden for 4 år.

Endelig blev den samlede risiko for IC Companys vurderet til at være over middel, da koncernen er eksponeret for konjunkturerne grundet efterspørgselsvariabiliteten, og da det finansielle beredskab forventes at blive presset grundet lavkonjunkturerne. IC Companys har dog historisk set haft mulighed for egenfinansiering af væksten via driften.

Konklusion på værdiansættelsen:

På baggrund af den strategiske regnskabsanalyse, er der opstillet et budget for IC Companys for regnskabsårene 2008/09 – 2012/14. De første 2 budgetår er kraftigt påvirket af lavkonjunkturerne. Der er som konsekvens heraf budgetteret med faldende omsætning. Allerede i andet regnskabsår forventes ledelsens spareplaner at træde i kraft, hvorfor der er budgetteret med reduktioner i omkostningsbasen. Endelig forventes det, at konjunkturerne vender i 2010, med vækst i omsætningen og faldende omsætningshastigheder til følge i det tredje budgetår og fremefter.

Budgettet udviser faldende ROIC det første regnskabsår. Herefter stiger ROIC gennem resten af budgetperioden, og når et niveau omkring 20 %. ROIC ligger på et niveau over den estimerede WACC på 10,08 % fra regnskabsåret 2009/10, hvorfor der forventes økonomisk overskud fra dette regnskabsår.

Aktiekursen for IC Companys blev pr. 30. juni 2008 estimeret ved DCF-modellen til kr. 125,7 på baggrund af de estimerede inputs. Følsomhedsanalysen viste imidlertid, at variationer af de kritiske inputvariable havde væsentlig betydning for den estimerede aktiekurs for IC Companys. Ved at opstille et best case og et worst case scenarie for værdiansættelsen, blev der fundet et spread i den estimerede aktiekurs for IC Companys på kr. 41,7 – 234,5.

Endelig blev der foretaget interviews med to professionelle analytikere af IC Companys omkring deres anbefalinger af aktien. De tillagde ikke umiddelbart IC Companys nogle specielle forhold eller hensyn, der ikke er blevet behandlet i denne afhandling. Afvigelser mellem analytikernes inputvariable, og dem der er estimeret i denne opgave er blevet gennemgået, og gav anledning til at benytte en højere β -værdi samt et lavere likviditetstillæg ved værdiansættelsen.

Svaret på kandidatafhandlingens egentlige problemstilling er derfor, at en aktie i IC Companys A/S pr. 30. juni 2008 bør handles til mellem kr. 122,2 og kr. 131,2, hvorfor det ud fra børskursen på kr. 160,0 ikke kan anbefales at investere i aktien.

11. Litteraturliste

Bøger og publikationer:

Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", Gjellerup, 2. udgave, 2. oplag.

Jens O. Elling, Carsten Krogholt Hansen & Ole Sørensen: "Strategisk regnskabsanalyse", Forlaget Thomson, 1. udgave, 3. oplag.

Ib Andersen: "Den skinbarlige virkelighed", Samfundslitteratur 1. udgave, 2. oplag.

FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele", december 2002

Ole Sørensen: "Værdiansættelse i teori og praksis – håndtering af vækst", maj 2008

PricewaterhouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", januar 2005

Nordea: "Økonomisk Perspektiv" Januar 2009

Aktieanalyser:

Capinordic Bank: "IC Companys", 24. februar 2009

Jyske Bank: "IC Companys", 24. februar 2009

Spar Nord: "IC Companys", 19. november 2008

Artikler:

Computerworld: "Danskerne net-handler for 22 milliarder kr. om året", 22. januar 2008

RB-Børsen: "Kupmagere vandt slaget om IC Companys", 29. oktober 2003

RB-Børsen: "Vi kan lære af Kina", 17. september 2008

RB-Børsen: "Alt er i spil", 1. oktober 2008

RB-Børsen: "Vi har villet for meget", 1. oktober 2008

RB-Børsen: "ICC/CEO: Vi skal til at prioritere", 19. november 2008

Tekstil & Tøj: "Medlemscirkulære 6 – 2008"

Regnskaber mv.:

IC Companys A/S årsrapporter: 2003/04, 2004/05, 2005/06, 2006/07 og 2007/08.

IC Companys A/S halvårsregnskaber og kvartalsregnskaber: 2006/07, 2007/08 og 2008/09.

IC Companys A/S fusionsprospekt, april 2001.

IC Companys A/S fondsbørsmeddelelser i perioden 2003 – 2009.

Bestseller A/S årsrapport 2007/08.

BTX Group A/S årsrapport 2007.

Hennes & Mauritz årsrapport 2007.

Inditex S.A årsrapport 2007.

Internetkilder:

IC Companys A/S: www.iccompanys.dk

GAP Inc.: www.gapinc.com

Danmarks Nationalbank: www.nationalbanken.dk

Børsen: www.borsen.dk

Euroinvestor: www.euroinvestor.com

Copenhagen Business School: www.cbs.dk

12. Bilagssamling

12.1 IC Companys A/S bestyrelse og ledelse⁸⁸

Bestyrelse:

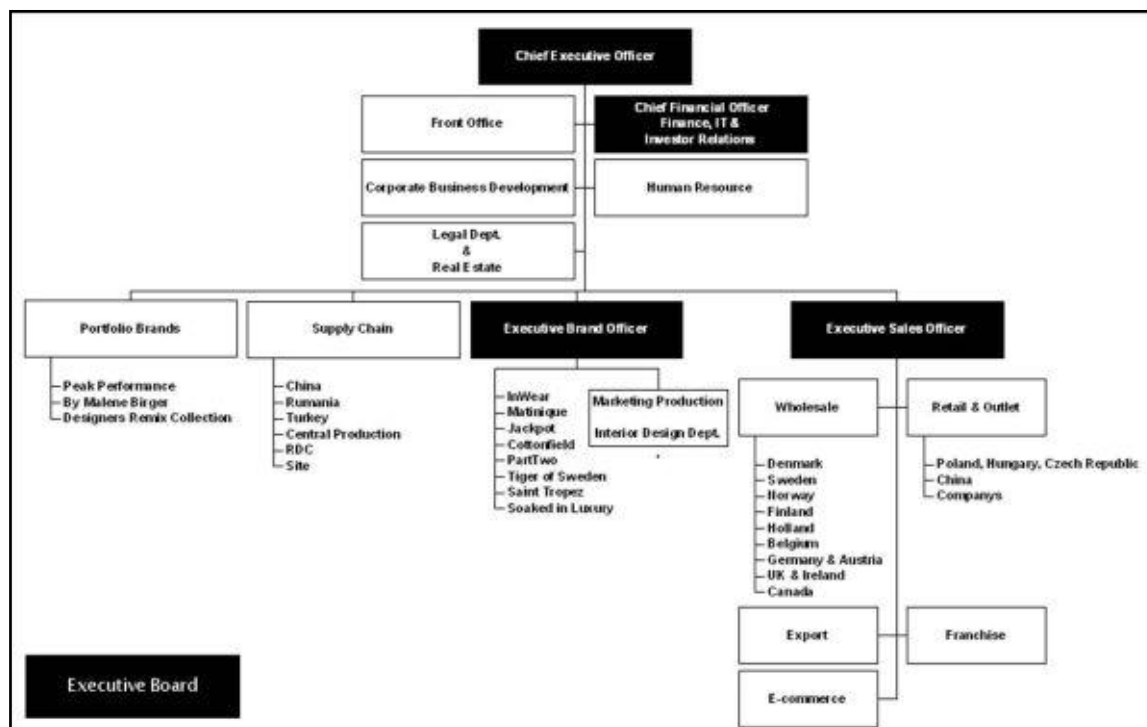
- Niels Erik Martinsen (formand): Direktør og bestyrelsesmedlem i Friheden Invest A/S, der er hovedaktionær i IC Companys.
- Henrik Heideby (næstformand): Administrerende direktør i PFA Holding og PFA Pension, samt bestyrelsesmedlem i Unomedical A/S og Unomedical Holding A/S.
- Ole Wengel (næstformand): Administrerende direktør i Pinus Møller Holding A/S.
- Per Bank: Administrerende direktør i Coop Danmark A/S, bestyrelsesformand i Irma A/S, Fakta A/S, Coop Trading A/S, Coop Nonfood A/S og Intercoop Ltd. samt bestyrelsesmedlem i OK A.m.b.a.
- Anders Colding Friis: Koncerndirektør i Skandinavisk Tobakskompagni A/S, administrerende direktør i House of Prince A/S, bestyrelsesformand i Orlik Tobacco Compagny A/S og bestyrelsesmedlem i Monberg & Thorsen A/S, Dyrup A/S og Dagrofa A/S.

Ledelse:

- Niels Mikkelsen (administrerende direktør): Udnævnt til administrerende direktør i 2008. Kom fra en stilling som manager for de nordiske og baltiske lande i Esprit de Corp.
- Anders Cleemann (branddirektør): Udnævnt til branddirektør i 2008. Blev forfremmet fra en stilling som branddirektør for Part Two.
- Chris Bigler (økonomidirektør): Udnævnt til økonomidirektør i 2004. Blev medlem af direktionen i 2008. Kom fra en stilling som revisor hos Deloitte.
- Peter Fabrin (salgsdirektør): Udnævnt til international salgsdirektør i 2008. Kom fra en stilling som administrerende direktør hos Diesel Nordic.
- Lars Altemark (supply chain direktør): Udnævnt til supply chain direktør i 2008. Kom fra en stilling som supply chain konsulent i Sverige.

⁸⁸ Informationer fra www.iccompanys.dk

12.2 IC Companys' organisationsdiagram⁸⁹



12.3 IC Companys' brands⁹⁰

Peak Performance:

Peak Performance blev etableret i 1986 og var et tilkøbt brand hos Carli Gry. Peak Performance defineres som et Mountain Resort Brand, og henvender sig til aktive og sportsinteresserede mennesker, som værdsætter meget funktionelle produkter i unikt design og kompromisløs kvalitet. Brandet er positioneret i kategorien "opdateret klassisk" i højprissegmentet.

InWear:

InWear blev etableret i 1969 af InWear Group. Brandkonceptet henvender sig til den stilsikre kvinde, der har en selvsikker og uhøjtidelig tilgang til livet, og som er tiltrukket af en kosmopolitisk livsstil. Brandet er positioneret i kategorien "moderne" i det øvre mellempriisegment.

⁸⁹ Årsrapport 2007/08

⁹⁰ Årsrapport 2007/08 s. 19

Tiger of Sweden:

Tiger of Sweden blev etableret i 1903, og henvender sig til progressive og stilbevidste mennesker. Kollektionen er formel og kontemporær med en urban og afslappet attitude samt solide skrædderdetaljer. Brandet er positioneret i kategorien "moderne" i det nedre højprissegment.

Jackpot:

Jackpot blev etableret i 1974 af Carli Gry og er et livsstilsbrand til den moderne, naturlige, kreative og sociale kvinde, der elsker livet og vægter sin familie og venner højt. Det brede udvalg af levende farver og håndmalede mønstre karakteriserer en feminin og casual stil, der kan mikses på kryds og tværs til et spontant, stilfuldt og individuelt look. Brandet er positioneret i kategorien "opdateret klassisk" i mellemprissegmentet.

Cottonfield:

Cottonfield blev etableret i 1986 af Carli Gry. 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. Brandet er positioneret som "opdateret klassisk" i mellemprissegmentet.

Matinique:

Matinique blev etableret i 1973 af InWear Group som det mandlige svar på InWear. Brandkonceptet henvender sig til den stilsikre storbymand, der ønsker tøj, som skaber bro mellem det afslappede og det formelle. Brandet er i 2008 blevet splittet op i to linier (Black Label og Blue Label) der henholdsvis består af det formelle og af det mere afslappede tøj. Brandet er positioneret i kategorien "moderne" i det øvre mellemprissegment.

Part Two:

Part Two blev etableret i 1986 af InWear Group. Part Two henvender sig til rigtige personligheder og til den modebevidste kvinde, som mentalt er mellem 25 og 35 år, og som efterspørger et unikt fashion udtryk med kontraster, hvor det feminine og sensuelle ofte kombineres med et mere rå udtryk. Part Two er positioneret i kategorien "moderne" i mellemprissegmentet.

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 linie "The Salon". Brandet er positioneret i kategorien "moderne" i højprissegmentet.

Saint Tropez:

Saint Tropez blev etableret i 1986. Brandkonceptet er med 9 årlige kollektioner "fast to market" og henvender sig til kvinder, der ønsker tøj med et højt og varieret modeindhold til en overkommelig pris. Brandet er positioneret i kategorien "moderne" i det nedre mellemprissegment.

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. Brandet er positioneret i kategorien "avanceret" i den nederste del af mellemprissegmentet.

Designers Remix Collection:

Designers Remix Collection blev etableret i 2002. Brandet er designdrevet og sigter mod at levere tøj til de kvindelig modekamæleoner, der kræver konstant innovation og tøj med personlighed. Brandet er positioneret som "avanceret" i højprissegmentet.

12.4 Omsætningsfordeling og -vækst af IC Companys' brands⁹¹

Omsætning (mio. kr.)	03/04	Vækst	04/05	Vækst	05/06	Vækst	06/07	Vækst	07/08	Vækst
Peak Performance	471	32 %	569	21 %	646	14 %	802	24 %	893	11 %
InWear	392	-20 %	433	10 %	475	10 %	540	14 %	542	0 %
Tiger of Sweden	223	145 %	294	32 %	353	20 %	388	10 %	488	26 %
Jackpot	504	-24 %	515	2 %	499	-3 %	445	-11 %	454	2 %
Cottonfield	198	-17 %	221	12 %	235	6 %	278	18 %	307	10 %
Matinique	232	-17 %	200	-14 %	199	-1 %	245	23 %	295	20 %
Part Two	222	-22 %	210	-5 %	197	-6 %	189	-4 %	224	19 %
By Malene Birger	-	-	51	-	90	76 %	126	40 %	172	37 %
Saint Tropez	130	-16 %	146	12 %	167	14 %	157	-6 %	153	-3 %
Soaked in Luxury	-	-	87	-	87	0 %	104	20 %	105	1 %
Designers Remix Collection	-	-	21	-	29	38 %	48	66 %	65	36 %

⁹¹ Årsrapporter for 2004/05 – 2007/08

12.5 Ændring i anvendt regnskabspraksis

Goodwill:

Goodwill indregnes ved første indregning i balancen til kostpris, og måles efterfølgende til kostpris med fradrag af akkumulerede nedskrivninger. Den regnskabsmæssige værdi af goodwill testes minimum én gang årligt for værdiforringelse, og nedskrives til genindvindingsværdi over resultatopgørelsen, såfremt den regnskabsmæssige værdi er højere. Genindvindingsværdien opgøres som hovedregel som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme fra den virksomhed som goodwill er knyttet til. Goodwill blev tidligere amortiseret lineært over den økonomiske levetid.

Aktiebaseret vederlæggelse (optioner, warrents, medarbejderaktiver mv.):

Aktiebaseret vederlæggelse betragtes som personaleomkostninger, der indregnes i tildelingsåret og måles til dagsværdi. Efterfølgende ændringer i dagsværdien indregnes direkte på egenkapitalen. Aktiebaseret vederlæggelse blev tidligere ikke indregnet på tildelingstidspunktet.

Immaterielle lejerettigheder (betalinger for overtagelse af lejemål):

Immaterielle lejerettigheder amortiseres over den gældende lejeperiode eller brugstiden, såfremt denne er kortere. Amortiseringsgrundlaget reduceres med eventuelle nedskrivninger. Lejerettigheder med udefinerbar levetid afskrives ikke, men testes årligt for værdiforringelse. Lejerettigheder blev tidligere anset for at have en definerbar levetid, hvorfor der blev foretaget årlige afskrivninger.

Pensionsforpligtelser:

Pensionsforpligtelser måles og indregnes på grundlag af aktuarmæssige opgørelser og den fulde pensionsforpligtelse indregnes løbende. Tidligere blev pensionsforpligtelser ikke indregnet på baggrund af aktuarmæssige opgørelser.

Øvrige ændringer:

Overgangen til IFRS har desuden medført en række reklassifikationer. Hensatte forpligtelser præsenteres ikke længere på balancen som en særskilt hovedgruppe, men indgår nu under langfristede og kortfristede gældsforpligtelser. Licens- og kommissionsindtægter indregnes nu i

nettoomsætningen og ikke længere under andre driftsindtægter. Endelig præsenteres minoritetsinteresser som en del af koncernbalancen og aktiver under opførsel præsenteres særskilt på balancen.

12.6 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

I årsrapporten for 2005/06 er det oplyst, at den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse pr. 1. juli 2004 udgør kr. 7,6 mio. Det er ikke oplyst, hvilke aktuarmæssige gevinster eller tab, der har været i regnskabsåret 2003/04, hvorfor disse ikke kan indregnes. Forpligtelsen pr. 1. juli 2004 fratrækkes derfor egenkapitalen pr. 1. juli 2003. I regnskabsåret 2004/05 er den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse korrigeret i balancen, og det aktuarmæssige tab for året på kr. 0,6 mio. er lagt til personaleomkostningerne.

I årsrapporten for 2004/05 er det oplyst, at der skal omkostningsføres aktiebaseret vederlæggelse for kr. 24,5 mio., hvoraf den samlede dagsværdi af favørelementet for udnyttede tegningsretter udgør kr. 23,5 mio. Denne omkostning bør medtages i totalindkomsten, da der er tale om en personaleomkostning. IC Companys har desuden aktieoptions- og warrantordninger for medarbejderne. Omkostningerne til disse udgjorde i kr. 1 mio., kr. 4,6 mio., kr. 6,0 mio. og kr. 6,2 mio. i henholdsvis regnskabsåret 2004/05, 2005/06, 2006/07 og 2007/08. Omkostningen for 2004/05 bør ligeledes medtages i totalindkomsten, da der er tale om personaleomkostninger.

I årsrapporterne før regnskabsåret 2005/06 er der afskrevet på goodwill, hvorfor der skal korrigeres herfor i 2003/04 og 2004/05. Der skal derfor tilbageføres afskrivninger på goodwill på kr. 50,6 mio. i 2003/04 og kr. 50,3 mio. i 2004/05. I 2003/04 er der desuden foretaget en yderligere nedskrivning af goodwill på kr. 20 mio. vedrørende brandet Saint Tropez, som dog er valgt fastholdt, da nedskrivningen må være foretaget grundet værdiforringelse.

Andre hensatte forpligtelser vedrører hensættelse til butiksleje for tabsgivende butikker, huslejeforpligtelser og omstrukturering i tilkøbt virksomhed. Disse hensættelser skal tilbageføres, hvorfor der tilbageføres kr. 71,5 mio., kr. 5,1 mio. kr. 1,5 mio. i henholdsvis 2003/04, 2004/05 og 2005/06.

I årsrapporterne før regnskabsåret 2005/06 blev der foretaget afskrivninger af immaterielle lejerettigheder med udefinerbar levetid. I årsrapporten for 2004/05 er det oplyst, at der blev foretaget afskrivninger på lejerettigheder med udefinerbar levetid for kr. 1,4 mio., hvilket tilbageføres.

Endelig skal skatteeffekten af reguleringerne også korrigeres. Effekten heraf oplyses i årsrapporten for 2004/05 til kr. 3,9 mio., der medregnes i totalindkomsten.

Valutakursregulering af dattervirksomheder omfatter den forskel, der opstår ved valutakursomregning af dattervirksomhedernes aktiver og forpligtelser på balancedagen. Da valutakursreguleringerne både kan vedrøre driftsaktiver, finansielle forpligtelser og gæld, burde de opdeles i henholdsvis driftsresultat og finansielle poster. Det er dog ikke muligt at foretage en sådan opdeling, hvorfor valutakursreguleringerne vedrørende dattervirksomheder indregnes under andet driftsoverskud.

Skatteværdi af favørelement vedrører medarbejderaktier, og blev før overgangen til IFRS indregnet i egenkapitalen som en separat post. Da posten vedrører personaleomkostninger, indregnes den herunder.

Værdiregulering af afledte finansielle instrumenter kan vedrøre såvel drift som finansiering. Ifølge IC Companys består den primære transaktionsrisiko i varekøb og –salg i fremmed valuta⁹². Posten er derfor indregnet under andet driftsoverskud.

Den reformulerede egenkapitalopgørelse er vist i figuren nedenfor:

⁹² Årsrapport 2007/08 s. 63

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Egenkapital primo	599,7	404,8	593,1	624,5	598,5
-korr. overgang til IFRS pension	-7,6	-	-	-	-
-korr. overgang til IFRS medarbejderaktier	-	23,4	-	-	-
Transaktioner med ejere:					
Aktietilbagekøb	-	-	-174,1	-225,5	-237,8
Udbetalt udbytte	-	-	-	-67,7	-73,9
Salg af egne aktier (medarbejderoptioner)	-	3,7	-	-	-
Udstedelse af medarbejderaktier/warrants	-	4,7	-	-	-
Udnyttelse af aktieoptioner/warrants	-	-	19,3	24,2	26,4
Aktiebaseret vederlæggelse	-	-1,0	-4,6	-6,0	-6,2
Transaktioner med ejere	-	7,3	-159,3	-275,0	-291,5
Totalindkomst:					
Årets resultat	-308,8	172,5	224,4	240,6	224,0
Minoritetsinteressers andel	-	-	-1,5	-5,6	-1,4
-korr. goodwill	50,6	50,3	-	-	-
-korr. medarbejderaktier	-	-23,5	-	-	-
-korr. aktiebaseret vederlæggelse	-	-1,0	-	-	-
-korr. hensatte forpligtelser	71,5	-66,4	-3,6	-1,5	-
-korr. aktuarmæssige tab pensioner	-	-0,6	-	-	-
-korr. afskrivning på lejerettigheder	-	1,4	-	-	-
-korr. skatteeffekt af reguleringer	-	3,9	-	-	-
Valutakursregulering af dattervirksomheder	-1,5	-1,0	-7,6	-2,1	-13,2
Skatteværdi af favørelement	-0,8	-	-	-	-
Værdiregulering af afledte finansielle instrumenter	1,7	25,2	-25,4	-6,4	-32,3
Overført til resultatopg. (sikring af fremt. pengestr.)	-	4,1	-25,2	25,4	6,4
Skat af egenkapitalbevægelser	-	-8,3	25,0	-7,4	1,1
Totalindkomst	-187,3	156,6	186,1	243,0	184,6
Aktiebaseret vederlæggelse	-	1,0	4,6	6,0	6,2
Egenkapital ultimo	404,8	593,1	624,5	598,5	497,8

12.7 Reformulering af balancen

Overgangen til IFRS har medført, at aktiver under opførsel vises som en særskilt post på balancen. I årsrapporten for 2005/06 oplyses det, at aktiver under opførsel i regnskabsåret 2004/05 udgør kr. 14,9 mio., der skal reklassificeres fra de øvrige materielle anlægsaktiver. Ud fra årsrapporterne har det ikke været muligt at foretage en tilsvarende opdeling for regnskabsåret 2003/04.

Overgangen til IFRS har desuden medført, at den periodiserede rente der indgår i anden gæld, skal reklassificeres fra driftsforpligtelser til finansielle forpligtelser.

Endelig skal den nødvendige driftslikviditet reklassificeres fra likvide beholdninger under forpligtelserne til driftsaktiver. Driftslikviditeten sættes oftest til 1 % af nettoomsætningen⁹³.

Den reformulerede balance er vist i figuren nedenfor:

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Goodwill	222,6	220,0	227,2	251,6	248,8
Software og IT systemer	28,2	18,0	22,4	24,0	30,5
Varemærkerettigheder	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Lejerettigheder	40,1	29,3	22,3	20,6	22,5
IT systemer under udvikling	-	-	-	-	1,0
Immaterielle anlægsaktiver	291,2	267,6	272,1	296,4	303,0
Grunde og bygninger	25,4	39,7	159,7	177,6	174,6
Indretning af lejede lokaler	90,4	90,5	87,1	100,2	108,0
Driftsmateriel og inventar	60,0	59,0	83,7	122,8	129,8
Materielle aktiver under opførelse	-	14,9	31,2	8,2	11,5
Materielle anlægsaktiver	175,8	204,1	361,7	408,8	423,9
Finansielle aktiver	27,8	28,9	21,8	24,4	25,6
Udskudt skatteaktiver	108,7	168,1	182,5	137,1	123,9
Finansielle anlægsaktiver	136,5	197,0	204,3	161,5	149,5
Anlægsaktiver i alt	603,5	668,7	838,1	866,7	876,4
Varebeholdninger	380,8	350,8	391,1	466,4	532,4
Tilgodehavender fra salg af varer og tjenesteydelser	201,0	186,0	207,7	266,6	296,7
Tilgodehavende selskabsskat	53,0	28,2	9,7	3,1	1,6
Andre tilgodehavender	41,0	68,6	76,3	54,3	35,0
Periodeafgrænsningsposter	62,8	80,2	93,1	97,9	108,8
Driftslikviditet	26,2	28,2	30,2	33,5	37,4
Omsætningsaktiver	764,8	742,0	808,1	921,8	1.011,9
Driftsaktiver	1.368,3	1.410,7	1.646,2	1.788,5	1.888,3
Udskudte skatteforpligtelser	5,9	10,6	19,9	29,0	44,9
Pensionsforpligtelser	8,4	9,3	8,3	5,1	5,7
Andre hensatte forpligtelser	-	1,0	5,6	11,6	17,8
Leverandører af varer og tjenesteydelser	235,7	242,2	287,4	296,8	313,8
Selskabsskat	21,8	35,5	47,5	38,9	45,4
Anden gæld	168,4	170,1	214,0	210,0	277,2
Driftsforpligtelser	440,2	468,7	582,7	591,4	704,8
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	928,1	942,0	1.063,5	1.197,1	1.183,5

⁹³ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" s. 125

Selskabskapital	183,5	185,9	188,5	183,9	179,2
Overkurs ved emission	30,7	30,7	-	-	-
Reserve for sikringstransaktioner	-2,9	18,1	-17,2	-4,7	-22,1
Reserve for valutakursregulering	-	-1,0	-8,6	-10,7	-23,9
Overført resultat	193,5	359,4	394,1	359,8	298,6
Foreslået udbytte	-	-	67,7	70,2	66,0
Egenkapital tilh. moderselsk. aktionærer	404,8	593,1	624,5	598,5	497,8
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser	-	-	1,5	7,1	8,5
Egenkapital i alt	404,8	593,1	626,0	605,6	506,3
Gæld til kreditinstitutter, langfristet gæld	9,1	5,3	117,5	168,0	168,0
Gæld til kreditinstitutter, kortfristet gæld	557,6	391,4	333,0	534,5	603,0
Kapitaliseret leasingforpligtelse	40,2	54,3	51,0	-	-
Periodeafgrænsningsposter	0,6	7,3	5,4	0,4	0,8
Finansielle forpligtelser	607,5	458,3	506,9	702,9	771,8
Likvide beholdninger	84,2	109,4	69,4	111,4	94,6
Forpligtelser i alt	523,3	348,9	437,5	591,5	677,2
Investeret kapital	928,1	942,0	1.063,5	1.197,1	1.183,5

12.8 Reformulering af resultatopgørelsen

Ifølge Regnskabsvejledning 9 skal transaktionsbaserede omregningsdifferencer indregnes i resultatopgørelsen under finansielle poster, dog alene gevinster og tab fra finansieringsaktiviteten. Omregningsdifferencer vedrørende køb- og salgstransaktioner bør indregnes som en del af driftsoverskuddet. Da det ikke er muligt at foretage en sådan opdeling ud fra selskabets anvendte regnskabspraksis, er valutakursreguleringerne reklassificeret fra finansieringsdelen til at indgå som en del af driftsoverskuddet.

Overgangen til IFRS har desuden medført, at licens- og kommissionsindtægter indregnes i nettoomsætningen, hvorfor de er reklassificeret fra henholdsvis andre eksterne omkostninger og produktionsomkostninger.

Den reformulerede resultatopgørelse er vist i figuren nedenfor:

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Nettoomsætning	2.617,1	2.820,6	3.022,0	3.353,8	3.737,2
Produktionsomkostninger	-1.320,8	-1.226,8	-1.254,5	-1.370,9	-1.478,4
Bruttofortjeneste	1.296,3	1.593,8	1.767,5	1.982,9	2.258,8
Personaleomkostninger	-639,3	-676,2	-711,1	-807,2	-931,2
Af- og nedskrivninger af anlægsaktiver	-112,5	-73,0	-81,2	-96,3	-112,8
Andre eksterne omkostninger	-679,7	-665,0	-683,7	-755,5	-871,0
Driftsoverskud fra salg (før skat)	-135,2	179,6	291,5	323,9	343,8
Skat af driftsoverskud fra salg	-26,3	6,8	-85,6	-78,7	-109,5
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	-161,5	186,4	205,9	245,2	234,3
Andre gevinster og tab	1,8	-0,2	11,0	16,2	5,5
Særlige poster	-19,2	-15,4	-17,3	7,7	-38,8
Andet driftsoverskud (før skat)	-17,4	-15,6	-6,3	23,9	-33,3
Skat på andet driftsoverskud	5,2	4,4	1,8	-6,0	8,3
Andet driftsoverskud (efter skat)	-12,2	-11,2	-4,5	17,9	-25,0
Samlet driftsoverskud (efter skat)	-173,7	175,2	201,4	263,1	209,3
Finansielle indtægter	10,1	7,9	7,5	16,9	13,2
Finansielle omkostninger	-29,6	-33,7	-26,6	-36,3	-44,3
Netto finansielle omkostninger (før skat)	-19,5	-25,8	-19,1	-19,4	-31,1
Skatteeffekt	5,9	7,2	5,3	4,9	7,8
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-13,6	-18,6	-13,8	-14,5	-23,3
Koncernresultat	-187,3	156,6	187,6	248,6	186,0
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	-	-	-1,5	-5,6	-1,4
Totalindkomst	-187,3	156,6	186,1	243,0	184,6

12.9 Reformuleret pengestrømsopgørelse

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet	129,8	277,9	326,3	291,2	340,1
Nettorenteudbetalinger efter skat	13,1	13,8	9,6	15,0	24,3
Korrigeret pengestrøm fra driftsaktivitet	142,9	291,7	335,9	306,2	364,4
Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktivitet	-77,0	-82,6	-141,8	-186,4	-138,4
Ændring i driftslikviditet	0,7	-2,0	-2,0	-3,3	-3,9
Ændring i finansielle aktiver	1,0	1,0	-7,1	2,2	1,2
Ikke-likviditetskrævende investeringer	-	-	-117,5	-	-
Korrigeret pengestrøm fra investeringsaktivitet	-75,3	-83,6	-268,4	-187,5	-141,1
Frit cash flow	67,6	208,1	67,5	118,7	223,3
Nettofinansielle forpligtelser:					
Nettoprovenue ved optagelse af langfr. fin. forpligtelser	5,4	11,4	8,6	-7,5	-
Nettorenteudbetalinger efter skat	13,1	13,8	9,6	15,0	24,3
Årets likviditetsvirkning (excl. driftslikviditet)	75,9	190,3	19,2	-160,0	-87,5
Ændring i finansielle aktiver	1,0	1,0	-7,1	2,2	1,2
Ikke-likviditetskrævende investeringer	-	-	-117,5	-	-
Nettofinansielle forpligtelser	95,4	216,5	-87,2	-150,3	-62,0
Egenkapitalfinansiering:					
Skatteværdi af favørelement	-27,8	-	-	-	-
Kapitalforhøjelse	-	-	-	-	-
Provenu ved udnyttelse af aktieincitamentsprogrammer	-	-8,4	-19,4	-24,2	-26,4
Aktietilbagekøb	-	-	174,1	225,5	237,8
Udbetalt udbytte	-	-	-	67,7	73,9
Egenkapitalfinansiering	-27,8	-8,4	154,7	269,0	285,3
Samlet finansieringsstrøm	67,6	208,1	67,5	118,7	223,3

12.10 Distributionskanalernes omsætningsudvikling

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Nettoomsætning	2.612	2.821	3.022	3.354	3.737
(2003/04 = indeks 100)	100,0%	108,0%	115,7%	128,4%	143,1%
Engrosomsætning	1.607	1.906	2.098	2.308	2.497
(nettoomsætning = indeks 100)	61,5%	67,6%	69,4%	68,8%	66,8%
(2003/04 = indeks 100)	100,0%	118,6%	130,6%	143,6%	155,4%
Retailomsætning	868	777	798	915	1.092
(nettoomsætning = indeks 100)	33,2%	27,5%	26,4%	27,3%	29,2%
(2003/04 = indeks 100)	100,0%	89,5%	91,9%	105,4%	125,8%
Outletomsætning	137	138	126	131	148
(nettoomsætning = indeks 100)	5,3%	4,9%	4,2%	3,9%	4,0%
(2003/04 = indeks 100)	100,0%	100,7%	92,0%	95,6%	108,0%

12.11 Common-size-analyse af den reformulerede resultatopgørelse

	2003/04	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomkostninger	-50,5%	-43,5%	-41,5%	-40,9%	-39,6%
Bruttofortjeneste	49,5%	56,5%	58,5%	59,1%	60,4%
Personaleomkostninger	-24,4%	-24,0%	-23,5%	-24,1%	-24,9%
Af- og nedskrivninger af anlægsaktiver	-4,3%	-2,6%	-2,7%	-2,9%	-3,0%
Andre eksterne omkostninger	-26,0%	-23,6%	-22,6%	-22,5%	-23,3%
Driftsoverskud fra salg (før skat)	-5,2%	6,4%	9,6%	9,7%	9,2%
Skat af driftsoverskud fra salg	-1,0%	0,2%	-2,8%	-2,3%	-2,9%
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	-6,2%	6,6%	6,8%	7,3%	6,3%
Andre gvinster og tab	0,1%	0,0%	0,4%	0,5%	0,1%
Særlige poster	-0,7%	-0,5%	-0,6%	0,2%	-1,0%
Andet driftsoverskud (før skat)	-0,7%	-0,6%	-0,2%	0,7%	-0,9%
Skat på andet driftsoverskud	0,2%	0,2%	0,1%	-0,2%	0,2%
Andet driftsoverskud (efter skat)	-0,5%	-0,4%	-0,1%	0,5%	-0,7%
Samlet driftsoverskud (efter skat)	-6,6%	6,2%	6,7%	7,8%	5,6%
Finansielle indtægter	0,4%	0,3%	0,2%	0,5%	0,4%
Finansielle omkostninger	-1,1%	-1,2%	-0,9%	-1,1%	-1,2%
Netto finansielle omkostninger (før skat)	-0,7%	-0,9%	-0,6%	-0,6%	-0,8%
Skatteeffekt	0,2%	0,3%	0,2%	0,1%	0,2%
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-0,5%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,6%
Koncernresultat	-7,2%	5,6%	6,2%	7,4%	5,0%
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%
Totalindkomst	-7,2%	5,6%	6,2%	7,2%	4,9%

12.12 Illustration af værdiansættelsen ved DCF-modellen⁹⁴

Budgetperiode				Terminalperiode
DCF 2008/2009	DCF 2009/2010	...	DCF 2012/2013	DCF 2013/2014+
Nutidsværdi af DCF i budgetperioden				
+ Nutidsværdi af DCF i terminalperioden				
= Virksomhedsværdi				
- Bogført værdi af NFF, primo				
= Værdi af egenkapital				
- Udestående optioner og warrants				
- Bogført værdi af minoriteter				
= Værdi af egenkapital (moder)				
Aktiekurs = værdi af egenkapital (moder) / antal aktier				

12.13 Budgettering af brandsomsætningen for 2008/09 – 2012/13

	2007/08R	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E
Peak Performance	893	937	966	1161	1394	1562
InWear	542	410	309	259	233	175
Tiger of Sweden	488	492	498	599	720	807
Jackpot	454	413	369	332	299	224
Cottonfield	307	276	244	249	259	259
Matinique	295	282	266	272	282	282
Part Two	224	247	253	281	292	292
By Malene Birger	172	194	215	259	312	350
Saint Tropez	153	150	139	125	113	84
Soaked in Luxury	105	106	108	128	158	182
Designers Remix Collection	65	43	42	51	62	70
Øvrige brands	39	37	36	40	44	46
Nettoomsætning	3.737	3.588	3.444	3.754	4.167	4.334
Omsætningsvækst	11,4%	-4,0%	-4,0%	9,0%	11,0%	4,0%

⁹⁴ Kilde: FSR, Rådgivningsudvalget: "Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele" s. 45

12.14 Budgetteret resultatopgørelse for 2008/09 – 2013/14

	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14T
Nettoomsætning	3.587,7	3.444,2	3.754,2	4.167,1	4.333,8	4.507,2
Produktionsomkostninger	-1.506,8	-1.429,3	-1.520,4	-1.666,9	-1.733,5	-1.802,9
Bruttofortjeneste	2.080,9	2.014,9	2.233,7	2.500,3	2.600,3	2.704,3
Personaleomkostninger	-914,9	-843,8	-919,8	-1.020,9	-1.061,8	-1.104,3
Af- og nedskrivninger af anlægsaktiver	-118,4	-123,8	-130,2	-136,0	-141,6	-147,7
Andre eksterne omkostninger	-879,0	-826,6	-882,2	-979,3	-1.018,4	-1.059,2
Driftsoverskud fra salg (før skat)	168,6	220,6	301,5	364,0	378,5	393,2
Skat af driftsoverskud fra salg	-47,2	-61,8	-84,4	-101,9	-106,0	-110,1
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	121,4	158,9	217,1	262,1	272,5	283,1
Samlet driftsoverskud (efter skat)	121,4	158,9	217,1	262,1	272,5	283,1
Finansielle omkostninger	-55,3	-58,6	-41,0	-26,3	-24,4	-24,4
Netto finansielle omkostninger (før skat)	-55,3	-58,6	-41,0	-26,3	-24,4	-24,4
Skatteeffekt	15,5	16,4	11,5	7,4	6,8	6,8
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-39,8	-42,2	-29,5	-18,9	-17,6	-17,6
Koncernresultat	81,6	116,7	187,6	243,2	254,9	265,5
Minoritetsint. andel af koncernresultatet	-1,2	-1,8	-2,8	-3,6	-3,8	-4,0
Totalindkomst	80,4	114,9	184,8	239,5	251,0	261,5

12.15 Budgetteret balance for 2008/09 – 2013/14

	2008/09E	2009/10E	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14T
Goodwill	248,8	248,8	248,8	248,8	248,8	248,8
Software og IT systemer	35,0	40,0	45,0	50,0	55,0	60,0
Varemærkerettigheder	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Lejerettigheder	23,6	25,6	27,5	28,1	29,5	31,3
Immaterielle anlægsaktiver	307,6	314,6	321,5	327,1	333,5	340,3
Grunde og bygninger	174,6	174,6	174,6	174,6	174,6	174,6
Indretning af lejede lokaler	117,9	127,8	137,3	140,7	147,4	156,4
Driftsmateriel og inventar	153,4	177,0	200,6	224,2	247,8	271,4
Materielle anlægsaktiver	445,9	479,4	512,5	539,5	569,8	602,4
Finansielle aktiver	29,5	31,9	34,3	35,2	36,9	39,1
Udskudt skatteaktiver	113,1	97,7	72,9	44,9	44,9	44,9
Finansielle anlægsaktiver	142,6	129,6	107,2	80,1	81,8	84,0
Anlægsaktiver i alt	896,0	923,5	941,1	946,7	985,1	1.026,6
Varebeholdninger	598,0	574,0	507,3	534,2	555,2	575,1
Tilgodeh. fra salg af varer og tjenesteydelser	348,8	334,9	278,1	293,5	305,2	317,4
Andre tilgodehavender	70,3	68,9	75,1	83,3	86,7	90,1
Periodeafgrænsningsposter	102,5	98,4	107,3	119,1	123,8	128,8
Driftslikviditet	35,9	34,4	37,5	41,7	43,3	45,1
Omsætningsaktiver	1.155,5	1.110,6	1.005,3	1.071,8	1.114,2	1.156,6
Driftsaktiver	2.051,5	2.034,1	1.946,4	2.018,5	2.099,3	2.183,2
Udskudte skatteforpligtelser	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9
Pensionsforpligtelser	5,7	5,3	5,7	6,4	6,6	6,9
Andre hensatte forpligtelser	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Leverandører af varer og tjenesteydelser	299,0	287,0	312,8	347,3	362,6	379,2
Selskabsskat	20,9	29,9	48,1	62,4	65,5	68,2
Anden gæld	231,5	222,2	242,2	268,8	279,6	290,8
Driftsforpligtelser	613,7	601,0	665,5	741,5	770,8	801,7
Nettodriftsaktiver (investeret kapital)	1.437,8	1.433,1	1.280,9	1.277,0	1.328,4	1.381,5
Selskabskapital	179,2	179,2	179,2	179,2	179,2	179,2
Reserve for sikringstransaktioner	-22,1	-22,1	-22,1	-22,1	-22,1	-22,1
Reserve for valutakursregulering	-23,9	-23,9	-23,9	-23,9	-23,9	-23,9
Overført resultat	389,5	520,1	735,6	713,5	761,4	811,4
Foreslået udbytte	-	-	-	71,9	75,3	78,5
Egenkap. tilhørende moderselsk. aktionærer	522,7	653,3	868,8	918,5	969,9	1.023,0
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Egenkapital i alt	531,2	661,8	877,3	927,0	978,4	1.031,5
Gæld til kreditinstitutter	906,6	771,3	403,6	350,0	350,0	350,0
Finansielle forpligtelser	906,6	771,3	403,6	350,0	350,0	350,0
Forpligtelser i alt	906,6	771,3	403,6	350,0	350,0	350,0
Investeret kapital	1.437,8	1.433,1	1.280,9	1.277,0	1.328,4	1.381,5

12.16 Beregninger af variable til estimering af WACC

Estimering af ejerafkastkravet:

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_l = 4,81\% + 1,15 \times 4,5\% + 1,25\% = 11,24\%$$

r_f : Ejernes afkast ved risikofri investering.

β : Aktiens systematiske risiko i forhold til gennemsnitsaktien.

$r_m - r_f$: Risikopræmien som markedet tilbyder for at ejerne påtager sig aktiens risiko.

r_l : Likviditetstillæg.

Estimering af investorernes afkastkrav:

$$k_g = (r_f + r_s)(1-t) = r_f(1-t) + (r_m - r_f)(1-t) = 4,81\% \times (1-0,28) + 4,5\% \times (1-0,28) = 6,70\%$$

t : Selskabsskatteprocenten.

Estimering af WACC:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times k_g = 74,5\% \times 11,24\% + 25,5\% \times 6,70\% = 10,08\%$$

V_0^E : Markedsværdi af egenkapitalen.

V_0^{NFF} : Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser.

V_0^{NDA} : Markedsværdi af virksomheden.

13. Interviews med aktieanalytikere

13.1 Dan Wejse, Nordea Markets (telefoninterview den 31. marts 2009)

Hvilken model benytter I til at værdiansætte IC Companys aktien: *"DCF og lidt relative værdiansættelsesmodeller, men det er svært i den situation som selskabet står i."*

Hvilken beta-værdi benytter I i forbindelse med jeres værdiansættelse: *"1,25."*

Det er umiddelbart en lidt høj beta-værdi: *"Ja, men vi har en WACC på 10."*

Har I foretaget særskilte vurderinger af den driftsmæssige og den finansielle risiko: *"Nej, ikke specifikt."*

Hvor lang en budgetperiode benytter I i forbindelse med jeres værdiansættelse og hvilken vækst budgetterer I med i terminalperioden: *"3 år og 3 %. Vi går ikke i terminal efter de 3 år, vi laver en implicitbudgetperiode på 3 år og så har vi en mid term, hvor vi så kører tingene ned og så når vi først terminal i 2032."*

Hvilken markedsrisikopræmie tillægger I aktien: *"Vi har en markedsrisiko på 4,5 % - det er det, vi bruger."*

I forbindelse med værdiansættelsen, tillægger I så aktien en discount af forskellige årsager, f.eks. så virker deres informationer en smule sparsomt: *"Så er det fordi du har kigget på dem i forhold til børsnoterede selskaber, men nej, vi har ikke nogen discount."*

Hvad med en likviditetspræmie: *"Nej."*

Tillægger I den branche som IC Companys befinder sig i nogle specielle hensyn i forbindelse med værdiansættelsen: *"Det hele er jo et spørgsmål om, hvordan man kigger på det. Man kan sige, nu det du har stillet spørgsmål til er jo ekstremt modelteknisk, og man skal selvfølgelig kigge på sin model, men det er ikke som sådan modellen, den giver kun en indikation, det handler om, hvad du putter ind i dit input sheet, det er det vi styrer tingene. Det andet er technicalities som man selvfølgelig skal gøre sig nogle overvejelser omkring, men det er netop, hvad du får fra dine input. Der tager vi højde for, hvad det er for en branche, hvad det er for en industri, hvad konkurrencesituationen, hvad de har af positionering – der er en række af ting."*

Hvordan vurderer I, at aktiekursen pr. 30. juni 2008 på kr. 160,0 var og hvad med den aktuelle aktiekurs på 63: *"Vi havde købt på aktien dengang, og det har vi også nu."*

I min afhandling estimeres aktiekursen til 125,7, hvordan vurderer du denne kurs: *"Det lyder meget fornuftigt, men problemet er jo, at hvis du tror på selskabet, så kan den komme i 400 og hvis du ikke gør, skal du have en helt anden værdiansættelse. Men du har svært ved for alvor at presse den ned, men du kan jo gøre nogle ting, men du kan ikke få den ned i den nuværende kurs."*

Hvilke kilder benytter I jer af i forbindelse med værdiansættelsen – vurdering af markedet generelt, eller lytter I også meget til de udmeldinger som ledelsen kommer med – f.eks. deres 15/15 målsætning: *"Vi kigger selvfølgelig på selskabets, regnskaber og hvad deres planer er, og så kigger vi på konkurrenterne, relevante konkurrenter, og så kigger vi på makro. Så det er vel, hvordan vi mener, de er positioneret."*

Jeg siger mange tak for hjælpen: *"Det er fint, men jeg synes, at det lyder meget interessant. Hvad har du ellers af værdiansættelse på den – du har et basisscenarie, eller hvordan kører du det? Det man kunne overveje er at køre nogle scenarier på det fordi, der er så stor usikkerhed. Vi kører med tre scenarier som sådan – altså et negativt og et positivt scenarie. På en eller anden måde er du nødt til at gøre dig nogle overvejelser omkring dette. Du kan jo godt sige, at dette er min bedste case, men der er også kæmpe usikkerhed, så på en eller anden måde bliver du nødt til at have noget andet."*

I afhandlingen laver jeg også en følsomhedsanalyse af de forskellige input variable i DCF modellen og opstiller henholdsvis et worst case, et mest sandsynligt, og et best case scenarie, så jeg har også inddraget de overvejelser i afhandlingen: *"Okay, men fint."*

13.2 Mette Sveidahlm LD Invest (mailinterview den 2. – 7. april 2009)

Hvilken model benytter I til at værdiansætte IC Companys aktien: *"DCF-modellen."*

Hvilken beta-værdi benytter I i forbindelse med jeres værdiansættelse: *"1,25."*

Har I foretaget særskilte vurderinger af den driftsmæssige og den finansielle risiko, og hvordan vurderer I i givet fald disse: *"Efter vores vurdering er den driftsmæssige risiko for IC Companys høj på nuværende tidspunkt, hvilket bl.a. skyldes, at der er en stor risiko for større udsving i omsætningen – estimaterne er således væsentligt mere usikre end under mere "normale" forhold. IC Companys har heller ikke formået at nedskalere sine omkostninger i takt med faldet i omsætningen – vi vil forsikres om, at de iværksatte tiltag giver de lovede besparelser. Endelig er markedet historisk set blevet skuffet gentagne gange, hvorfor vi imødeser bevis for, at den nye ledelse kan løfte opgaven. Det er dog positivt med CEO'ens tidligere ansættelse hos succesrige Esprit."*

Efter vores vurdering er den finansielle risiko hos IC Companys mellem-høj. Grundet forventninger om stigende nettogæld og faldende egenkapital forventer vi en stigende gearing i indværende regnskabsår. Ved seneste kvartalsregnskab blev spekulationer om kapitaludvidelse dog efter vores vurdering manet til jorden på baggrund af kreditfaciliteter på niveauet 1,4 mia. og en nettogæld på 681 mio."

Hvor lang en budgetperiode benytter I i forbindelse med jeres værdiansættelse, og hvilken vækst budgetterer I med i terminalperioden: *"Budgetperioden er 10 år. Vi forudsætter at ROIC er lig med WACC i terminalperioden, hvorfor væksten er uden betydning."*

Hvilken markedsrisikopræmie tillægger I aktien: *"4 % - er baseret på den historiske risikopræmie på det danske marked."*

Hvilken WACC benytter I i forbindelse med værdiansættelsen: *"9,37 %"*

I forbindelse med værdiansættelsen, tillægger I da aktien en discount af forskellige årsager, f.eks. så virker deres informationers en smule sparsomt: *"Nej."*

Hvad med en likviditetspræmie: *"1 %. Volumen i IC Companys er ikke voldsomt stor, og aktiekøb/-salg af en vis størrelse kan derved let være kurspåvirkende."*

Tillægger I den branche som IC Companys befinder sig i nogle specielle hensyn i forbindelse med værdiansættelsen: *"Ikke umiddelbart efter vores vurdering."*

Hvordan vurderer I, at aktiekursen pr. 30. juni 2008 på kr. 160,0 var og hvad med den aktuelle aktiekurs på 63: *"Med vores nuværende estimer har vi en DCF-værdi pr. aktie på DKK 83. På trods af at kursen p.t. er lavere end vores DCF-værdi har vi fastholdt vores negative anbefaling på aktien som vi også havde pr. 30. juni 2008. I det nuværende miljø har vi sat DCF-modellen 'lidt til side', og vi fokuserer mere på det forventede nyhedsflow de kommende 6-12 mdr. (vi har en 12-mdr. anbefalingshorisont). Vi frygter således, at vi ikke har set det værste endnu og afventer tegn på bedring i forbruger købelysten, samt materialisering af ICC's omkostningsreducerende initiativer, før vi kan antage en mere positiv holdning til aktien. Efter vores vurdering er aktiekursen altså for høj sammenlignet med de væsentlige risici, der er forbundet med aktien p.t."*

I min afhandling estimeres aktiekursen til 125,7, hvordan vurderer du denne kurs: *"Det lyder optimistisk, men ikke nødvendigvis urealistisk."*