

Cand. Merc. Aud.-studiet

Institut for Regnskab og Revision

Kandidatafhandling

Copenhagen Business School 2012

STRATEGISK REGNSKABSANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF



Forfatter: Eva Kildegaard Hansen

CPR nr.:

Vejleder: Jens O. Elling

Censor: _____

Dato for aflevering: 30. april 2012

Antal anslag: 139.578

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 2011 based on a strategic and financial analysis.

In 2001 the two fashion competitors InWear Group A/S and Carli Gry International A/S merged into IC Companys A/S. The combination of the two companies makes IC Companys one of the largest fashion manufacturers in Northern Europe. 55% of the sale in 2010/2011 took place in Scandinavia, which makes Scandinavia the primary market. The company strives to provide high fashion clothes to quality conscious men and women through 11 different brands.

The 11 brands take care of their own value chain, but are supported by a common service unit, which contains the non-brand specific functions such as logistics, legal, IT, HR, finance and administration. The service unit allows every single brand to focus on their core business, which is to promote, develop and increase sale.

The strategic analysis showed that IC Companys' main strength is the multibrandstrategy, which allows the individual brands to keep focus on the brand, and in the meantime IC Companys can use the knowledge and competences from all the brands to develop the whole business.

Eventhough IC Companys have had some rough years through the financial crisis, with small increases in turnover, the 2010/2011 turnover was increased by 12% from the year before, with a turnover of 3.925 million DKK.

Based on the results of the strategic and financial analysis, budget and assumptions the estimated price per share was calculated to DKK 217,81 using the DCF-model. A sensitivity analysis showed that the estimated price was highly sensitive to changes in the underlying assumptions, growth in turnover, WACC and capital structure. The market price was DKK 221 per share on 30 June 2011. The calculation together with the sensitivity analysis showed that a price on a share is more than just a number. Many soft facts such as confidence, ethics, history and special connection to the company can influence a potential investor to buy the share eventhough the estimated price is higher or lower than the market price.

Indholdsfortegnelse

1	Indledning	1
1.1	Problemformulering	2
1.2	Problemafgrænsning	2
1.3	Metode	3
1.3.1	Formål	3
1.3.2	Undersøgelsestilgang	4
1.3.3	Dataindsamling	4
1.3.4	Grundlag for opgaven	4
1.3.5	Kildekritik	5
1.4	Opgavens struktur	5
1.5	Modelvalg	6
1.5.1	Strategisk analyse	6
1.5.2	Regnskabsanalyse	7
1.5.3	Budgettering og Værdiansættelse	7
2	Virksomhedspræsentation	8
2.1	Indledning	8
2.2	Historie	8
2.2.1	Produkter/Brands	9
2.2.2	Sammenfatning brands	12
2.3	Strategier	13
2.3.1	Porteføljestrategi	13
2.3.2	Multibrandstrategien	13
2.4	Distributionskanaler	14
2.4.1	Engrosomsætningen	15
2.4.2	Retailomsætningen	15
2.4.3	Samlet omsætning	16
2.5	Markeder	17
2.6	Finansiell udvikling	17
2.7	Organisation	19
2.8	Bestyrelsen	20
2.9	Kapital- og ejerforhold	21
2.10	Delkonklusion	22
3	Strategisk analyse	23
3.1	Omverdensanalyse - PEST	23
3.1.1	Politiske faktorer	23

3.1.2	Økonomiske faktorer	24
3.1.3	Sociokulturelle faktorer	25
3.1.4	Teknologiske faktorer	28
3.2	Brancheanalyse.....	30
3.2.1	Porter's Five Forces	30
3.3	Sammenfatning af den eksterne analyse	33
3.4	Intern analyse	34
3.4.1	Porter's værdikæde	34
3.4.2	Sammenfatning af den interne analyse.....	37
3.5	SWOT-analyse.....	37
3.5.1	Styrker.....	38
3.5.2	Svagheder	39
3.5.3	Muligheder	40
3.5.4	Trusler.....	41
3.6	Delkonklusion	42
4	Regnskabsanalyse.....	43
4.1	Regnskabspraksis.....	43
4.2	Reformulering.....	43
4.2.1	Reformulering af Resultatopgørelsen	43
4.2.2	Reformulering af Balancen	44
4.2.3	Reformulering af Egenkapitalopgørelsen	44
4.2.4	Reformulering af Pengestrømsopgørelsen.....	45
4.3	Rentabilitetsanalyse	45
4.3.1	Egenkapitalens forrentning	46
4.3.2	Værdidrivere til afkastgraden for nettodriftsaktiverne.....	47
4.3.3	Udvikling i omsætning og resultat før skat.....	47
4.4	Risikoanalyse	48
4.4.1	Driftsmæssig risiko	48
4.4.2	Finansiel risiko	49
4.4.3	Samlet risiko	50
4.5	Delkonklusion	50
5	Værdiansættelsesmodeller	52
5.1.1	Dividendemodellen	52
5.1.2	Residualindkomstmodellen (RI-modellen)	53
5.1.3	Det frie cash flow modellen (DCF).....	53
5.1.4	Sammenligning af modeller.....	53

5.2	Delkonklusion	54
6	Budgettering.....	55
6.1	Budgetperiode.....	55
6.2	Terminalperioden	56
6.3	Budgettering med DCF-modellen	56
6.4	Fastlæggelse af det forventede frie cash flow i budgetperioden (FCFF).....	58
6.4.1	Omsætningsvækst	58
6.4.2	Dividende til aktionærer	58
6.4.3	Aktivernes omsætningshastighed	59
6.4.4	Investeringer.....	59
6.4.5	Diverse omkostninger.....	59
6.5	Estimering af de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	60
6.5.1	Estimering af Kapitalstrukturen.....	60
6.5.2	Estimering af systematisk risiko (Beta).....	60
6.5.3	Estimering af markedets risikopræmie og likviditetstillæg	61
6.5.4	Estimering af Ejerafkastkravet.....	61
6.5.5	Estimering af fremmedkapitalomkostninger.....	62
6.5.6	De gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) for IC Companys A/S	63
6.6	Værdiansættelse af IC Companys A/S	63
6.6.1	Værdiansættelsen i praksis.....	64
6.7	Delkonklusion	67
7	Følsomhedsanalyse	68
7.1	Nødvendigheden af følsomhedsanalysen	68
7.1.1	Ændring af beta-værdi.....	68
7.1.2	Ændring i omsætningsvækst	70
7.1.3	Ændring i kapitalstrukturen	72
7.1.4	Ændring af WACC.....	73
7.2	Best/worst case scenarie.....	74
7.3	Delkonklusion	75
8	Konklusion	77
9	Perspektivering.....	79
10	Litteraturliste	80
11	Bilag	81

1 Indledning

IC Companys A/S er en dansk modetøjskoncern der har haft sit nuværende navn siden 2001. Koncernen blev dannet, da de to modetøjsvirksomheder InWear Group A/S og Carli Gry International A/S fusionerede. Siden da har IC Companys formålet at blive en af Nordeuropas største modekoncerner.

Gennem koncernens levetid har de økonomiske resultater været svingende. Det finansielle lavpunkt for koncernen var dog i 2003/2004, hvor koncernen havde et underskud på 294 Mio. kr. Dette resulterede i at den administrerende direktør og bestyrelsesformanden blev afsat. De svingende resultater har også resulteret i svingende aktiekurser. I 2010/2011 overraskede koncernen dog med en rekordhøj omsætningsvækst på 12%.



Figur 1 – Kursudvikling 2001-2012

Kilde: www.iccompanys.com

På baggrund af de svingende resultater og den svingende kursudvikling, er det interessant at undersøge, hvorvidt niveauet for aktiekursen giver et retvisende billede af værdien og koncernen generelt.

1.1 Problemformulering

Hvad bør en aktie i IC Companys A/S handles til pr. 30. juni 2011, og hvorledes forholder værdiansættelsen sig i forhold til børskursen?

Problemformuleringen vil blive besvaret ved hjælp af følgende delspørgsmål:

1. Hvem er IC Companys?
2. Hvordan er IC Companys strategi, og hvad er deres styrker og svagheder?
3. Hvordan bruges regnskabsmæssigt data til en værdiansættelse?
4. Hvilke værdiansættelsesmodeller kan anvendes?
5. Hvordan budgetteres og beregnes værdien af en aktie, og hvordan kan ændrede forudsætninger påvirke værdien?

1.2 Problemafgrænsning

For at kunne fokusere på hovedemnet, regnskabsanalyse og værdiansættelse, er der i forløbet lavet flere afgrænsninger, for at begrænse omfanget af afhandlingen samt bevare fokus på det primære.

Afhandlingen er skrevet ud fra en potentiel investors synsvinkel, og er baseret på de offentligt tilgængelige informationer i form af data fra årsrapporter, hjemmesider, aktieanalyser mv.

Afhandlingen er skrevet med udgangspunkt i årsrapporten for 2010/11, som blev offentliggjort den 17. august 2011. Informationer og data, til og med dagen for offentliggørelsen af 1. kvartalsregnskab den 9. november 2011, vil desuden indgå i afhandlingen. Derimod vil informationer og data fra den 9. 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.

Yderligere afgrænsninger der er blevet foretaget under udarbejdelsen:

Virksomheden vil blive belyst som koncern som helhed, og datterselskaber og moderselskab vil ikke blive analyseret individuelt.

Regnskabsår før 2007/2008 samt begivenheder efter 9. november 2011 vil ej heller blive medtaget i analysen af IC Companys A/S.

- De enkelte produktportefølgers indvirkning på koncernens position på markedet, økonomisk fordeling mv. vil ej heller blive belyst.
- Der vil i afhandlingen kun kort blive beskrevet enkelte andre værdiansættelsesmodeller, end den der er valgt for beregningen af værdien.
- I regnskabsanalysen vil alene elementerne i DuPont pyramiden blive beskrevet, for beskrivelse og forståelse af nøgletallenes samspil med hinanden. IC Companys' nøgletal vil blive oplistet, men ikke blive analyseret nærmere i forbindelse hermed.

1.3 Metode

Nedenstående afsnit vil belyse de metodiske overvejelser, som er foretaget for at kunne svare på opgavens problemformulering.

1.3.1 Formål

Der eksisterer 6 forskellige kategorier af formål:¹

- Beskrivende
- Eksplorativ/problemidentificerende
- Forklarende/forstående
- Diagnosticerende
- Problemløsende/normativ
- Interventionsorienteret

Opgaven vil primært berøre det beskrivende, det forklarende og det forstående formål. Værdiansættelse i praksis vil blive beskrevet, mens opgaven vil prøve at skabe en forståelse af værdien af aktien af IC Companys. Dette vil i sidste ende kunne give et forklarende element i og med, at der vil blive dannet konklusioner på baggrund af IC Companys koncernregnskab for de sidste 4 år.

¹ Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed" 2008 s. 24

1.3.2 Undersøgelsestilgang

For at kunne drage nogle konklusioner, kan man gøre brug af to fremgangsmåder – induktion og deduktion². Induktion betyder, at man på baggrund af en enkelt hændelse slutter sig til et princip. Her tages der udgangspunkt i et eksempel, og det knyttes derefter til teorien. Deduktion er modsat. Her handler det om at få viden om en teori, og derefter se om det passer på et eksempel.

Opgaven vil tage udgangspunkt i IC Companys, og herefter vil en værdiansættelsesteori blive brugt til at beregne IC Companys aktieværdi. Der vil derfor blive gjort brug af induktion som fremgangsmåde for opgaven.

1.3.3 Dataindsamling

Når der tales om dataindsamling, kigger man på kvalitative og kvantitative analyseteknikker. Kvantitative data gør brug af tal, hvorimod kvalitative data er formuleret som alt andet end tal³.

Ved dataindsamling skal der desuden kigges på, om der er tale om primære eller sekundære datakilder. Primære datakilder er noget, der selv samles ind f.eks. ved brug af eget spørgeskema. Sekundære datakilder er allerede eksisterende datakilder. I opgaven vil der kun blive gjort brug af sekundære datakilder, da der vil blive taget udgangspunkt i IC Companys årsrapporter.

1.3.4 Grundlag for opgaven

Opgaven er opbygget ved at have en teoretisk del samt en empirisk del. Den teoretiske del vil tage udgangspunkt i videnskabelige bøger, til at analysere værdiansættelsesmodellerne. Der er tale om videnskabelige og veldokumenterede kilder, som har den nødvendige validitet⁴ i forhold til opgavens formål.

Ved den empiriske del af opgaven er det nødvendigt at udvælge en population, der skal analyseres. Herudfra er IC Companys valgt, da der ønskes at blive analyseret en mellemstor dansk virksomhed, som ikke er noteret på OMX C20-indekset.

² Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed" 2008 s. 35

³ Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed" 2008 s. 27

⁴ Ib Andersen "Den skinbarlige virkelighed" 2008 s. 83

1.3.5 Kildekritik

Det er vurderet, jf. ovenstående, at den teoretiske del af opgaven, ikke har nogle problemer i forhold til den nødvendige validitet. Den empiriske del af opgaven vil tage udgangspunkt i årsrapporter aflagt af selskabet IC Companys ledelse. Årsrapporterne skal aflægges efter gældende regelsæt, og der er høje krav til udarbejdelsen af årsrapporten for børsnoterede selskaber.

For at kunne besvare problemformuleringen, er der anvendt en del kilder. Alle kilder, materialer og data er blevet vurderet og fundet pålidelige. Der vil være reference til kilden, de steder hvor der henvises direkte til data eller teori. Øvrige kilder, der er brugt til mere generel indsamling om emnet, vil være angivet i litteraturlisten.

1.4 Opgavens struktur

I opgavens første kapitel vil den egentlige problemstilling samt metodevalg blive gennemgået. Dette vil blive efterfulgt af en virksomhedsbeskrivelse, der har til formål at beskrive virksomhedens ejerforhold, historie, organisation samt virksomhedens produkter og markeder.

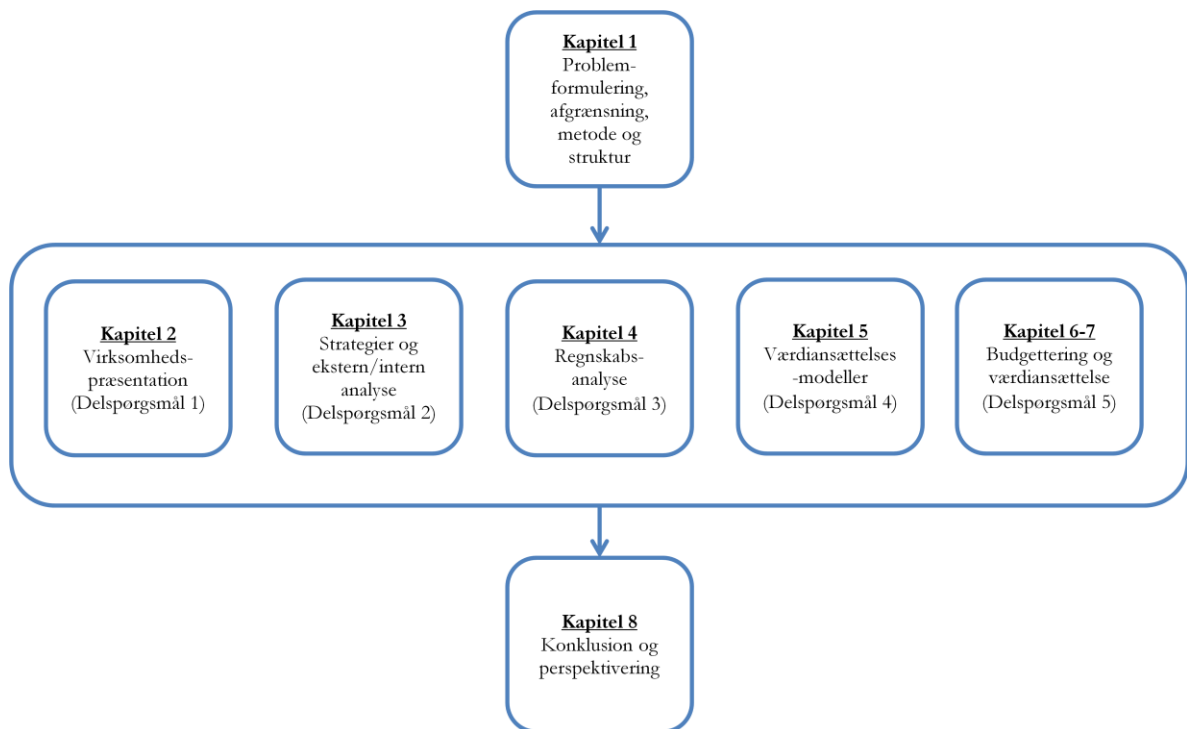
I den strategiske analyse, vil de samfundsmæssige forhold blive belyst ved hjælp af en PEST-analyse samt Porter's five forces, til afdækning af de brancheforhold, der har, og vil få betydning for virksomhedens fremtidige vækst og indtjeningsmuligheder. Derudover vil en analyse af værdikæden belyse de interne forhold i koncernen.

Regnskabsanalysen vil indeholde gennemgang af de seneste 4 års årsregnskaber, for regnskabsåret 2007/2008 til og med den seneste årsrapport for regnskabsåret 2010/2011, samt reformulering af disse, til brug for den senere værdiansættelse.

Dernæst vil budgettering og værdiansættelse finde sted på baggrund af reformuleringerne, ved hjælp af Det Frie Cashflow-modellen (DCF-modellen), med perspektivering til Residualindkomstmodellen (RI-modellen). For at tjekke værdiens følsomhed overfor små som store ændringer i variablerne, vil der til slut blive foretaget en følsomhedsanalyse, efterfulgt af en best/worst case scenarie analyse.

Sidst men ikke mindst, vil der være konklusion på problemformuleringen, som denne afhandling er bygget op om.

For at styrke læserens forståelse af afhandlings problemstillinger, søger nedenstående figur at anskueliggøre denne. Figuren viser ligeledes afhandlingens strukturelle opbygning.



Figur 2 – Afhandlingens struktur

Kilde: Egen tilvirkning

Foruden opgavens samlede konklusion i kapitel 8, indeholder afhandlingen undervejs 5 delkonklusioner, der har til formål at besvare spørgsmål 1-5.

1.5 Modelvalg

1.5.1 Strategisk analyse

Ved hjælp af PEST-modellen, vil omverdensforhold der har betydning for koncernens fremtidige situation blive analyseret.

Konkurrencesituationen for IC Companys A/S vil blive analyseret ved hjælp af Porter's Five Forces. Brugen af denne model, vil medvirke til at kunne identificere koncernens brancheforhold, hvilket er en medvirkende del af indtjeningsmulighederne på markedet.

Til analyse af de interne kompetencer i IC Companys A/S benyttes Porter's værdikæde. Denne model benyttes dog mest til produktionsvirksomheder, men da IC Companys forholdsvis detaljeret beskriver deres produktion vha. underleverandører, vurderes det at modellen stadig kan bruges.

Derudover vil koncernens styrker og svagheder, samt udefrakommende faktorer, nærmere betegnet muligheder og trusler, blive belyst i en SWOT-analyse.

1.5.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at belyse IC Companys finansielle og historiske data.

For at kunne foretage en regnskabsanalyse, vil de historiske årsregnskaber fra 2007/2008 til 2010/2011 blive reformuleret, for senere hen at blive brugt til at kunne budgettere og værdiansætte IC Companys A/S.

Ud fra de reformulerede regnskaber vil DuPont pyramiden blive brugt, til at analysere de vigtigste nøgletal. DuPont pyramiden tager udgangspunkt i egenkapitalens forrentning og analyserer de underliggende nøgletal, som fx gearing og afkastgrad.

1.5.3 Budgettering og Værdiansættelse

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, vil der blive udarbejdet et budget for IC Companys, der skal afspejle den forventede økonomiske udvikling, baseret på den forudgående analyse.

Baseret på DCF-modellen, vil de fremtidige resultater blive tilbagediskonteret med WACC som diskonteringsfaktor, for herved at kunne estimere den retvisende aktiepris for IC Companys.

Herefter vil der blive foretaget følsomhedsanalyser, som kan vise hvor stor indflydelse forskellige ændringer i de vigtigste forudsætninger har for den beregnede værdi af IC Companys.

Til sidst vil den beregnede værdi bliver sammenlignet og vurderet, op imod prisen på aktien på markedet, og hermed vurderes om prisen på markedet er prisfastsat korrekt eller ej.

2 Virksomhedspræsentation

2.1 Indledning

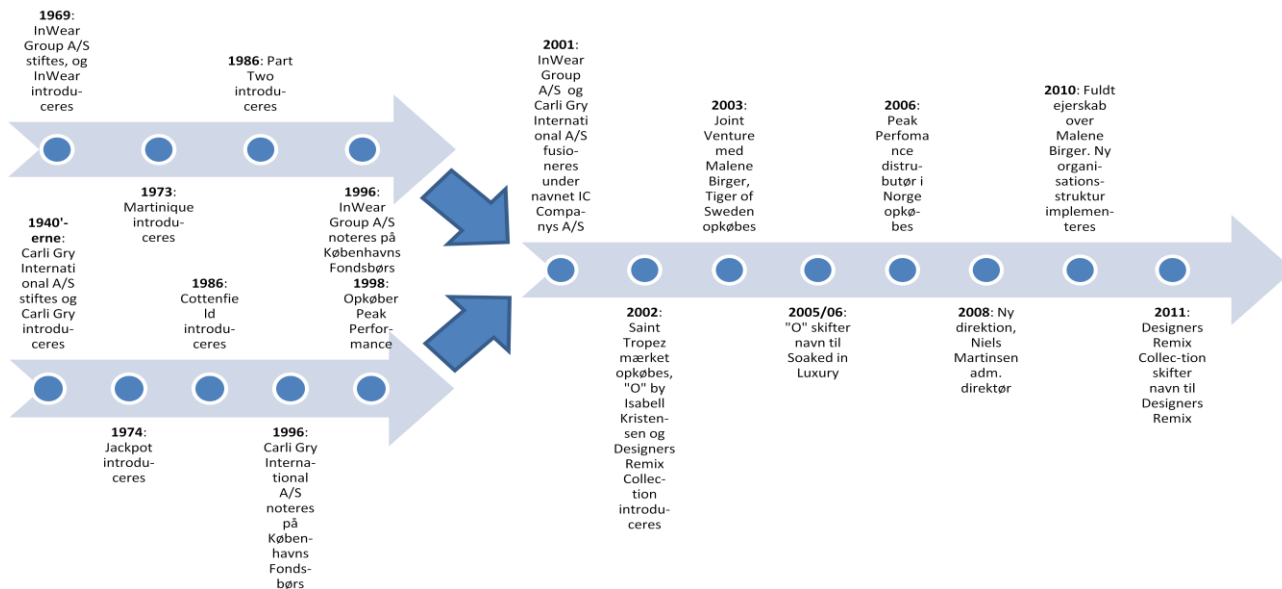
IC Companys A/S er en dansk modekoncern som er noteret på Københavns Fondsbørs. Koncernen er en af Nordeuropas største modevirksomheder, der beskæftiger mere end 2.500 medarbejdere, og har en omsætning på ca. 3,9 mia. danske kroner i regnskabsåret 2010/2011.

IC Companys tilbyder modetøj i skandinavisk stil til de kvalitetsbevidste forbrugere. Dette gøres gennem 11 brands der spænder bredt, både pris-, alders- og stilmæssigt. IC Companys vision er *"at være blandt de bedste udviklere af sports- og modebrands."*⁵

I de efterfølgende afsnit vil den historiske udvikling i IC Companys blive gennemgået, efterfulgt af en gennemgang af koncernens produkter, struktur, ledelse og økonomi.

2.2 Historie⁶

IC Companys A/S er resultatet af fusionen, mellem InWear Group A/S og Carli Gry International A/S, tilbage i 2001. Forløbet før og efter fusionen kan ses af nedenstående tidslinje.



Figur 3 – IC Companys historie

Kilde: Egen tilvirkning baseret på data fra www.iccompanys.dk

⁵ www.iccompanys.dk

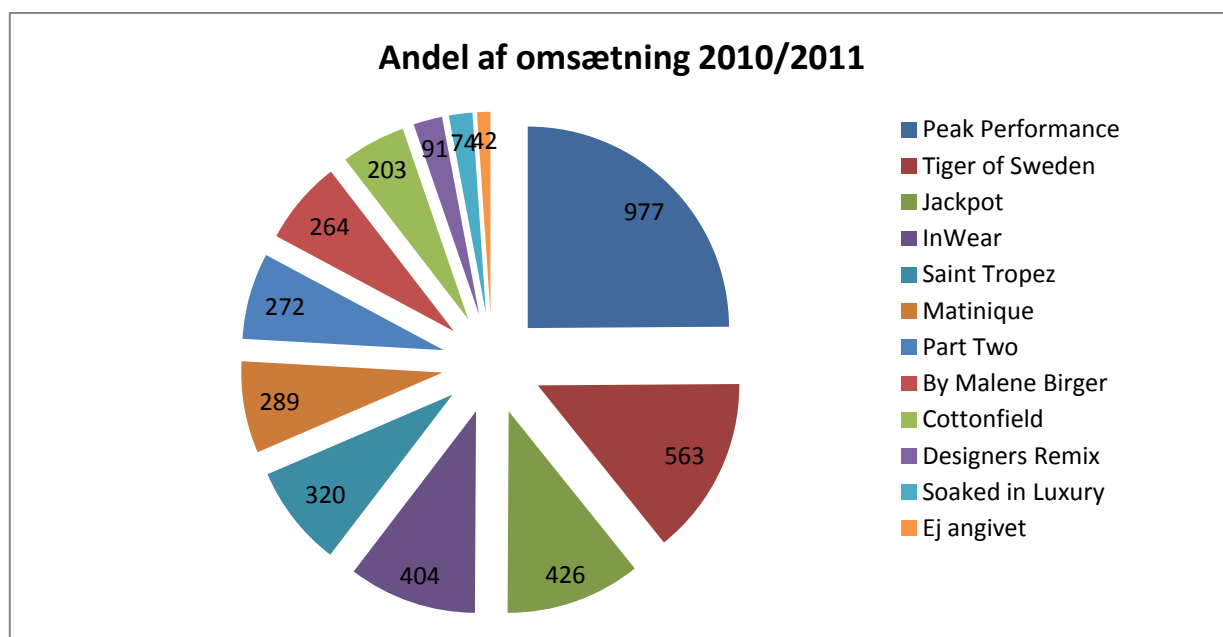
⁶ www.iccompanys.dk

2.2.1 Produkter/Brands⁷

IC Companys driver og udvikler 11 selvstændige brands, der bliver solgt gennem ca. 450 retail- og franchisebutikker, ca. 11.000 distributører i mere end 40 lande, samt en hurtigt voksende e-commerce forretning.

De 11 brands har deres egne værdikæder, organisationsstrukturer og ledelse, og er fuldt ud ansvarlige herfor.

IC Companys' 11 brands er vist i nedenstående graf fordelt på omsætningen i 2010/11:



Figur 4 – Omsætning fordelt på brands

Kilde: Egen tilvirkning baseret på årsrapporten 2010/2011

For at være en del af IC Companys, arbejder alle brands ud fra fælles forretningsmodeller, som skal danne rammen for hvordan IC Companys bliver drevet. De fælles forretningsmodeller, værktøjer og retningslinjer er udviklet i samarbejde med brands og koncernledelsen, og definerer derigennem hvordan forretningen IC Companys skal udøves.

Der er skabt en fælles serviceplatform, der er med til at skabe effektivitet, fokus og ensartethed. Serviceplatformen indeholder de ikke-brandspecifikke funktioner, såsom Logistik, IT, produktionsselskaber, corporate finance, HR samt juridisk afdeling. Derudover skaber platformen også synergieffekt, i og med det giver det enkelte brand mulighed for at fokusere på kerneforretningen og vækst i omsætningen, og ikke

⁷ Årsrapport 2010/2011

bruge unødigt tid på formalia. Ved hjælp af den fælles serviceplatform kan IC Companys opnå nogle stordriftsfordele som kun få konkurrenter ville kunne opnå.

Multibrandstrategien har til formål at sikre en bred portefølje af mærker, som dækker forskellige segmenter og dermed opnår IC Companys en større målgruppe.

*"IC Companys styrker brands ved at forene forretningsekspertise, kreativitet og innovation"*⁸

2.2.1.1 Peak Performance

Peak Performance så første gang dagens lys i 1986 i Åre i Sverige. Peak Performance henvender sig til fysisk aktive forbrugere, der sætter pris på funktionelle produkter i unikt design, som samtidig ikke går på kompromis med kvaliteten af produktet. Peak Performance var i årsregnskabet for 2010/2011 det brand der stod for den største del af omsætningen, 977 mio. kr.

2.2.1.2 Tiger of Sweden

Tiger of Sweden blev oprindeligt etableret i 1903, og henvender sig til de stilbevidste forbrugere, mænd såvel som kvinder, der vil have luksus til en overkommelig pris. Aldersmæssigt henvender Tiger of Sweden sig til mænd og kvinder der er 25-38 år af sind. Det lidt "yngre" Jeans-brand under Tiger of Sweden, Tiger Jeans, henvender sig til 18-30-årige kvalitetsbevidste forbrugere, der ofte ses i nattelivet. Tiger of Sweden blev i 2003 opkøbt af IC Companys A/S, og var i regnskabsåret 2010/2011 det andet største brand i porteføljen, med en omsætning på 562 mio. kroner.

2.2.1.3 Jackpot

Jackpot blev etableret i 1974. Tøjets stil er casual og feminint. Hvilket afspejler sig i et stort udvalg af farver og mønstre, der kan mikses på tværs af kollektionerne. Jackpot betegnes som et livsstilsbrand, til den moderne kvinde der elsker livet og hviler i sig selv. Aldersmæssigt vurderes forbrugeren til 35-40 år.

⁸ www.iccompanys.dk

2.2.1.4 InWear

InWear var det oprindelige mærke i virksomheden InWear Group A/S som i 2001 blev til IC Companys A/S. Brandet blev etableret i 1969, og henvender sig til den sofistikerede, spontane, livsglade og modebevidste kvinde i alderen 25-35 år.

2.2.1.5 Saint Tropez

Saint Tropez blev etableret i 1986, og blev opkøbt af IC Companys A/S i 2002. Saint Tropez har 10 årlige kollektioner, hvilket gør det nemmere at variere og tilpasse sig til markedet. Saint Tropez henvender sig til den yngre, selvstændige, feminine, mode- og prisbevidste kvinde i alderen 25-35 år.

2.2.1.6 Matinique

Matinique blev etableret i 1973. Brandet henvender sig til den stilsikre mand der både går efter det afslappede look, men samtidig også gerne vil have et formelt brand af høj kvalitet i mellempriislejet.

2.2.1.7 Part Two

Part Two blev etableret i 1986. Part Two har gennem årene forvandlet sig fra det klassiske tøjmærke, til et sofistikeret og moderne modebrand. Part Two henvender sig til den modebevidste kvinde, der af sind er mellem 25 og 45 år, der efterspørger tøj hvor det feminine og sensuelle, kombineres med et rå look.

2.2.1.8 By Malene Birger

By Malene Birger blev etableret i 2003, hvor der blev indledt Joint Venture med IC Companys, hvorefter koncernen i 2010 fik fuldt ejerskab. Brandet er et af IC Companys mere eksklusive brands, da det også leverer en haute couture linie kaldet "The Salon". Den primære forbruger er den luksusorienterede kvinde med smag for det eksklusive og unikke look.

2.2.1.9 Cottonfield

Cottonfield blev etableret i 1986, og henvender sig til den selvsikre og modebevidste mand i 30'erne, som har en aktiv livsstil, men som samtidig efterspørger tøj, der får ham til at føle sig godt tilpas.

2.2.1.10 Designers Remix

Brandet der er designdrevet blev etableret i 2002. Fokus for brandet er at levere tøj til de sofistikerede, selvsikre og modebevidste kvinder, der kræver konstant innovation og tøj med unikt design og personlighed.

2.2.1.11 Soaked in Luxury

I 2002 blev "O" by Isabell Kristensen lanceret, og skiftede så i 2005/2006 navn til Soaked in Luxury. Dette brand har 10 årlige kollektioner, hvilket øger fleksibiliteten overfor forbrugerens ønsker. Den feminine, attraktive og livsambitiøse kvinde, med ønske om tøj med et strejf af luksus, er den optimale forbruger for brandet. Soaked in Luxury var i 2010/2011 det brand der havde den laveste omsætning på "kun" 74 mio. kr.

2.2.2 Sammenfatning brands

Man kan dele IC Companys brands op i forskellige målgrupper.

Generelt set er der på mændenes side kun én større målgruppe rent aldersmæssigt, mænd i alderen 25-45, men hvert brand henvender sig til forskellige typer mænd, den afslappede, den stilsikre og modebevidste, natteravnen og den aktive.

På kvindesiden kan der deles op i to aldersmålgrupper, 18-35 år og 30-45 år. Nogle af mærkerne gør sig bemærket i begge målgrupper, da nogle brands overlapper hinanden. Herudover kan målgrupperne deles op i den afslappede, den modebevidste, den sofistikerede, den feminine og den aktive.

Et brand, som skiller sig ud og dækker alle målgrupperne er Peak Performance. Samtidig med at de henvender sig til de ovenstående målgrupper, har de også deres egen målgruppe som henvender sig til, de aktive og stilsikre og kvalitetsbevidste mænd og kvinder. Peak Performance's produkter adskiller sig fra de andres, ved at det primært er et sportsbrand, der til gengæld har så funktionelt og stilsikkert tøj, at det sagtens også kan bruges til hverdag. Hvorimod de andre brands produkter ikke i ligeså stor stil, kan anvendes til en meget aktiv livsstil.

2.3 Strategier⁹

Der er af koncernledelsen defineret 7 nøglediscipliner som tilsammen skal skabe succes i sports- og modebranchen. De 7 discipliner er: Engros, retail/franchise, e-commerce, fjernmarkeder, kollektionsudvikling, sourcing, brandbuilding og marketing. I samarbejdet med hvert brand har koncernledelsen udarbejdet forretningsmodeller, principper og rammer der definerer go-to-market strategier og best-practice processer, indenfor hver af nøgledisciplinerne. Disse bliver opdateret og varetaget af koncernens afdeling for "corporate business development".

IC Companys har 2 strategier, porteføljestrategi og multibrandstrategi. Disse er med til at skabe IC Companys som helhed, og bliver underbygget af den fælles serviceplatform.

2.3.1 Porteføljestrategi

IC Companys vil med deres porteføljestrategi skabe værdi for aktionærerne, ved at anvende kompetencerne i koncernen, til at øge værdien af koncernens brands i forhold til, hvis de havde været på egen hånd.

Porteføljestrategien kortlægger de markedssegmenter hvor der er størst potentiale, samt definerer rammerne for, hvornår de enkelte brands skal fokusere på indtjening gennem vækst og udvidelse af aktiviteterne, og hvornår de enkelte brands skal fokusere på indtjeningen i de eksisterende aktiviteter. Dermed bliver indsatsen prioriteret mellem koncernens brands.

2.3.2 Multibrandstrategien

Det mest centrale element af multibrandstrategien er, at det skal tilføre værdi til det enkelte brand at indgå i IC Companys, og at det enkelte brand kan levere finansielle resultater til koncernen.

Hovedfokus for hvert brand er at opnå salgsvækst, opbygning af "brand equity", investering ud fra afkastet, samt at overholde en stram omkostningskontrol.

IC Companys' multibrandstrategi har betydning for mange, ikke kun IC Companys selv, men også konkurrenter og forbrugere.

⁹ Årsrapport 2010/2011 s. 7-8

For forbrugerne betyder det, at de ikke kun bliver tilbudt et brand, men derimod en hel portefølje, 11 brands med hver deres profil.

For konkurrenterne er det svært at konkurrere på samme diversifikationsniveau som IC Companys.

Selv for IC Companys er der både fordele og ulemper ved multibrandsstrategien set i forhold til en singlebrand strategi.

Ved at IC Companys' brands har selvstændige profiler, mindskes den kommercielle risiko, da koncernen har en større grad af uafhængighed for hvert enkelt brand, og hvert enkelt brands kollektioner. Dermed bliver følsomheden overfor ændringer i det enkelte brands målgruppe mindre.

Multibrandsstrategien giver IC Companys mulighed for at afdække større behov hos den enkelte forbruger, i og med der er tøj til hverdag, fest og fritid. Strategien giver også mulighed for bedre at kunne udnytte branchekompetencerne ved brug af den fælles platform. Koncernen har bedre mulighed for at nå ud til flere målgrupper og segmenter, og derved skabe en større samlet målgruppe.

En ulempe ved multibrandstrategien er de begrænsede stordriftsfordele der kan være med henblik på markedsføring, da markedsføringsomkostningerne skal fordeles ud på 11 brands i stedet for hele koncernen som én enhed. Herudover mindskes genkendeligheden af koncernen som helhed, eftersom at alle brands i porteføljen markedsfører sig hver for sig, og dermed kan forbrugeren ikke genkende at det kommer fra koncernen IC Companys. Dermed bliver koncernen som helhed ikke synliggjort, og den tillid man kan vinde hos forbrugeren bliver ikke til noget.

Kombinationen af multibrandsstrategien og den fælles serviceplatform er med til at generere en synergieffekt. Det enkelte brand kan fokusere på kerneforretningen, uden at noget andet skal nedprioriteres, i og med at der er specifikke afdelinger til de ikke-brandspecifikke ting.

2.4 Distributionskanaler¹⁰

IC Companys er en handelsvirksomhed, hvilket vil sige, at produktionen købes fra andre producenter.

*"I 2010/2011 fandt 69% af produktionen sted i Kina, 18% i øvrige Asien og 13% i Europa. Koncernen har i alt 379 leverandører, hvoraf de 10 største står for 33% af den samlede produktionsværdi. Den største enkeltleverandør står for 7% af den samlede produktionsværdi"*¹¹

¹⁰ Årsrapport 2010/2011

¹¹ Årsrapport 2010/2011 s. 19.

IC Companys forhandler deres brands gennem 2 primære distributionskanaler, engros- og retailsalg. Derudover er e-commerce en sekundær, men meget hurtigt voksende, distributionskanal, denne har endnu ikke været en del af årsregnskaberne, og vil derfor ikke blive analyseret yderligere.

2.4.1 Engrosomsætningen¹²

Engrosomsætningen (salg til eksterne forhandlere) havde i 2010/2011 en fremgang på 13 % og opnåede en omsætning på 2.395 mio. kr. mod 2.121 mio. kr. året før. Som en del af engrosomsætningen er også franchiseomsætning, pre-orderomsætning og sæsonalg. I regnskabsåret 2010/2011 var der en nettotilgang af franchisebutikker på 16 butikker, 33 nye og 17 lukninger, hvilket resulterer i at IC Companys i alt servicerer 162 franchisebutikker. Pre-orderomsætningen blev øget med 12 % i 2010/2011 og salg i sæson steg med 19 %.

Trods lukningerne har IC Companys formået at opretholde det samme niveau for omsætning pr. kvm, endda med en lille stigning. Med en omsætning på 2.395 mio. kr. fordelt på 25.100 kvm, det svarer til et salg pr kvm på 95.418,33 kr. Året før lå denne på 93.026,32 kr. pr kvm. Svarende til en stigning pr. kvm på 3%.

2.4.2 Retailomsætningen¹³

Retailomsætningen (salg via egne butikker) havde i 2010/2011 en fremgang på 11 % hvilket svarer til en omsætning på 1.531 mio. kr. mod 1.374 mio. kr. året før. Retailomsætningen består af omsætning fra outletsalg og same-storesalg. Outletsalget står for 12 % af den samlede retailomsætning. Same-storesalget havde en vækst på 1 % i regnskabsåret 2010/2011. I 2010/2011 blev der åbnet 27 nye butikker, men samtidig blev der lukket 65, heraf 51 koncessioner i Canada.

Resultatet af primær drift blev forbedret med 38%, dette til trods for udfordrende markedsforhold der medførte tilbagegang i same-storesalget.

IC Companys antal af lukninger har dog ikke påvirket kvadratmetersalget. Kvadratmetersalgets stigning svarer nogenlunde overens med den samlede omsætningsfremgang for retailomsætningen. I 2010/2011

¹² Årsrapport 2010/2011 s. 43

¹³ Årsrapport 2010/2011 s. 44

blev der pr. kvm solgt for 30.929,29 kr. hvor omsætningen året før var på 27.645,88 kr. pr kvm. Dette svarer til en stigning på 12%.

2.4.3 Samlet omsætning

Den samlede omsætning, engrosomsætning og retailomsætning, for årene 2007/08 – 2010/11 kan ses af nedenstående graf.

Omsætningsudvikling for koncernens brands i mio. DKK					
Mærke	2010/2011	2009/2010	2008/2009	2007/2008	Vækst 2007/08 - 2010/11
Peak Performance	977	915	941	893	9%
Tiger of Sweden	563	476	435	488	15%
Jackpot	426	398	413	454	-6%
InWear	404	359	413	542	-25%
Saint Tropez	320	244	179	153	109%
Matinique	289	260	277	295	-2%
Part Two	272	254	243	224	21%
By Malene Birger	264	196	197	172	53%
Cottonfield	203	197	267	307	-34%
Designers Remix	91	74	76	65	40%
Soaked in Luxury	74	87	117	105	-30%
Ej angivet	42	35	43	39	8%
TOTAL	3.925	3.495	3.601	3.737	5%

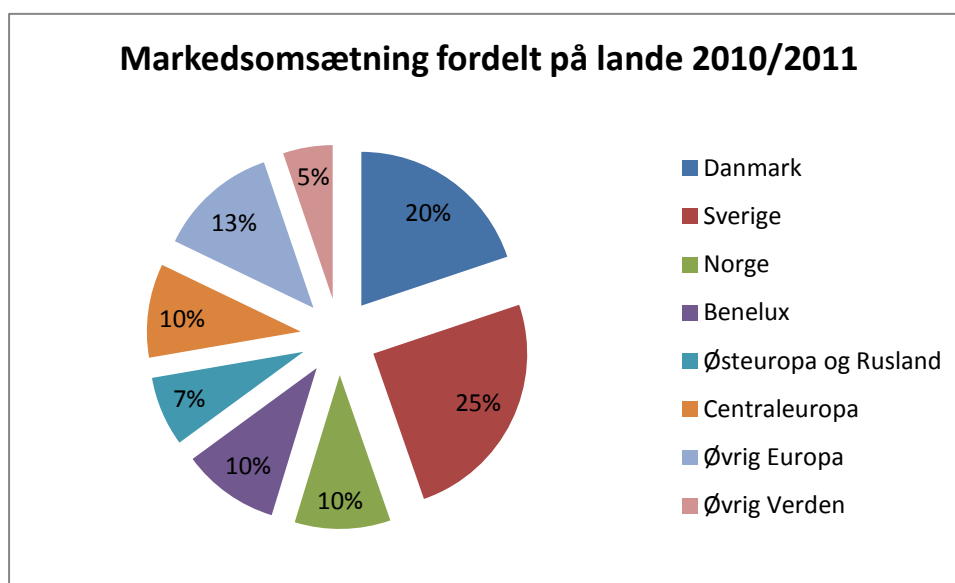
Figur 5 – Omsætningens udvikling for koncernens brands i mio. DKK
Kilde: Egen tilvirkning baseret på årsrapporterne 2007/2008 til 2010/2011

Omsætningen er over årene steget i alt med 5%. Den største stigning ses hos Saint Tropez, der stiger til over det dobbelte fra 2007/08 – 2010/11, hvorimod det største fald ses hos Cottonfield med -34%. At omsætningen udvikler sig så forskelligt, kan have meget med mærkets stil, strategi eller forskellige salgsteknikker at gøre, da disse er individuelle fra brand til brand.

Såfremt IC Companys begyndte at give underskud, ville det være muligt, ved hjælp af denne gruppering, at kunne analysere sig frem til, hvilket mærke der har udviklet sig negativt, og agere på det ved en eventuel strategiændring eller salgsmix-ændring. I sidste ende ville ledelsen kunne skille sig af med mærket, såfremt denne udvikling ikke ændrede sig. Ved denne opdeling, vil ledelsen hele tiden kunne holde det enkelte brands op imod budgetter og lignende, hvilket gør økonomistyringen i denne koncern mere overskueligt.

2.5 Markeder

IC Companys har det europæiske marked som primært marked. Der er dog ekstra fokus på Skandinavien, da den største del (55%) af omsætningen stammer derfra. Dette gør dog også at IC Companys er mere følsomme overfor faldende omsætning i Skandinavien. Alle koncernens geografiske markeder med undtagelse af Benelux-landene skabte to cifret vækst i 2010/2011. Omsætningen i Danmark steg markant, til trods for et presset marked, og fik i slutningen af regnskabsåret overhalet de øvrige skandinaviske lande. Udviklingen i det skandinaviske marked er hjulpet af nye butiksåbninger og positive tanker angående fremtiden.¹⁴

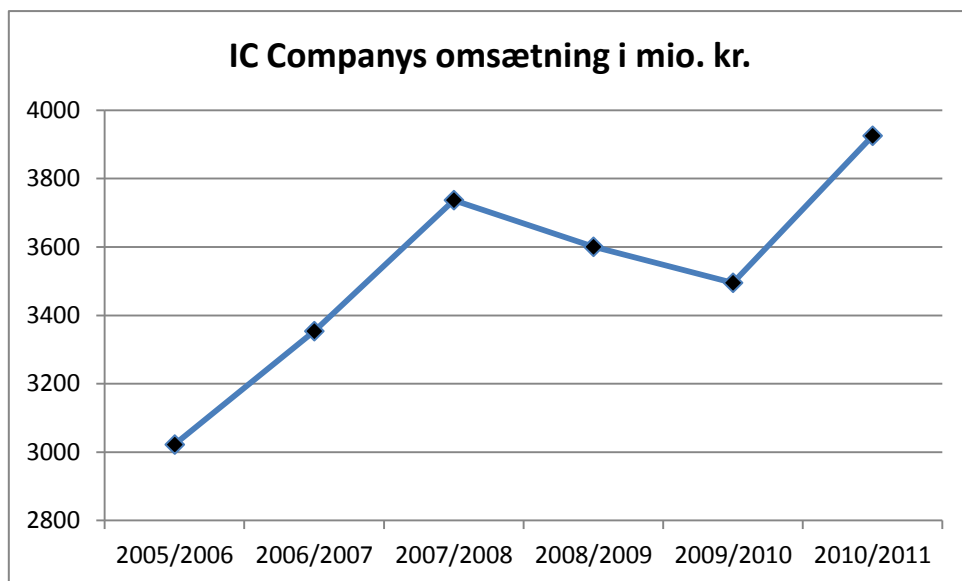


Figur 6 – Omsætningen fordelt på lande 2010/2011
Kilde: Egen tilvirkning baseret på årsrapporten 2010/2011

2.6 Finansiell udvikling

IC Companys omsætning har været stødt stigende gennem de seneste 5-7 år, dog har IC Companys ikke helt kunnet se sig fritaget for den finansielle krise, og måtte derfor acceptere at omsætningen gik lidt ned fra 2008 til 2010. Årsregnskabet for 2010/2011 er dog endt med en rekordsættende omsætning på 3.925 mio. kr., hvilket er en stigning på 12% fra året før, hvilket kan forklares med en tilbagevendende indkøbslyst hos forbrugeren, eller en stigende interesse for IC Companys brands.

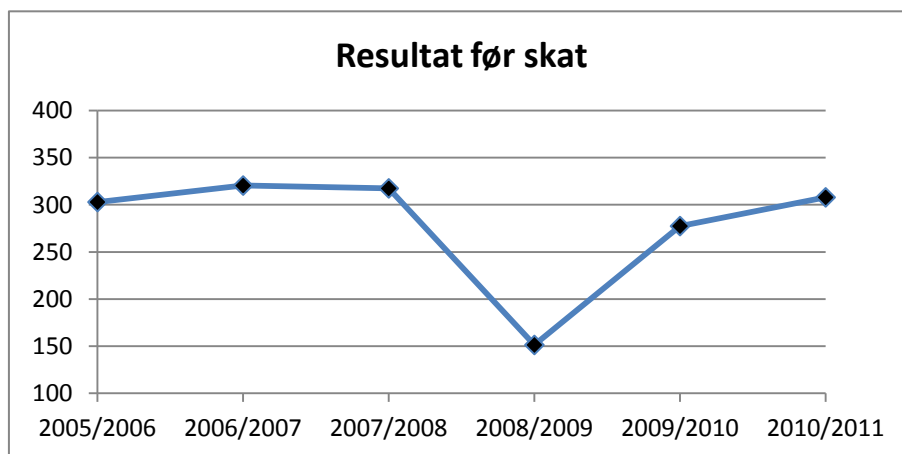
¹⁴ Årsrapport 2010/2011 s. 43



Figur 7 - Omsætningen i mio. kr.
 Kilde: Egen tilvirkning baseret på årsrapporterne

Den stigende omsætning har dog ikke haft en større effekt på bundlinien, da årets resultat kun er steget 4%, fra 236 i 2009/10 til 246 mio. kr. i 2010/11. Dette indikerer, at krisen ikke er slut endnu, men blot at forbrugerne er begyndt at få øjnene op for koncernen, eller er begyndt bruge lidt flere penge.

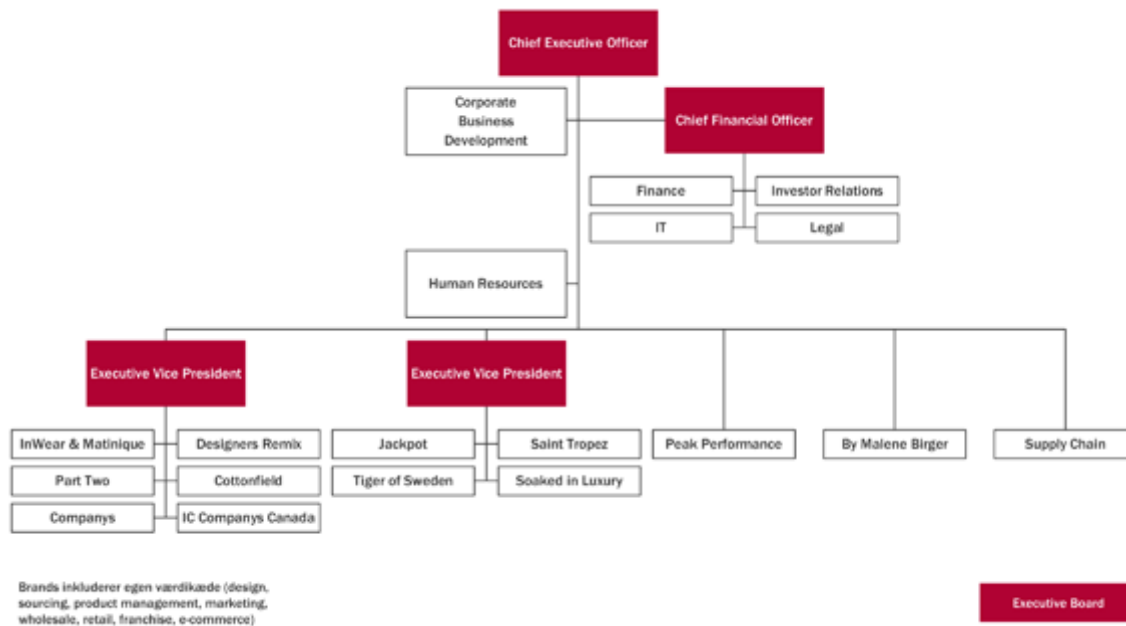
Årets resultat før skat har været igennem en turbulent periode. Af nedenstående graf ses det at resultat før skat dykkede gevaldigt fra 2007/2008 til 2008/2009 fra 317,4 mio. kr. til 151,3 mio. kr. Dette skyldes faldende omsætning. Vareforbruget er også faldet, men dette er ikke sket proportionelt med omsætningsfaldet, og derudover har stigende omkostninger i perioden været med til at resultatet før skat er faldet så markant.



Figur 8 – Resultat før skat
 Kilde: Egen tilvirkning baseret på årsrapporterne

2.7 Organisation¹⁵

*"IC Companys lægger stor vægt på, at der skabes interessesammenfald mellem aktionærer, direktion og ledende medarbejdere"*¹⁶



Figur 9 – Organisationsplan, december 2010.

Kilde: www.iccompanys.com

I november 2010 implementerede IC Companys ledelse en ny lineiorganisation for at skabe fokus på vækst. Den nye struktur gav alle 11 brands fuldt ansvar for deres egen værdikæde, herunder egen distribution, for at give hvert brand større handle- og beslutningskraft, samtidig med dette blev der skabt en mere effektiv og mindre kompleks struktur.

Alle koncernens brands er tilknyttet den fælles serviceplatform, og de 11 brands skal samtidig også følge en række fælles retningslinier og ensartede processer som er defineret af direktionen.

Chief Executive Officer, Niels Mikkelsen har det overordnede ansvar for koncernen.

Niels Mikkelsen har udover denne stilling også bestyrelsesposter i Designers Remix A/S og KidsAid Fonden. Derudover har Niels Mikkelsen også ansvaret for de to brands, Peak Performance og By Malene Birger.

¹⁵ www.iccompanys.dk

¹⁶ Årsrapport 2010/2011 s. 12

Nogle af elementerne fra den fælles serviceplatform fungerer som en stabsfunktion under Niels Mikkelsen, denne har Chief Financial Officer Chris Bigler ansvaret for. De funktioner fra serviceplatformen han beskæftiger sig med er Finans, Investor Relations, IT og juridisk afdeling. HR og "corporate business development" ligger som selvstændige stabsfunktioner.

Derudover så har hver af de to Executive Vice Presidents, Peter Fabrin og Anders Cleeman, hver deres brandportefølje som de har ansvaret for. Den ene portefølje inkluderer også ansvaret for IC Companys Canada og Companys.

Peter Fabrin er også bestyrelsesformand i Designers Remix A/S. Anders Cleeman er medlem af bestyrelsen i Danish Fashion Institute (DAFI), og kan på denne måde holde fingeren på pulsen i modeverdenen.

"Supply Chain" er en selvstændig afdeling på linie med brandporteføljen.

Hvert brand på diagrammet inkluderer deres egen værdikæde, design, sourcing, produktudvikling, marketing, retail, e-commerce, engros og franchise

2.8 Bestyrelsen¹⁷

Bestyrelsen bestod af 6 medlemmer ved afgivelsen af årsregnskabet 2010/2011.

Formand: Niels Martinsen

Niels Martinsen er, udover at være formand for IC Companys, også er Direktør i Friheden Invest A/S som ejer 42,4% af aktierne i IC Companys. Derudover har han bestyrelsesposter i både Friheden Invest A/S og By Malene Birger A/S. Som grundlægger af InWear og med erfaring som direktør for InWear Group A/S, har Niels en solid erfaring indenfor selskabsledelse og indenfor den internationale modebranche.

Næstformand: Henrik Heideby og Ole Wengel

Henrik Heideby er koncernchef i PFA Holding A/S og PFA Pension, og er derudover også næstformand i FIH Erhvervsbank A/S. Som direktør i PFA Pension har Henrik Heideby en bred international og national ledelserfaring, derudover har han også erfaring vedrørende finansiering og risikostyring.

Ole Wengel er tidligere direktør for koncernanliggender hos InWear Group A/S, og har derfor erfaring indenfor ledelse af en modekoncern og indenfor den internationale modebranche.

¹⁷ www.iccompanys.dk

Øvrige Bestyrelsesmedlemmer: Per Bank, Anders Colding Friis og Annette Brøndholt Sørensen.

Disse øvrige bestyrelsesmedlemmer, har alle på hver deres måde erhvervet erfaring indenfor bestyrelsesarbejde, ledelse og den internationale modebranche gennem tidligere og nuværende ledende stillinger og andre bestyrelsesposter.

Det vurderes at bestyrelsens samlede CV er meget kompetent indenfor ledelse, modebrancheerfaring mv.

Bestyrelsens medlemmer bliver valgt for 1 år ad gangen. Der lægges vægt på at erfaringsgrundlaget i bestyrelsen skal være solidt, og samtidig skal erhvervserfaring, ledelsesmæssige kompetencer samt generel faglig viden være på et højt niveau, så medlemmerne på bedste vis kan udføre arbejdet.

”Ved vurderingen af indstilling af nye kandidater tages der hensyn til behovet for fornyelse og til behovet for mangfoldighed i relation til bl.a. international erfaring, køn og alder”¹⁸

IC Companys A/S har forpligtet sig til at yde en ekstra indsats, for at udvikle og rekruttere flere kvindelige ledere til bestyrelser i danske aktieselskaber, ved at underskrive ”Anbefalinger for flere kvinder i bestyrelser”

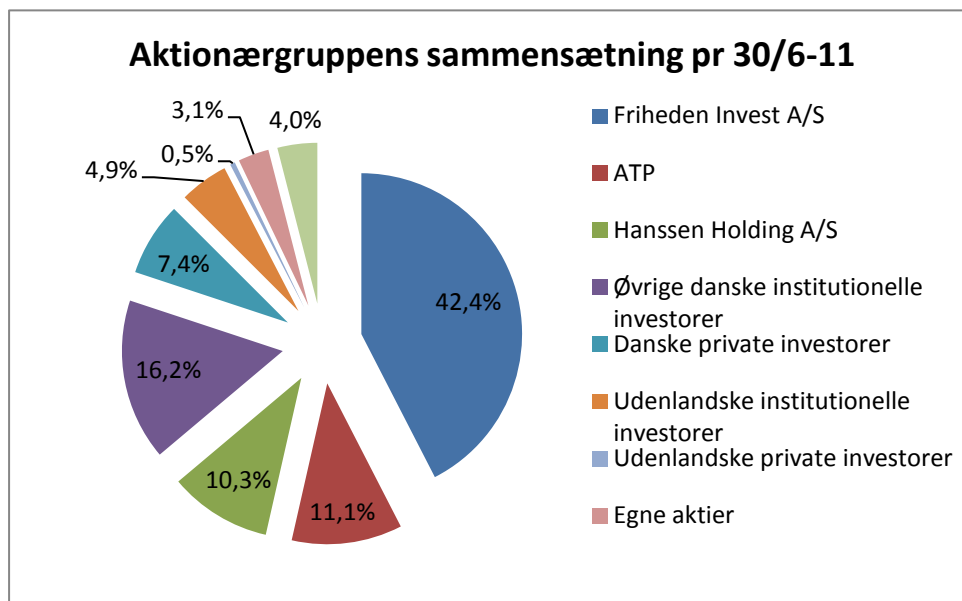
2.9 Kapital- og ejerforhold

IC Companys er noteret på Københavns Fondsbørs, og er en del af MID CAP-indekset. Aktiekapitalen udgjorde pr 30. juni 2011 169.428.070 DKK fordelt på 16.942.807 aktier til en værdi af 10 DKK pr. stk. Der er ikke sket nogle ændringer i antallet af totale antal aktier siden regnskabsåret 2008/2009. Af de 16.942.807 stk. aktier ejes 42,4% af Friheden Invest, som kontrolleres af IC Companys bestyrelsesformand Niels Martinsen. På koncernens generalforsamling er én aktie lig én stemme.¹⁹

¹⁸ Årsregnskab 2010/2011 s. 13

¹⁹ Årsrapport 2010/2011 s. 50

I figuren herunder kan den procentmæssige fordeling af aktier ses pr. investor.



Figur 10 – Aktionærgruppens sammensætning pr. 30. juni 2011
Kilde: Egen tilvirkning baseret på Årsrapporten 2010/2011

2.10 Delkonklusion

Dette kapitel har haft til formål at besvare delspørgsmål 1 fra problemformuleringen, som var:

1. Hvem er IC Companys?

IC Companys er resultatet af fusionen mellem InWear Group A/S

IC Companys er en af Nordeuropas største modetøjskoncerner, der primært agerer i Europa og Skandinavien. Koncernen har 11 brands i sin portefølje, der gennem multibrandsstrategi diversificerer sig fra hinanden.

Alle 11 brands står for deres egen værdikæde, dog er de alle understøttet af en fælles serviceplatform, som sørger for de ikke-brand-specifikke opgaver. De omsætningsmæssigt største brands i porteføljen er Peak Performance og Tiger of Sweden.

Koncernen har to primære distributionskanaler, engros og retail/franchise. Engrosomsætningen kommer fra videresalg til eksterne forhandlere, som aftager en eller flere brands. Retail/franchise omsætningen kommer fra IC Companys egne butikker.

3 Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at analysere de vigtigste strategiske faktorer, der har indflydelse på hvordan IC Companys agerer på markedet, og dermed bidrage til hvordan faktorerne i værdiansættelsen skal indarbejdes.

Den strategiske analyse kan deles op i ekstern analyse og intern analyse. Den eksterne analyse består af en omverdens og brancheanalyse, som analyseres ved hjælp af PEST-modellen og Porter's Five Forces. PEST-modellen er en omverdensanalyse, hvor Porter's Five Forces bruges til at analysere branchen.

Den interne analyse tager sit udgangspunkt i Porter's værdikædeanalyse, denne analyse skal analysere hvilke kompetencer og ressourcer IC Companys besidder, og skal analysere hvordan IC Companys får brugt de kompetencer og ressourcer bedst muligt.

3.1 Omverdensanalyse - PEST

På baggrund af PEST-modellen vil koncernens omverdensforhold blive beskrevet. De nedenstående faktorer er faktorer som IC Companys A/S ikke selv har indflydelse på, men i høj grad vil blive påvirket af, og må indordne sig efter.

Politiske faktorer (P)	Økonomiske faktorer (E)
• Regnskabslovgivning • Miljølovgivning	• Valutakurser • Konjunkturer
Sociokulturelle faktorer (S)	Teknologiske faktorer (T)
• Mode, Livsstil • Forbrug, Indkomst • Moral/etik • Forældelseshastighed af kollektioner	• Forskning og udvikling • IT • Logistik

Figur 11 – Udfyldt PEST-model

Kilde: Egen tilvirkning

3.1.1 Politiske faktorer

Alle der vil drive en koncern/virksomhed er underlagt diverse regulativer. IC Companys er ingen undtagelse hertil, og da koncernen har bevæget sig ud på det internationale marked, er IC Companys underlagt danske

såvel som internationale regulativer. I disse regulativer kan der være specifikke krav som skal overholdes mht. udfærdigelse af regnskab, regler for økonomisk sikkerhedsstillelse, forbud mod brug af forskellige produkter til fremstilling af varer, børnearbejde mv.

At holde øje med, og overholde alle disse regulativer er meget vigtigt, da overholdelsen sikrer eksistensgrundlaget. Bliver regulativerne overtrådt kan det få økonomiske konsekvenser for IC Companys. Nogle af de vigtigste for IC Companys vil blive beskrevet nedenfor.

3.1.1.1 Regnskabslovgivning

IC Companys er underlagt IFRS regnskabsstandarder. Da der i årsrapporten for 2010/2011 er en blank revisor påtegning må disse regulativer være overholdt.

Derudover har IC Companys etableret et revisionsudvalg, der løbende overvåger regnskabsprocessen, for dermed at effektivisere interne kontroller.

3.1.1.2 Miljø

Der er fra politikernes side, stor fokus på miljøet og forbedring af dette. Global opvarmning, forurening mv. er emner der hyppigt bliver anvendt i medier, politiske debatter mv. Derfor har IC Companys deres egen miljøpolitik, for at gøre en aktiv indsats for at forhindre forurening og brugen af skadelige kemikalier, for dermed at begrænse belastningen af miljøet. IC Companys opmuntrer desuden deres leverandører til brug af miljøvenlig teknologi. På denne måde sikrer IC Companys at de fremstår som en koncern, der gerne vil gøre en indsats for at verden forbliver, som den er.

3.1.2 Økonomiske faktorer

Koncernens brands forhandles over 11.000 steder/salgspunkter. Mange af forhandlerne er forhandlere af mere end et brand, og det er derfor vigtigt, at alle forhandlere kreditvurderes før og under samhandels aftale.²⁰

²⁰ www.iccompanys.dk

3.1.2.1 Valutakurser

Da koncernens varekøb og varesalg ofte foretages i fremmed valuta, er der høj valutakursrisiko. Varekøbet foretages som regel i USD eller USD-relaterede valutaer. Størstedelen af indtægterne og kapacitetsomkostningerne er i DKK, SEK, EUR og andre europæiske valutaer. Derfor er valutakursrisiciene højere. Koncernen kurssikrer sig primært ved hjælp af valutaterminskontrakter.²¹

Koncernen styrer sine renterisici, gennem diverse former for låneoptagelse, både variable- og fastforrentede lån, samt finansielle instrumenter i form af renteswaps og optioner. Koncernen har på denne måde forsøgt at reducere den risiko, der er forbundet ved at være finansielt gearet, samt behovet for at handle udenlandsk valuta.

3.1.2.2 Konjunkturer

Nogle forbrugere vil betegne IC Companys produkter som luksus-goder, tøj af en vis kvalitet og mærkegenkendelighed. Af den grund er IC Companys meget afhængig af konjunkturudviklingen på deres markeder.

IC Companys har ikke kunnet se sig fri af de seneste års verdensomspændende økonomiske krise. Både forbrugertilliden og købekraften har været svækket, på grund af den økonomiske usikkerhed. Derudover er forbrugernes tillid til deres egen økonomiske situation også en væsentlig faktor. Er forbrugeren i en situation, hvor forbrugeren ikke føler sig sikker i sit job, kan det lægge en dæmper på købelysten og dermed vil mærkevaretøjet være mindre afsætteligt.

3.1.3 Sociokulturelle faktorer

I og med IC Companys befinder sig i en branche, hvor der i høj grad er tale om at være "in/out", "modediller" mv., skal IC Companys særligt være opmærksomme på, hvad der sker med de sociokulturelle faktorer.

3.1.3.1 Mode, livsstil, indkomst og forbrug

De sociokulturelle faktorer er især vigtige for en koncern som IC Companys A/S. Mode, livsstil og indkomst er 3 vigtige faktorer, da de 3 ting tilsammen gerne skulle tegne et billede af IC Companys' kunder. Mode er

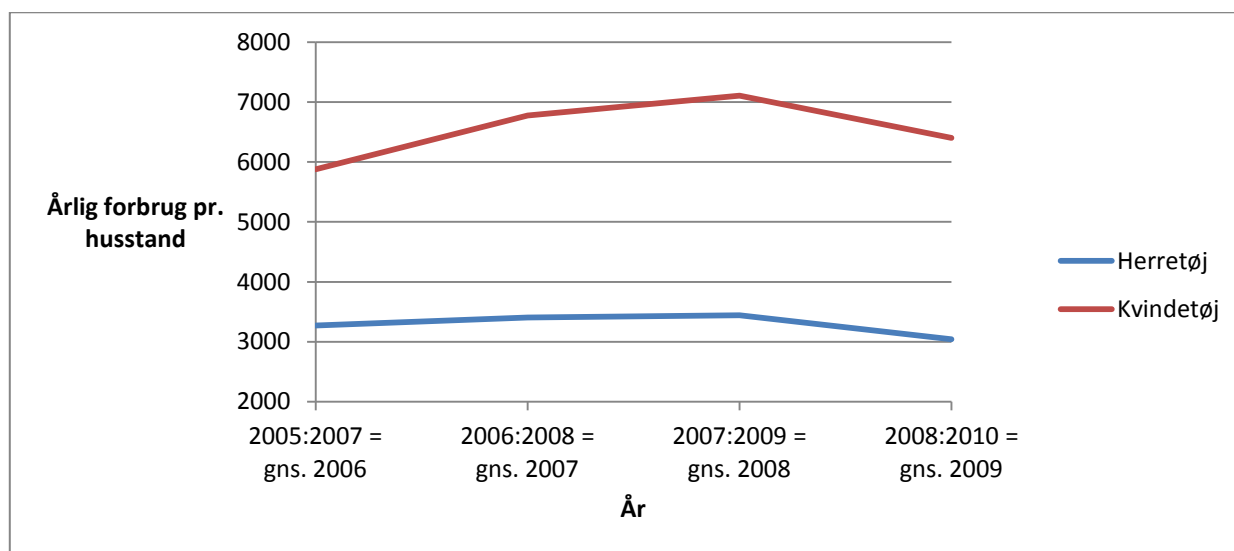
²¹ Årsrapport 2010/2011 s. 21

IC Companys' levevej. Er deres produkter ikke moderne, så har de ikke levet op til deres forbrugere, og stam-forbrugerne må søge produkterne andetsteds. Derfor er det vigtigt at IC Companys i nogle af deres brands har fast-to-market strategi, som fx Saint Tropez.

IC Companys har bredt sortiment af produkter og prisklasser, derfor er der lidt for enhver smag, tøj af god kvalitet, og tøj af mere eksklusiv karakter. Sortimentet går fra de lidt billigere mærker såsom Saint Tropez og Soaked in luxury til de lidt dyrere designermærker som Tiger of Sweden, Designers Remix og By Malene Birger. Imellem de 2 klasser er Jackpot, PartTwo og Matinique, de betragtes som de mere basis prægede brands, som henvender sig til en anden målgruppe, nemlig den målgruppe der fokuserer på kvalitet frem for særprægethed. Dette kan dog godt få en lidt kedelig opfattelse hos forbrugerne. Dette har IC Companys forsøgt at sætte en stopper for, ved at købe nogle af de nyere og mere modebevidste mærker, der samtidig kan henvende sig til den kvalitetsbevidste forbruger.

Forbrugernes livsstil, indkomst og forbrug hænger sammen. I de seneste par år hvor der har været verdensomspændende økonomisk krise har det årlige forbrug pr. husstand ændret sig markant.

Nedenstående graf viser det årlige forbrug på hhv. herre- og damebeklædning i løbende priser. Forbruget var stigende frem til 2008, hvor den økonomiske krise begyndte, herefter er det årlige forbrug pr. husstand faldet.



Figur 12 – Det årlige forbrug på beklædning pr. husstand
Kilde: Egen tilvirkning baseret på statistik fra www.dst.dk

3.1.3.2 Etik og moral

At handle moralsk og etisk korrekt, kan være en væsentlig faktor der påvirker IC Companys' position på markedet. Rundt om i verden er der hele tiden fokus på etik og moral, og derfor har IC Companys udarbejdet et regelsæt der fokuserer på at leve op til eksterne regelsæt, fx FN Global Compact, som er "*Verdens største initiativ for virksomheders samfundsmæssige engagement*"²² hvilket har fokus på menneskerettigheder, arbejdsstandarder, miljøbeskyttelse og korruptionsbekæmpelse. IC Companys har støttet FN Global Compact siden 2007.

IC Companys er omfattet af reglerne om redegørelse for sociale ansvar, derfor er der i selskabets årsrapport 2010/2011, redegjort for forskellige initiativer i forhold til forbedring af arbejdsvilkår hos leverandørerne, dette er gjort i form af Business Social Compliance (BSCI). Derudover var IC Companys i 2008 medstifter af Dansk Initiativ For Etisk Handel (DIEH), der har til formål at fremme international handel, der samtidig respekterer menneskerettigheder og arbejdstagerrettigheder, samt bidrager til en bæredygtig udvikling i U-landenes økonomi.

IC Companys støtter aktivt et projekt administreret af Red Barnet i Bangladesh, kaldet Work2Learn. Dette udviklingsprojekt har til formål at hjælpe underprivilegerede arbejdsbørn i U-lande til at få en uddannelse²³. I IC Companys' redegørelse for samfundsansvar, viser IC Companys at der er fokus på en god moralsk og etisk profil, ikke kun gennem ét projekt, men gennem flere.

Dette forventes at styrke IC Companys' profil udadtil, og får koncernen til at vise sig som en stærk og ansvarsfuld spiller på markedet.

3.1.3.3 Forældelseshastighed af kollektioner

Forældelseshastighed er en vigtig faktor i modebranchen. Da hurtig forældelseshastighed er lig med hurtigt kollektionsskift i forretningerne. Kollektionerne skifter minimum 4 gange om året. Ikke alle brands har mulighed for at hæve antallet af kollektionsskift. Da IC Companys har en høj grad af forskellighed fra brand til brand, kan de dermed minimere risikoen for at produkterne ikke falder i forbrugernes smag. Nogle brands har nogle basis produkter som altid vil være at finde på hylderne i forretningerne, og andre brands er meget nyskabende og følger modetendenserne. Mange mindre tøjproducenter er i høj grad eksponeret overfor netop risikoen for forældelseshastighed. IC Companys har, gennem stor alsidighed i brands, samt antallet af afsætningskanaler, søgt at minimere denne risiko. Ud over de almindelige concept butikker, har IC

²² Årsrapport 2010/2011 s. 22

²³ Årsrapport 2010/2011 s. 23-24

Company's outlets, hvor udgåede sæsonvarer sælges til en lavere pris, men samtidig minimeres risikoen for væsentlige pengebindinger i store lagerbeholdninger af forældede varer.

I og med der er store kollektionsskift, vil der kunne komme en del "utrendy" varer, som forbrugeren ikke er interesseret i. IC Company's prøver ved salg gennem outlets at komme af med de udgåede kollektioner, hvor salget sker ned til indkøbspris. Det vurderes derfor, at IC Company's gør meget, for at undgå større tab på usælgelige kollektioner.

3.1.4 Teknologiske faktorer

3.1.4.1 *Forskning og udvikling*

Hvert brand står for sin egen udvikling af kollektionerne, men samtidig bliver der gjort brug af funktioner fra den fælles serviceplatform, og på den måde sikres at diversificeringen mellem de enkelte brands stadig er intakt.

3.1.4.2 *IT*

IC Company's er meget afhængige af driftssikre IT systemer til styring af den daglige drift af koncernen, samt for at sikre kontrol over anskaffelsen af varer, salg af varer samt for at øge effektiviteten i forsyningskæden. Det er derfor vigtigt at systemerne løbende bliver opdateret og beskyttet overfor udefrakommende elementer, såsom hackere, virus mm. Dette vedligeholdes ved at foretage adgangskontroller, oprette firewalls osv.

Indenfor koncernen, er det vigtigt at alle IT-systemerne kan kommunikere med hinanden på tværs af brands. For på den måde at optimere salgsdata, og sikre at de rigtige varer er til stede på det rigtige tidspunkt, til den rigtige pris. Derfor er det strategisk rigtigt af IC Company's, at de har lagt IT funktionen som en del af den fælles serviceplatform, så de på den måde kan sikres at alle 11 brands, har det nødvendige udstyr til optimering af processer og værdikæden generelt.

3.1.4.3 *Lager og logistik*

Levering af varer til de forskellige lagre, salgssteder mv. er meget afhængig af ordentlig logistik. Modekollektioner har begrænset levetid, derfor er det vigtigt at varerne kommer frem i tide, ellers øges mængden af overskudsvarer og returneringer, hvis ikke varerne er til rådighed i butikkerne på de rigtige

tidspunkter. Koncernens varer håndteres på to måder, fladtpakkede varer og hængende varer. Størstedelen af varerne bliver produceret af asiatiske leverandører, ca. 90%, hvorefter de transporteres via containerskibe til Europa. Resten af varerne produceres hos europæiske leverandører, disse transporteres med lastbiler. IC Companys har på denne måde en øget fleksibilitet, fordi de har de geografisk forskellige leverandører, og samtidig har de mulighed for at flytte fragten fra containerskibe til luftfragt, og hermed kan de reducere logistikrisikoen.²⁴

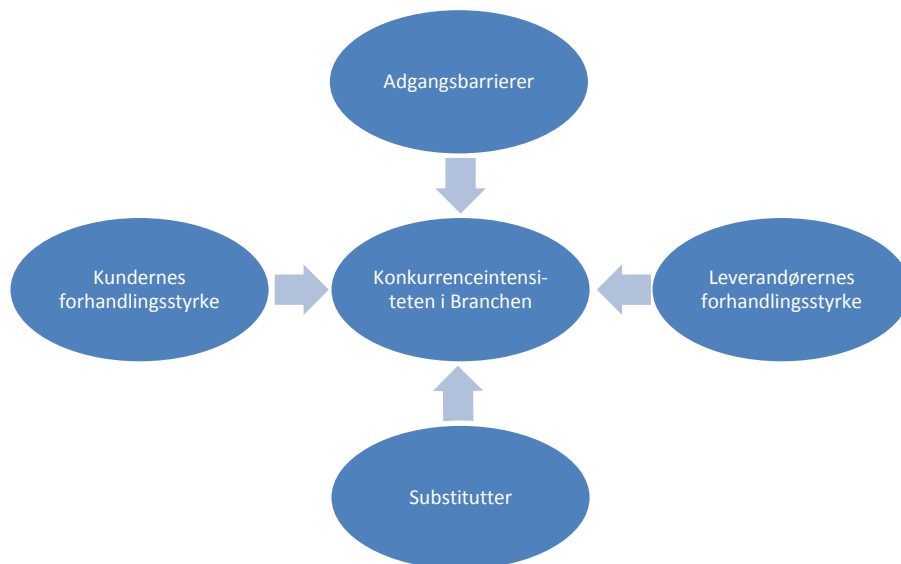
Transport er ikke det eneste der er med til at bygge en sund logistik op. Når varerne er blevet fragtet, skal IC Companys have et sted at opbevare varerne. Derfor er kernen i koncernens logistikstruktur 3 større lagerfaciliteter. Et nyt, moderne lager i Brøndby, Danmark, der håndterer koncernens fladtpakkede varer, et lager på Raffinaderivej i København der håndterer koncernens hængende varer, samt et lager i den polske by Lodz, der håndterer koncernens overskudsvarer og markedsføringsmaterialer.

Da der er stor nødvendighed for varelager og suppleringsprodukter til forhandlerne, bliver risikoen øget for, at nogle produkter forbliver usolgte ved sæsonens udgang. Det samlede indkøb af varer er forudbestilt af koncernens forhandlere, og derved bliver lagerrisikoen reduceret, da varen er afsat inden produktionen af denne. Derudover bliver koncernens lagerrisiko yderligere minimeret i og med at de har et større netværk af outlets, hvorfra der kan ske løbende salg af de overskydende lagerbeholdninger, dog til en lavere pris. Hermed er risikoen for tab og eventuelle nedskrivninger af varelageret minimeret. Nogle af koncernens brands har standard kollektioner med basisvarer, disse brands har dermed muligheden for at overføre kollektionerne til næste sæson, og på den måde undgå tab, blandt disse brands er Saint Tropez og InWear.

²⁴ Årsrapport 2010/2011 s. 19

3.2 Brancheanalyse

3.2.1 Porter's Five Forces



Figur 13 – Porter's Five Forces

Kilde: Egen tilvirkning og Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse" 2009 s.87

For at kunne belyse en virksomheds brancheforhold kan man benytte Porter's five forces.

Modellen har rationalet at det bliver sværere at skabe profit jo højere konkurrencen er. Samtidig er indtjeningsniveauet bedre jo lavere konkurrencen er.

For at kunne belyse de 5 parametre, er det nødvendigt at foretage en afgrænsning i forhold til hvilken specifik branche der er tale om, hvilket marked der kigges på, rent geografisk.

For nedenstående brancheanalyse i forhold til IC Companys er der tale om modebranchen. Rent geografisk vil analysen tage udgangspunkt i Skandinavien, da 55% af salget i 2010/2011 kom derfra og derfor betegnes som hovedmarkedet eller det primære marked.

3.2.1.1 Konkurrenceintensiteten i branchen

IC Companys er ikke en helt almindelig aktør på markedet. Da IC Companys som koncern består af 11 brands, der bliver forhandlet på flere forskellige måder. Hvert brand bliver profileret, markedsført og solgt hver for sig. Samtidig med at nogle forhandlere har valgt at sælge på flere brands på salgsstedet. Derudover har IC Companys også deres egne konceptbutikker, som forhandler alle brands i samme butik.

Derfor må IC Companys betegnes som en stor aktør på et marked med få store aktører og mange små. Den største aktør og konkurrent til IC Companys som koncern, er den danske koncern Bestseller, som også består af flere mærker, der henvender sig til begge køn. Derudover kan den internationale modekoncern Henne & Mauritz også betegnes som en primær konkurrent.

Man kan også finde enkelt konkurrenter til hvert af IC Companys brands. Mange af konkurrenterne for hvert brand er de samme. Som nogle af konkurrenterne kan nævnes Vero Moda, Only og Vila, som alle 3 er en del af Bestseller koncernen. Disse 3 mærker må anses som konkurrenter for Saint Tropez og Soaked in Luxury. Derudover kan man nævne Sand, Esprit, Filippa K og Hugo Boss som konkurrenter for flere af IC Companys brands. IC Companys brand portefølje spænder derved fra luksus prægede produkter til mere almindeligt hverdagstøj. Denne produktalsidighed kan medvirke til at styrke deres konkurrence evne i markedet, da luksusprodukter typisk kan være mere konjunkturfølsomme, end billigere produkter.

Et brand der skiller sig lidt ud og ikke deler konkurrenter med de andre brands er Peak Performance, der som IC Companys sportsbrand må konkurrere med Helly Hansen, Adidas, Nike og The North Face.

3.2.1.2 Adgangsbarrierer

IC Companys konkurrencemæssige styrkeposition på markedet, er nøje forbundet med, hvor let det er for nye virksomheder at etablere sig på markedet. Ses der på IC Companys brands som enkeltstående enheder, vil der være begrænsede adgangsbarrierer, da der herved kan konkurreres med et begrænset setup i forhold til kapitalkrav, know how, logistik mv. Dette ses ved en række danske brands, der ofte konkurrerer, i luksus segmentet, men gør det med et betydeligt mere begrænset forretningsmæssigt setup, end IC Companys.

Betragtes IC Companys på helheds niveau, vil der være betydeligt flere adgangsbarrierer i form af opnåelse af stordriftsfordele, kapitalkrav, produktdifferentiering, distributionskanaler mv. En af IC Companys styrker, er netop deres alsidighed i forhold til brands, logistik og leverandør fleksibilitet. En konkurrent med tilsvarende volumen som IC Companys, vil derfor skulle være meget velkonsolideret og velorganiseret, for at svække IC Companys konkurrence situation væsentligt. Ses der bort fra allerede nævnte konkurrenter, vil den største trussel derfor forventeligt være i form af større tøjkoncerner fra Europa, Amerika eller Asien, som på nuværende tidspunkt ikke er positioneret på det skandinaviske marked, men som ønsker at blive det, som led i en vækst strategi.

For nyetablerede virksomheder, vil det være svært at komme ind på engros-markedet, da virksomhederne ikke vil kunne udfordre de allerede etablerede virksomheder. Branchen er præget af et marked med få store aktører og en masse mindre aktører, som på grund af manglende kapacitet og volumen ikke vil være i stand til at udfordre de store aktører. Derfor vil deres indtrængen på markedet ikke påvirke IC Companys i mærkbar negativ retning.

3.2.1.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Modekoncerner som IC Companys benytter sig af underleverandører til produktionen, og er kun afhængig af disse, og kan derfor fokusere på købs- og leveringsbetingelser ved ordreafgivelsen. Derudover har IC Companys flere sourcingkontorer, hvilket øger graden af fleksibilitet. Dette er med til at skabe stordriftsfordele, da flere brands bliver samlet på færre fabrikker. Dette er også med til at øge omkostningseffektiviteten. At sourcingkontorerne er fælles, gør det muligt for de forskellige brands hurtigt kan flytte deres produktion andre steder hen, hvor pris, kvalitet samt leveringssikkerhed er mere fordelagtig. Afhængigheden af den enkelte underleverandør er mindsket, da IC Companys har en bred leverandørportefølje. Ifølge årsrapporten 2010/2011 har IC Companys 379 underleverandører, og ingen af dem står for mere end 7% af produktionen. At IC Companys er uafhængig af de enkelte underleverandører, betyder også at IC Companys forhandlingsstyrke er svækket, da leveringssikkerheden er prioriteret højere end mængderabat mv. Leveringssikkerheden og leveringstiden er af afgørende betydning når der skal vælges leverandører. Der skal opnås sikkerhed for, at de respektive kollektioner er klar til den nye sæson, da produktets levetid er relativt kort. Samtidig er "time-to-market" en meget afgørende konkurrenceparameter, så IC Companys har mulighed for hurtigt at få en ny kollektion på markedet, så de kan følge tidens trends.²⁵

3.2.1.4 Kundernes forhandlingsstyrke

IC Companys kan opdele deres kunder i to grupper. Forbrugerne, som køber de forskellige brands i IC Companys' egne butikker og står for retailomsætningen, og Detailhandlen, som er butikker ejet af eksterne forhandlere, og som står for engrosomsætningen.

Ved at IC Companys har en multibrandsstrategi, samt har flere slags kunder, kan afhængigheden af den enkelte kunde og driftsrisikoen mindskes. Afhængigheden af de eksterne forhandlere mindskes, da IC Companys driver deres egne konceptbutikker, og derved kan opretholde en vis uafhængighed.

²⁵ Årsrapport 2010/2011 s. 19

Forbrugernes forhandlingsstyrke har meget at sige for IC Companys. IC Companys produkter kan af nogle blive betegnet som luksusvarer, da mange af varerne bliver solgt til højere priser pga. brandet. Kunderne kan derfor sagtens finde substituerende varer til billigere penge, her er et kompromis med kvaliteten dog nødvendigt.

3.2.1.5 Substitutter

Beklædning kan ikke substitueres med andre produkter, så hvis der skal tale om substituerende varer, må der kigges på typen af beklædning, eller andre kvaliteter af beklædning. I den økonomiske krise, har forbrugerne måttet nedsætte sin standard, på hvilket tøj der skal købes. De største konkurrenter blev vurderet til at være H&M og Bestseller, i perioder med lavkonjunktur, i form af den økonomiske krise, kan forbrugerne have tendens til at vælge konkurrenterne frem for IC Companys, da H&M og Bestseller må vurderes til at ligge i et lidt lavere prissegment, end det IC Companys ligger i.

3.3 Sammenfatning af den eksterne analyse

Igennem PEST-modellen og Porter's five forces er IC Companys eksterne forhold blevet analyseret.

Af omverdensanalysen fremgik det at IC Companys, ligesom så mange andre virksomheder, har en del forhold, de ikke selv har indflydelse på. IC Companys formår dog at udnytte og bruge disse forhold til noget positivt. Den fordom der kommer oftest, når der bliver nævnt at produktionen foregår i Asien, er at der er børnearbejde involveret. For at mane denne fordom til jorden, har IC Companys i 2007 valgt at støtte FN Global Compact, som har fokus på menneskerettigheder, arbejdsstandarder mv. Ved at støtte dette viser IC Companys, at de vil gøre en indsats for at bekæmpe fx børnearbejde. Derudover viser IC Companys yderligere støtte til børn, da de sammen med Red Barnet hjælper underprivilegerede børn i U-lande med at få en uddannelse.

Et vigtigt forhold som IC Companys konstant vedligeholder, er forholdet mellem dem og deres leverandører. Uden leverandørerne ville forretningen IC Companys' dage være talte, da al produktion kommer fra underleverandører. Derimod har IC Companys så mange leverandører, at hvis der først opstår et problem med en leverandør, så er det ikke svært at skifte, og dermed bliver leverandøren forhandlingsstyrke svækket. Dette medfører at IC Companys kan få nogle stordriftsfordele, som deres konkurrenter ikke kan matche. Det er derfor svært at være og at blive direkte konkurrent til IC Companys. IC Companys betragtes som en stor aktør på et marked, hvor der er få store, og mange små aktører. De

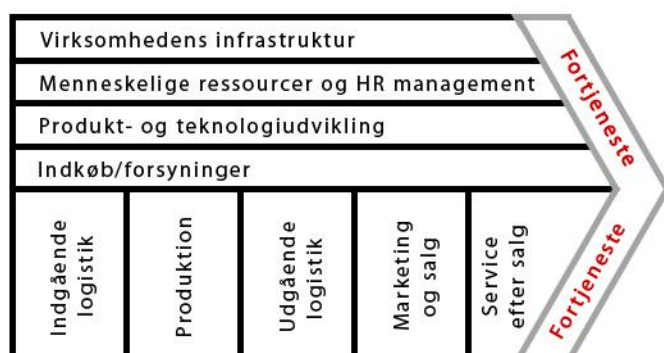
største konkurrenter blev vurderet til at være H&M og Bestseller. Bestseller har ligesom IC Companys flere brands der henvender sig til flere målgrupper.

At finde substitutter til beklædning kan ikke lade sig gøre, men kigges der på typen af beklædning, kan der godt findes substitutter til IC Companys varer. I den økonomiske krise er det årlige forbrug pr. husstand faldet, og nogle forbrugere har måttet gå på kompromis med hvilket mærke tøjet skulle have, og finde alternativer i et lavere prissegment.

3.4 Intern analyse

3.4.1 Porter's værdikæde

Til analyse af koncernens interne processer, opbygning og værdiskabelse, kan Porter's værdikædeanalyse benyttes. Ved hjælp af modellen vil der blive foretaget en analyse af hovedprocesserne, og der bliver derudfra vurderet, hvor i koncernen selve værdiskabelsen finder sted.



Figur 14 – Porter's værdikæde

Kilde: <http://www.betabox.dk/vaerdikaede.html>

Porter's model er opbygget af primære funktioner og støttefunktioner. De primære aktiviteter er den fysiske fremstilling af varen, og salg og levering til forbrugeren. Støtteaktiviteterne er grundlaget for de primære aktiviteter. De er gensidigt afhængige af hinanden.

Grundet multibrandstrategien, er en velfungerende værdikæde essentiel for IC Companys, da multibrandstrategien skaber værdi, ved hjælp af systematisk at udnytte branchekompetencerne på tværs af brands. Derudover skaber den fælles serviceplatform stordriftsfordele, som også skal udnyttes.

Den fælles serviceplatform understøtter hvert enkelt brand, og tager sig af alle støttefunktionerne, og er med til at give hvert brand omkostnings- og kvalitetsfordele i markedet.

3.4.1.1 Indgående logistik

Ved indgående logistik, er det min vurdering, at der for detailhandlen menes ordreoptagelse og indkøb.

Grundet manglende information i det offentligt tilgængelige materiale, må det formodes at indkøbsprocessen relaterer sig til både engros og retail-salget.

Da IC Companys benytter sig af underleverandører, og dermed ikke er en direkte produktionsvirksomhed, må den indgående logistik blive betegnet som ordreafgivelsen til leverandørerne, hvilket svarer til ordreoptagelsen fra engros og retail forhandlerne. På dette område er der ikke mulighed for særlig store konkurrencemæssige fordele, da der man må forvente at aftalerne med leverandørerne, er fastlagt før ordreoptagelsen, og dermed kan prisen på det færdige produkt ikke blive påvirket efter ordreafgivelsen. Det er dog vigtigt for IC Companys, at holde den indgående logistik opdateret ved hjælp af IT-systemer, så lagerstyringen på den måde kan blive optimeret, og så man hele tiden ved, hvor meget der er på lager af den enkelte vare.

I 2009/2010 fik IC Companys nyt IT-system, "Point of sale"²⁶, dette system forventes at være medvirkende til omkostningsminimering i form af mindre kapitalbinding i varelageret, da systemet regulerer lagerbeholdning i takt med salget. Dog må det antages, at de større konkurrenter har tilsvarende systemer.

3.4.1.2 Fremstillingsprocessen

Som tidligere nævnt benytter IC Companys sig 100% af underleverandører, når det kommer til produktion af varerne. I og med at IC Companys benytter sig af 379 forskellige leverandører, hvoraf de 10 største står for 33% af produktionen mindskes risikoen for at være afhængig af den enkelte leverandør. Yderligere er det faktum, at IC Companys har egne sourcingkontorer, medvirkende til at denne proces bliver styrket, da der er større mulighed for fleksibilitet. Aftalen mellem IC Companys og underleverandørerne inkluderer "code of conduct", på denne måde sikrer IC Companys sig, at deres underleverandører ved, hvad de skal leve op til, og hvis det ikke bliver overholdt, vil der hurtigt blive skiftet til en anden leverandør. Herved minimeres risiko for dårlig omtale, eksempelvis ved brug af børnearbejde eller anden uetisk adfærd

3.4.1.3 Udgående logistik

Den udgående logistik er transporten fra underleverandørerne til lagerfaciliteterne i Brøndby, København og Lodz.

²⁶ Årsrapport 2009/2010

Koncernens varer fra underleverandørerne i Asien transporteres primært med containerskibe til Europa, mens resten foregår via luftfragt. Skal varerne fragtes fra europæiske underleverandører bliver disse transporteret med lastbiler.

I 2010 funktionsopdelte man varerne for at optimere leveringen. Varerne blev opdelt i fladtpakkede varer og hængende varer. Ligeledes blev lagerfaciliteternes virkeområde opdelt på samme måde. Så de fladtpakkede varer opbevares i Brøndby, de hængende varer i København og overskudsvarer og markedsføringsmateriale opbevares i Lodz.

Funktionsopdelingen af varerne er med til at effektivisere hurtigheden af leverancerne til forhandlerne, da der kun er tale om en slags varer fra hvert lager, så lagrene kan levere deres varer uafhængigt af det andet lager. En ulempe ved denne opdeling kan dog være, at der i koncernen bliver foretaget flere leverancer end nødvendigt, da der skal leveres fra 2 lagre til hver butik.

3.4.1.4 Salg og markedsføring

IC Companys har som tidligere nævnt to typer kunder. Retailkunder og engroskunder.

Som led i multibrandsstrategien er hvert enkelt brand selv ansvarlige for deres distribution og markedsføring. Derfor er det brandet selv, der skal sørge for at promovere sig selv på markedet, for at opnå konkurrencemæssige fordele. Den fælles serviceplatform sørger for, at hvert brand kan holde fokus på deres område, ved at understøtte brandet.

3.4.1.5 Service

Supportfunktionerne er det sidste led i værdikæden. Denne funktion er ansvarlig for den generelle kundeservice, reklamationer og bytteservice.

3.4.1.6 Støttefunktionerne

Støtteaktiviteterne skal understøtte de primære aktiviteter. Støttefunktionerne dækker over HR og IT. Normalt ville indkøbsfunktionen også høre herunder, men grundet multibrandstrategien har hvert brand selv ansvaret for indkøb.

IC Companys forsøger at være på forkant med den teknologiske udvikling. Dette har dog ikke betydning i forbindelse med at opnå konkurrencefordele, da konkurrenterne forventes at have samme indstilling.

Den støttefunktion der er stærkest hos IC Companys er på HR-området. Ledelsen har udviklet en klar plan for hvad der skal lægges vægt på, når der skal rekrutteres nye medarbejdere.

3.4.2 Sammenfatning af den interne analyse

Time-to-market er en essentiel faktor i IC Companys, derfor er det vigtigt at værdikæden er optimeret så meget som muligt. Tidshorisonten fra den indgående logistik til produktet bliver markedsført og kommer ud i butikkerne, skal helst være så kort som mulig. Da IC Companys ikke selv står for produktionen, er det sværere for dem at reagere hurtigt på eventuelle ændringer i trends. Brandet Saint Tropez er det brand i IC Companys portefølje der bedst kan følge med i konkurrenternes time-to-market, da de er det brand i porteføljen, der udvikler flest nye kollektioner i løbet af året.

Derfor er det vigtigt at IC Companys i fremtiden lægger vægt på optimering og strømlining af værdikæden, for at opnå de mest optimale markedsvilkår. Samtidig skal IC Companys udnytte de stordriftsfordele, som den fælles serviceplatform giver dem.

3.5 SWOT-analyse

For at vurdere IC Companys strategiske position og muligheder for udvikling vil der i nedenstående tabel og analyse blive beskrevet og analyseret IC Companys' styrker, svagheder, muligheder og trusler, som til sammen udgør en SWOT-analyse. Inputs er taget fra Porters Five Forces, værdikædeanalysen samt PEST-modellen.

Styrker (S)	Svagheder (W)
• Multibrandstrategi • Fælles serviceplatform • Lav trussel fra substituerende produkter • Veldefinerede rammer for hvert enkelt brand • Stor forhandlingsstyrke over for leverandører	• Begrænsede muligheder for markedsføring af koncern som helhed • Multibrandstrategi • Stigende pengebindinger i varelageret

Muligheder (O)	Trusler (T)
• Stigende internethandel • Effektivisering af markedsføring • Mærkeloyalitet • Øget mærkegenkendelighed	• Store internationale konkurrenter • Faldende kundeloyalitet som resultat af den økonomiske krise • Stigende lønninger hos leverandører – højere priser for IC Companys • Mærkeloyalitet • Negativ presseomtale – tab af brandværdi

Figur 15 – SWOT analyse

Kilde: Egen tilvirkning

3.5.1 Styrker

3.5.1.1 *Multibrandsstrategi*

Styrken ved multibrandstrategien findes i forbindelse med salg, da multibrandsstrategien gør det muligt for IC Companys at have flere forskellige målgrupper, og kan dermed opnå højere omsætning og lavere afhængighed af den enkelte forbruger. Endvidere bidrager multibrandsstrategien til at minimere selskabets samlede følsomhed overfor konjunkturerne, da de respektive brands henvender sig til forskellige prissegmenter.

3.5.1.2 *Ingen direkte substituerende konkurrenter*

Da IC Companys er en koncern med en bred produktportefølje, er der ikke nogle direkte substituerende konkurrenter der kan konkurrere 100% med IC Companys. Dette er en styrke, da det så også betyder, at der er mindre sandsynlighed for at nye koncerner kan leve op til IC Companys størrelse.

3.5.1.3 *Den fælles serviceplatform*

Den fælles serviceplatform er med til at skabe synergieffekt på tværs af koncernen, de gode kompetencer indenfor IT, Logistik, jura og finans bliver brugt af alle brands, og dermed kan de enkelte brands på denne måde også tilpasse sig de andres mål, investeringer mv.

3.5.1.4 Specifikke og veldefinerede rammer

Koncernledelsen har lavet nogle meget specifikke og veldefinerede rammer for, hvordan de enkelte brands skal ledes, dette er en stor styrke, da diversifikationen mellem hvert brand rent ledelsesmæssigt er lille.

3.5.1.5 Stor forhandlingsstyrke overfor leverandører

IC Companys har som koncern en stor forhandlingsstyrke overfor leverandørerne, i og med at der samles produktion af flere brands på færre fabrikker, og leverandørerne vil på denne måde blive meget sårbare, hvis IC Companys vælger at flytte produktionen til en anden fabrik. IC Companys kan på denne måde skabe stordriftsfordele, og er hermed også mere omkostningseffektiv.

3.5.2 Svagheder

3.5.2.1 Multibrandsstrategi

Med multibrandsstrategien er der også svagheder. Det er svært for IC Companys at skaffe rabatter eller stordriftsfordele på blandt andet markedsføring, da det kræver flere ressourcer, da hvert brand skal markedsføres hver for sig, og skal nå ud til forskellige målgrupper.

3.5.2.2 Markedsføring

At markedsføre sig som koncern er ikke nemt, da koncernen i sig selv ikke har noget produkt. Forbrugerne tænker ikke IC Companys står bag dette brand, når de går ind i eksempelvis en Saint Tropez eller Peak Performance butik.

3.5.2.3 Øgede kapitalbindinger i varelageret

IC Companys har i de seneste år oplevet stigende pengebindinger i varelageret. I 2009/2010 var kapitalbindingen på 23% og den steg til 28% i regnskabsåret 2010/2011. Forholdet kan tilskrives et strategisk ønske om en øget lagerbeholdning. Store pengebindinger i varelageret og faldende omsætningshastigheder, kan dog også være et faresignal, der skal tages alvorligt, da forældelsen af kollektionstøj er hurtig.

3.5.3 Muligheder

3.5.3.1 Stigende internethandel

Den stigende brug af internettet kan IC Companys udnytte, ved at udvide og bruge ekstra ressourcer på at få markedsført og udviklet internethandlen. Dette kan også bruges som mulighed for at øge kendskabet til IC Companys som koncern, og man kan ved at samle alle brands i en og samme internetbutik, øge muligheden for mersalg på tværs af produkterne.

Af nedenstående tabel ses det at andelen af forbrugerne, der bruger internettet til indkøb af tøj er steget gennem de seneste 4 år fra 41% til 51%.

	Tøj, sports- og fritidsudstyr			
	2008	2009	2010	2011
I alt	41%	42%	46%	51%
Alder: 20-39 år	44%	48%	53%	59%
Alder: 40-59 år	37%	39%	43%	48%
Køn: Kvinder	47%	49%	49%	56%
Køn: Mænd	35%	37%	43%	47%

Tabel 1 – Antal forbrugere i % der køber tøj, sport og fritidsudstyr på internettet

Kilde: www.dst.dk - tabel BEBRIT08

3.5.3.2 Forbedret markedsføring

IC Companys kan ved at udnytte forbrugernes loyalitet overfor de enkelte brands, til at markedsføre sig selv som koncern, og i denne markedsføring gøre opmærksom på, hvilke øvrige brands der er en del af porteføljen. Ikke nødvendigvis alle brands, men de brands der overlapper hinanden i målgruppe, fx InWear og Saint Tropez, der begge henvender sig til kvinder mellem 25 og 35 år, i én og samme reklame, for på den måde at udvide kendskabet til IC Companys, og samtidig inspirere forbrugeren til at købe mere end et brand fra porteføljen. På denne måde kan forbrugernes mærkeloyalitet fordeles ud på flere af koncernens brands. Dette kan også være medvirkende til, at de forbrugere der kunne have tendens til at skifte fra et brand i porteføljen, til et andet og måske billigere brand, udenfor porteføljen, som følge af den økonomiske krise, måske skifter til et andet, måske lidt billigere brand, i koncernens portefølje i stedet.

3.5.4 Trusler

3.5.4.1 Ændret forbrugeradfærd og kundeloyalitet

Den økonomiske krise og ændret forbrugeradfærd er nogle af de trusler der vægter mest hos IC Companys. Den økonomiske krise har tvunget nogle forbrugere til at gå på kompromis med, hvilket brand de ifører sig til hverdag og til fest. Derfor er det vigtigt at IC Companys får gjort opmærksom på sig selv og sine brands, så forbrugerne substituerer det enkelte brand med et andet, i stedet for at substituere til et brand udenfor IC Companys. Dermed kan kundeloyaliteten blive i IC Companys.

3.5.4.2 Store internationale konkurrenter

IC Companys er en multinational virksomhed, og rundt om i verden er der mange store internationale spillere på markedet. Derfor er det vigtigt at fokusere på de markeder der er vækst og stabilitet i. Derudover er det vigtigt at koncernen hele tiden holder øje med hvad der rør sig på markedet, både med henblik på konkurrenter, men også rent mode og livsstilsmæssigt.

3.5.4.3 Stigende omkostninger

Når man som IC Companys ikke selv er producent af varerne, er underleverandørernes priser en væsentlig faktor. Det er derfor vigtigt hele tiden at holde øje med produktionsomkostningerne hos underleverandørerne, og at skifte underleverandør i tide, hvis priserne stiger for meget.

3.5.4.4 Negativ omtale i pressen

IC Companys driver 11 stærke brands, der over en længere årrække har væsentlige immaterielle værdier. Derfor er risikoen for fejl i den løbende kollektionsudvikling en væsentlig faktor. Derfor er det vigtigt for IC Companys at have kontroller til at reducere risikoen for fejl, der kan resultere i nedgang i det enkelte brands værdi.

IC Companys har for at kunne minimere risikoen for negativ omtale en politik for virksomhedsansvar, som stiller en række krav til det enkelte brand. Der bliver især lagt vægt på at holde øje med og kontrollere, at koncernens holdning til menneskerettigheder, arbejdsvilkår, særligt med henblik på eliminering af børnearbejde, miljø, antikorruption og dyrevelfærd bliver overholdt. Disse 5 områder er indarbejdet i koncernens Code of conduct og standard procedurer.

3.6 Delkonklusion

Dette kapitel har haft til formål at besvare delspørgsmål 2 fra problemformuleringen, som var:

2. Hvordan er IC Companys strategi og hvad er deres styrker og svagheder?

I de foregående afsnit er IC Companys blevet beskrevet og analyseret på det strategiske niveau ved hjælp af forskellige modeller. Det er kommet frem at IC Companys vurderes som en stærk spiller på deres hovedmarked, som er Skandinavien, da 55% af omsætningen udelukkende kommer herfra. Fokus bør derfor være herpå i fremtiden, og senere når der er skabt stabilitet, loyalitet mv. kan der fokuseres på andre og nye markeder rundt om i verden.

Yderligere er IC Companys forhandlingsstyrke overfor leverandørerne stærk, da de samler flere brands på færre fabrikker, og dermed gør de leverandørerne mere afhængige af IC Companys end omvendt. I og med IC Companys har 379 underleverandører, har IC Companys lettere ved at skifte leverandør, hvis der skulle ske uoverensstemmelser mellem parterne, større ændringer i priser mv.

IC Companys har øget risiko for at blive ramt af nye politiske tiltag, som kan stille større krav til produktionen, import/eksport mv. Derudover spiller forbrugeradfærden en afgørende rolle. Ændrer forbrugernes adfærd markant i retning væk fra IC Companys og deres segment, skal der ske større tiltag for at vinde kunderne tilbage. Derfor er det vigtigt at have fokus på omkostningsminimering, dette kan ske ved at lukke urentable butikker, skiftning af leverandører og leveringsmetode.

Det er vigtigt, at IC Companys hele tiden holder fokus på optimering af processerne, herunder især logistik og lagerplads, da forældelseshastigheden har stor indflydelse på koncernens indtjening. Er kollektionerne udløbet, og er der stadig meget på lager, så bliver varerne sendt til diverse outlets, men her er prisen sænket markant, og derfor vil det være en marginal indtjening der vil være på overskudsvarerne.

En klar udviklingsmulighed for IC Companys vil være at udvide deres e-handel. Flere undersøgelser viser at forbrugernes brug af internethandel er stigende, så det bør IC Companys udnytte. En mulighed for at udvide internethandlen kan samtidig også udvide forbrugernes kendskab til IC Companys. Ved at lave en konsolideret webshop, kan IC Companys lade forbrugerne købe på tværs af brands, og på den måde udvide kendskabet, og minimere risikoen for at forbrugerne går til konkurrenterne, fordi det enkelte brand ikke opfylder alle kravene fra forbrugeren.

4 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at vurdere og analysere IC Companys økonomiske udvikling. Regnskabsanalysen vil sammen med den strategiske analyse danne grundlag for budgetteringen og værdiansættelsen af IC Companys. Analysen vil tage udgangspunkt i de seneste 4 års regnskaber fra 2007/2008 til 2010/2011.

4.1 Regnskabspraksis

Koncernregnskabet bliver aflagt i overensstemmelse med IFRS og danske oplysningskrav for årsrapporter for børsnoterede selskaber. Regnskabet er blevet aflagt i danske kroner, som anses som den primære valuta for IC Companys.

4.2 Reformulering

For at kunne analysere en virksomheds årsregnskab forskellige oplysninger, må man reformulere regnskabet til analyseformål. For at kunne analysere, er driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter nødt til at være adskilt, og dette er den lovbestemte opstillingsmåde beregnet til. Den primære kilde til den fremtidige værdiskabelse er driftsaktiviteten, og derfor skal denne adskilles fra finansieringsaktiviteterne, for at kunne vurdere hvilket niveau den fremtidige vækst vil være på.

Årsrapporten har til formål at vise den samlede værditilvækst, hvor reformuleringen har til formål at vise værditilvæksten fra driften.

4.2.1 Reformulering af Resultatopgørelsen²⁷

Den reformulerede resultatopgørelse inddeler posterne i ordinært resultat, ekstraordinært resultat og finansieringsposter. Derudover inkluderes de ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen.

De ikke-resultatførte poster er:

- Valutakursreguleringer
- Dagsværdireguleringer for gevinst/tab på finansielle instrumenter
- Skat af totalindkomst

²⁷ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s. 92

- Skat af egenkapitalbevægelser

Ved at inddele i disse elementer kommer man frem til en opgørelse af overskuddet fra den primære drift, og fra finansieringen på Totalindkomstbasis. Dette er nødvendigt for at kunne beregne nøgletal der på korrekt vis måler resultatet af virksomhedens primære aktiviteter.

De officielle samt reformulerede resultatopgørelser fremgår af bilag 1 og 5.

4.2.2 Reformulering af Balancen²⁸

Reformulering af balancen har til formål at reklassificere posterne mellem drifts- aktiver og forpligtelser og finansielle aktiver og forpligtelser. Inddelingen skal til, for at kunne beregne nøgletal der måler resultatet af virksomhedens aktiviteter.

Driftsaktiver og driftsforpligtelser er alle de poster der vedrører produktion, salg af varer og tjenesteydelser, og andre poster der er udledt af driften. Dette inkluderer også finansielle poster som er afledt af driften, og ikke direkte kan ledes over på de finansielle poster. Finansielle poster er aktiver eller forpligtelser der sker i forbindelse med finansiering af driften.

De officielle samt reformulerede balancer fremgår af bilag 2a, 2b og 6.

4.2.3 Reformulering af Egenkapitalopgørelsen²⁹

Den reformulerede egenkapitalopgørelse er meget lig den officielle egenkapitalopgørelse. Den reformulerede opgørelse har til forskel, at den er delt op i "transaktioner med ejerne" og "totalindkomst". Formålet med denne opdeling er, at isolere den del af egenkapitalbevægelserne, der er relevante for værdiansættelsen. Det regnskabsmæssige overskud skal være opgjort på totalindkomstbasis, for at kunne lave en værdiansættelse af en virksomhed. Totalindkomsten, som består af diverse værdireguleringer samt ikke-resultatførte poster, overføres til den reformulerede resultatopgørelse.

For IC Companys omfatter transaktioner med ejerne, følgende reguleringer på den bogførte egenkapital:

- Køb af egne aktier
- Betalt udbytte

²⁸ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s. 83

²⁹ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s. 84-85

- Aktieoptioner og aktiebaseret vederlæggelse

Køb af egne aktier er dispositioner, som alene vedrører koncernens ejerforhold, og derved ikke påvirker totalindkomsten.

Betalt udbytte er ligeledes uden indflydelse på totalindkomsten, og påvirker alene selskabet likvide stilling, som indarbejdes i selskabets værdiansættelse afslutningsvist, i form er tillæg eller fradrag for frie likvider.

Aktieoptioner afspejler reguleringen af aktiebaserede aflønningsprogrammer i året. Aktieoptioner, skal ifølge regnskabsstandarderne, udgiftsføres løbende i resultatopgørelsen, med modpost på egenkapitalen. For at effekten af disse reguleringer ikke neutraliseres, ved overførslen af totalindkomsten, korrigeres ligeledes for aktieoptioner.

De officielle samt reformulerede Egenkapitalopgørelser fremgår af bilag 3 og 7

4.2.4 Reformulering af Pengestrømsopgørelsen³⁰

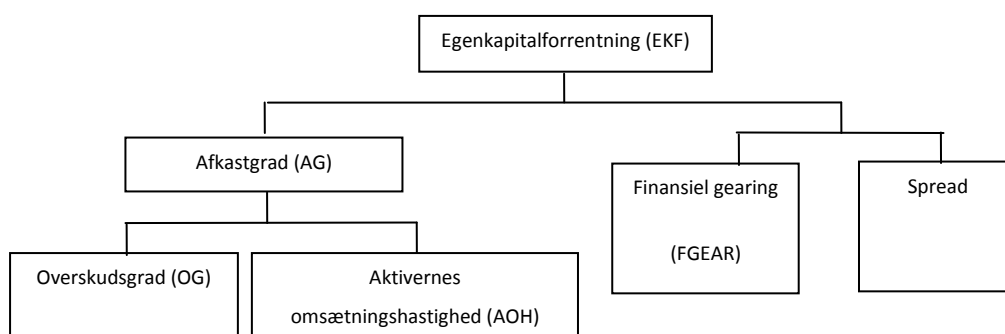
Ligesom for balancen og resultatopgørelsen, er det nødvendigt for at kunne foretage en værdiansættelse, at pengestrømsopgørelsen bliver delt op i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Dette betyder at investeringsaktivitet som selvstændig aktivitet skal stoppes, og posterne skal allokeres til drifts- og finansieringsaktivitet. Pengestrømmen fra driftsaktiviteten fratrasket investeringer foretaget i driftsaktiviteten kaldes "frit cash flow". I den officielle pengestrømsopgørelse er der ét resultat når posterne er summeret op. Ved at opdele posterne i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, kan man udlede to resultater af pengestrømsopgørelsen, frit cash flow fra driften og nettoudbetalinger til finansieringsaktivitet.

De officielle samt reformulerede pengestrømsopgørelser fremgår af bilag 4 og 8

4.3 Rentabilitetsanalyse

Med udgangspunkt i de reformulerede regnskaber, vil der i det følgende blive foretaget en analyse af IC Companys rentabilitet. Analysen af rentabiliteten vil blive foretaget ud fra den udvidede DuPont-model, da denne dekomponerer rentabiliteten i virksomheden.

³⁰ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s. 96



Figur 16 – DuPont-modellen

Kilde: Egen tilvirkning baseret på Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s 100

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i egenkapitalens forretning (EKF) og analyserer de underliggende drivere, der er opdelt i hhv. driftsmæssige og finansielle værdidrivere.

Afkastgraden for nettodriftsaktiverne kan dekomponeres i overskudsgrad, sammenhængen mellem indtægter og omkostninger, og omsætningshastighed som viser virksomhedens kapitaltilpasningsevne via totalkapitalens omsætningshastighed.

Afkastgraden giver et billede af ledelsens evne til at generere overskud ud af virksomhedens aktiver, og derudover giver afkastgraden et indtryk af det samlede afkast af virksomhedens drift, uafhængigt af virksomhedens kapitalstruktur og skatteforhold.

De finansielle værdidrivere er den finansielle gearing (FGEAR) og spredningen (SPREAD). FGEAR udtrykker gældsrationen, dette betyder at hvis $FGEAR > 1$ så har koncernen mere gæld end egenkapital og omvendt.

4.3.1 Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalforrentningen (EKF) viser hvordan virksomheden har forrentet aktionærernes indskudte kapital. Hvis der ikke er anvendt fremmedkapital, vil egenkapitalforrentningen være lig med afkastgraden for nettodriftsaktiverne. Derfor vil mængden af fremmed finansiering og prisen derpå udgøre en central del af analysen. Mængden af fremmed kapital kan måles via den finansielle gearing (FGEAR) og den gennemsnitlige lånerente.

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Egenkapitalforrentning (EKF)	40,00%	22,98%	33,97%	25,18%
Afkastgrad for nettodriftsaktiver (AGNDA)	18,87%	11,71%	25,54%	18,61%

Tabel 2 – Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående tabel er afkastet på ejernes investerede kapital svingende gennem analyseperioden. Den svingende egenkapitalforrentning er tilsvarende den svingende værdi af afkastgraden for nettodriftsaktiverne. En varierende afkastgrad viser at IC Companys i analyseperioden, i nogle perioder, ikke har været i stand til at opretholde samme forrentning på deres driftsaktiver.

4.3.2 Værdidrivere til afkastgraden for nettodriftsaktiverne

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Afkastgrad for nettodriftsaktiver (AGNDA)	18,87%	11,71%	25,54%	18,61%
Overskudsgrad (OG)	5,62%	3,39%	7,24%	4,99%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	3,3593	3,4548	3,5285	3,7257

Tabel 3 – Egen tilvirkning

Som det kan ses af figur 16 er afkastgraden (AG) er en selvstændig driver i relation til egenkapitalens forrentning, men kan dekomponeres i to underliggende drivere, overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH).

Aktivernes omsætningshastighed har ligget stabilt i hele perioden, med en lille stigning i det seneste årsregnskab. Til gengæld har afkastgraden og overskudsgraden været meget varierende.

4.3.3 Udvikling i omsætning og resultat før skat

Som tidligere nævnt er omsætningen steget mere end resultatet før skat, da omkostningerne stiger hurtigere i forhold til omsætningen, dette skyldes at IC Companys gennem nogle år har haft større fokus på omsætningsvækst frem for omkostningsminimering. Derudover har IC Companys ligesom så mange andre været ramt af den økonomiske krise, hvilket kan ses af det store fald i resultat før skat, der var fra 2007/2008 til 2008/2009, jf. figur 7 og 8.

4.4 Risikoanalyse

IC Companys risiko er fordelt på både drifts- og finansiel risiko. Den risikovurdering der bliver udledt i de næste afsnit, vil senere blive brugt til at kunne bestemme ejernes afkastkrav. Ejerne antages at være risikoaverse og vil vælge den investering med mindst risiko. Såfremt investorerne skulle vælge at tage en højere risiko, vil det også kræve et forhøjet afkastkrav.

4.4.1 Driftsmæssig risiko

En virksomheds driftsmæssige risiko afhænger af produkterne, samt valget af markeder disse skal distribueres på, da produkternes og markedernes følsomhed overfor konjunkturer, konkurrenceintensitet mv. er afgørende for om virksomhedens omsætning bliver påvirket af ændringer i disse forhold. Selve effekten afhænger af virksomhedens omkostningsstruktur. Generelt siges der, at virksomheder med store faste omkostninger har større driftsmæssig risiko, end virksomheder med store variable omkostninger, da virksomheder med store faste omkostninger, ved tilbagegang i omsætningen, vil opleve en kraftigere nedgang i indtjeningen, end virksomheder med færre faste omkostninger. IC Companys vurderes til at være en virksomhed med mange faste omkostninger, der er dog ingen produktion, men husleje til alle butikkerne, lagre mv. skal betales uafhængigt af omsætningen og andre resultater.

IC Companys har ikke de store behov for investeringer i produktionsanlæg, da produktionen finder sted hos underleverandører, dette betyder at IC Companys faste produktionsomkostninger mindskes, derfor består IC Companys produktionsomkostninger kun af omkostninger der afholdes til fremstilling af varer hos underleverandører.

Nedenstående tabel viser de komponenter den driftsmæssige gearing består af:

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Driftsgæld (GD)	687,80	660,30	741,30	819,00
Nettodriftsaktiver (NDA)	1112,50	1042,20	990,60	1053,60
Driftsmæssig gearing (DGEAR)	0,6182	0,6336	0,7483	0,7773

Tabel 4 – Egen tilvirkning

Et stigende Driftsgæld (G_D) samtidig med et fald i nettodriftsaktiverne (NDA) fører til en højere driftsmæssig gearing. Selvom der fra regnskabsåret 2009/2010 til 2010/2011 er en stigning i nettodriftsaktiverne er dette ikke nok til at den driftsmæssige gearing falder, dette skyldes at væksten i GD er højere end væksten i NDA.

Den driftsmæssige risiko er ikke elimineret totalt, til trods for at IC Companys har outletsalg for varer der ikke er blevet solgt i løbet af kollektionens levetid. Man må gå ud fra at omsætningen fra outletsalget kun sørger for at driftsomkostningerne er dækket, og at overskudsgraden ved denne type salg ikke er særligt højt. Grundet de faste omkostninger må den samlede driftsmæssige risiko vurderes til at være høj.

4.4.2 Finansiell risiko

Den finansielle risiko afhænger af hvad niveauet af den finansielle gearing samt spredningen på SPREAD er.

Hvis SPREAD er positivt, vil den finansielle gearing være fordelagtig, og modsat hvis SPREAD bliver negativ, vil den finansielle gearing blive ufordelagtig. Et fald i afkastgraden for nettodriftsaktiverne, vil medføre at SPREAD bliver reduceret og den finansielle gearings gunstighed vil falde.

Af nedenstående tabel ses det, at den finansielle gearing (FGEAR) har været faldende igennem de sidste 3-4 år, lige med undtagelse af FGEAR, som steg lidt fra regnskabsår 2009/2010 til 2010/2011. Denne stigning skyldes både en stigning i den nettorentebærende gæld (NGR) og Egenkapitalen (EK). Disse stigninger har ikke været proportionelle, og derfor får det den samlede gearing til at stige.

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Nettorentebærende gæld (NGR)	639,00	533,10	243,40	310,90
Egenkapital (EK)	465,00	495,60	733,30	738,60
Afkastgrad for nettodriftsaktiver (AGNDA)	0,19	0,12	0,26	0,19
Finansiell gearing (FGEAR)	1,3742	1,0757	0,3319	0,4209

Tabel 5 – Egen tilvirkning

Gælden i IC Companys består af gæld til kreditinstitutter og varekreditorer. Gælden til kreditinstitutterne består af både lang- og kortfristede forpligtelser. Den langfristede gæld er et realkreditlån i DKK. Dette er rentesikret ved en 2-årig renteswap for at mindske risikoen. De kortfristede forpligtelser består af danske og udenlandske kassekreditter.

*"Koncernens finansielle risici består af valutarisiko, renterisiko og likviditetsrisiko, herunder modpartsrisiko. (...) Koncernen benytter udelukkende finansielle instrumenter til at reducere finansielle risici"*³¹

IC Companys' finansielle risiko vurderes til at være neutral, da den nettorentebærende gæld er faldende, og da de gældsposter der er, er rentesikret.

³¹ Årsrapport 2010/2011 s. 21.

4.4.3 Samlet risiko

IC Companys samlede risiko vurderes til at være høj. Da IC Companys har en stigende driftsmæssig gearing, vurderes det at risikoen på driften er høj. Samtidig har den finansielle gearing været faldende. Dette skyldes at vækst/fald i de underlæggende faktorer ikke er sket proportionelt. Derfor er den finansielle risiko neutral.

En høj driftsmæssig risiko og en neutral finansiell risiko, vil ifølge FSR's tabel over risiko svare til en samlet risiko der er høj. Dette skal der tages hensyn til i den senere estimering af Beta-værdien for IC Companys.

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko
Lav	Lav	Meget lav
Lav	Neutral	Lav
Lav	Høj	Neutral
Neutral	Lav	Lav
Neutral	Neutral	Neutral
Neutral	Høj	Høj
Høj	Lav	Neutral
Høj	Neutral	Høj
Høj	Høj	Meget høj

Tabel 6 – Egen tilvirkning

Kilde: FSR "Fagligt notat" s. 17

4.5 Delkonklusion

Dette kapitel har haft til formål at besvare delspørgsmål 3 fra problemformuleringen, som var:

3. Hvordan bruges regnskabsmæssigt data til en værdiansættelse?

I det foregående afsnit er IC Companys blevet analyseret på det regnskabsmæssige niveau. I denne analyse er de tidligere års nøgletal blevet belyst. På trods af den økonomiske krise har IC Companys formået at generere overskud hvert år, endda med en lille stigning hvert år.

For at kunne værdiansætte IC Companys, har det været nødvendigt at reformulere de seneste 4 års årsregnskaber, for på den måde at kunne få historisk indblik i koncernen, og for at kunne vurdere den økonomiske tilstand til den videre budgettering. I reformuleringerne blev koncernens driftsaktiviteter skilt fra finansierings- og investeringsaktiviteter, da en investor er mere interesseret i vækst og resultater der er

genereret af virksomhedens primære aktivitet, frem for investeringer der frembringer mere gæld. På denne måde kan det frie cash flow udledes, som senere skal benyttes til værdiansættelsen.

Derudover er koncernens risikoprofil blevet beskrevet, for på den måde at finde ud af hvor risikofyldt en investering det er, at investere i IC Companys aktien. Koncernens risiko blev vurderet til at være høj på baggrund af en høj driftsmæssig risiko, og en finansiell risiko der var neutral.

5 Værdiansættelsesmodeller

Hvad der ligger til grund for værdiansættelsen (salg eller fortsat drift), har betydning når der skal vælges værdiansættelsesmodel, da en model kan være mere anvendelig i nogle tilfælde end andre, selvom de forskellige modeller ville ende med det samme resultat. Når man skal vælge hvilken værdiansættelsesmodel der skal bruges, er det vigtigt at kigge på flere ting. Derudover er information fra tidligere år også en faktor. Nogle af modellerne egner sig bedst, hvis der har været overskud i de seneste år, mens andre er mere alsidige, og kan bruges både hvis der har været overskud eller underskud. Ved gennemgang af modeller, vil der i denne opgave alene blive fokuseret på de mere alsidige modeller

En værdiansættelsesberegning bør ikke stå alene, derfor vil en kontrolberegning ved hjælp af en anden model, kunne hjælpe med at give en indikation af, om den beregnede værdi kan benyttes.

Når en virksomhed skal værdiansættes, er der flere modeller der kan bruges. Der er forskellige indgangsvinkler, anvendelsesgrundlag og fordele og ulemper ved dem alle. Derfor vil de kort blive beskrevet herunder.

5.1.1 Dividendemodellen³²

For at kunne beregne egenkapitalværdien, skal den fremtidige dividendestrøm forudsiges for derefter at blive tilbagediskonteret til nutidsværdien, ved hjælp af en diskonteringsrente der afspejler ejernes afkastkrav eller egenkapitalomkostningerne. Denne model kræver intern analyse af, hvordan værdierne skabes i virksomheden, og det er derfor svært for en udenforstående analytiker at beregne værdien af virksomheden.

Selve dividendestrømmen i en virksomhed besluttet af bestyrelsen, på baggrund af større overvejelser omkring virksomheden, dette kan føre til at nogle virksomheder udbetaler større dividender end hvad der egentlig tjenes, dette skaber store forskelle i virksomhedens opsparing i løbet af årene, og det er vanskeligt at tage hensyn til ved fastsættelsen af terminalværdien. Af en ekstern analytiker vil det derfor ikke være hensigtsmæssigt at benytte denne model.

³² Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2009 s. 39-40

5.1.2 Residualindkomstmodellen (RI-modellen)³³

Residualindkomstmodellen tager udgangspunkt i den regnskabsmæssige værdi af aktiver og forpligtelser i balancen og tilbagediskonterer herefter virksomhedens nettooverskud med fradrag af egenkapitalomkostningerne.

Da RI-modellen bygger på målinger i årsregnskabet, foregår det meste af værdiansættelsen i regnskabspraksis. Modellen er derfor mindre afhængig af terminalværdien i forhold til andre modeller, da selve modellen bygger på tilgængelige regnskabsdata. Det kan dog også være en ulempe at benytte denne model, da regnskabs data kan være påvirket af virksomheden for at skabe et bedre billede.

5.1.3 Det frie cash flow modellen (DCF)³⁴

På baggrund af pengestrømme fra driftsaktivitet, fratrasket pengestrømme fra investeringsaktivitet og nettopengestrøm til långiverne, beregnes det frie cash flow. Dette cash flow er betegnelsen for hvad der maksimalt kan udbetales til aktionærene i form af dividende.

For at kunne benytte DCF-modellen kræver det indgående kendskab til virksomheden og branchen denne befinder sig i, da oplysningerne, der skal ligge til grund for værdiansættelsen, ikke er særligt tilgængelige og bygger på forventninger.

Ved at bruge DCF-modellen tilbagediskonteres det frie cash flow i budgetperioden til periode 0. Terminalperiodens værdi skal være repræsentativ for alle virksomhedens fremtidige perioder efter budgetperioden, dvs. man skal beslutte terminalperioden efter, hvornår man kan forvente at virksomhedens indtjening kan følge et "*steady state*"³⁵, et konstant mønster, som derefter skal danne grundlag for terminalværdien.

5.1.4 Sammenligning af modeller

"Residualindkomstmodellen" og "Det frie cash flow modellen" er de hyppigst anvendte. Fælles for de to modeller er at værdiansættelsesprocessen udføres ved at opdele budgettet i to perioder, Budgetperioden og Terminalperioden. Selvom de to modeller har to forskellige indgangsvinkler til værdiansættelsen, vil resultatet af de to modeller være ens eller tilnærmelsesvis ens.

³³ Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2009 s. 47-49

³⁴ Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2009 s. 35, 46-48

³⁵ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s. 187

Med udgangspunkt i de tidligere omtalte budgetteringer, vurderes det at DCF-modellen vil være den mest optimale at benytte til værdiansættelsen af IC Companys. Modellen tager hensyn til udsving i indtjeningen, og på den måde bliver værdien mere troværdig. Derudover kan beregningerne i denne model også benyttes til RI-modellen, og på den måde kan der blive lavet en kontrolberegning ved hjælp af denne.

5.2 Delkonklusion

Dette kapitel har haft til formål at besvare delspørgsmål 4 fra problemformuleringen, som var:

4. Hvilke værdiansættelsesmodeller kan anvendes?

I forbindelse med værdiansættelse af en virksomhed kan der benyttes flere forskellige modeller, alt afhængigt hvad værdiansættelsen skal bruges til.

Skal virksomheden værdiansættes på baggrund af opkøbsmuligheder, skal der benyttes andre modeller end hvis virksomheden skal lukke. Den eneste forskel på modellerne er opbygningen, datagrundlaget mv. Selve værdien er den samme.

Tre modeller er blevet gennemgået og sammenlignet. Af disse tre modeller, dividendemodellen, residualindkomstmodellen og det frie cashflow-modellen, blev dividendemodellen fravalgt, da der til denne model kræves stor intern indsigt i virksomheden, som man som ekstern analytiker ikke har mulighed for at kunne erhverve sig.

Residualindkomst-modellen og det fri cash flow-modellen fremgangsmåde er meget ens, begge metoder benytter sig af en budgetperiode og en terminalperiode. Derfor kan resultaterne af disse to modeller med fordel sammenlignes, og bruges som kontrolfunktion for hinanden.

Det blev vurderet, at den mest optimale model at benytte til værdiansættelsen af IC Companys var DCF-modellen. DCF-modellen tager hensyn til udsving i indtjeningen, og inputs er lettere tilgængelige for en ekstern analytiker, da der kan benyttes data fra regnskaberne.

6 Budgettering

Værdiansættelsen vil blive foretaget ud fra regnskabsanalysen af de historiske nøgletal, kombineret med de forventninger til fremtiden som den strategiske analyse har belyst. Budgetteringen er foretaget ud fra, hvad der vurderes at være den mest sandsynlige udvikling for IC Companys, på baggrund af de udarbejdede analyser.

Værdiansættelsesmodellerne baseres teoretisk set på tilbagediskontering af en uendelig pengestrøm, da dette ikke er muligt i praksis, budgetteres der indenfor en begrænset periode, hvor det er muligt at lave troværdige budgetter. Efter denne proces forudsættes, der at de enkelte poster i budgettet stiger/falder med en konstant værdi.

I praksis operationaliseres værdiansættelsesprocessen ved at inddele budgettet i to perioder:

- (EksPLICIT) budgetperiode
- Terminalperiode

6.1 Budgetperiode

Ud fra en teoretisk betragtning bør budgetperioden ikke overstige 5 år, medmindre særlige forhold gør at indtjeningsniveauet ikke anses som normaliseret indenfor de 5 år. Dog foreskriver teorien også, at budgetteringsperioden, skal strække sig så lang tid, at omsætningen og indtjeningsniveau er stabilt. Dette skyldes at udgangspunktet for den teoretiske uendelige værdi, er det sidste år i budgetperioden. Er dette et år i en vækst fase, hvor virksomheden fortsat er i en markant udvikling, kan det være ensbetydende med store afvigelser, i den beregnede værdi i forhold til den reelle markedsværdi.

Et særligt forhold som finanskrisen kan være medvirkende til, at det er nødvendigt at budgettere ud over de anbefalede 5 år. Hvis den nuværende indtjeningssevne ikke repræsenterer den normaliserede indtjeningssevne. Bliver der brugt en for høj/lav indtjeningssevne vil terminalværdien ikke være retvisende.

Derfor vil en budgetperiode på over 5 år i en finanskrisen umiddelbart være at foretrække, for at opnå det mest retvisende grundlag for terminalværdien.

Den økonomiske krise spiller stadig en rolle i mange af forbrugernes og forhandlernes hverdag, arbejdsløsheden har ikke været så høj i flere år, og dette er med til at svække købekraften. Derfor må der med den økonomiske krise i baghovedet, og en forventning om nedgang i væksten til næste regnskabsår, vurderes det, at en budgetperiode på mellem 5 og 10 år vil være passende. Der vil senere blive budgetteret

med omsætningsvækst mv. som så vil danne rammen for hvornår budgetperioden ophøre og terminalperioden begynder.

For IC Companys er der valgt en budgetperiode på 9 år, da den økonomiske krise stadig spiller ind. Godt nok var 2010/2011 et omsætningsmæssigt godt år for IC Companys med en vækst på 12%, men at gå fra en omsætningsvækst på 3% året før til 12% dette år er meget usandsynligt sker igen. Med forventningerne til regnskabsåret 2011/2012 hvor ledelsen forventer en omsætning på mellem 3,7 og 3,9 mia. kr. mod 3,925 mia. kr. året før, må det tolkes, at ledelsen ikke forventer en tilsvarende vækst flere år i træk.

6.2 Terminalperioden

Terminalværdien har en signifikant betydning for den samlede kapitalværdi. Terminalværdien vil som oftest udgøre mindst 50 % eller mere, da der her budgetteres i perioden efter budgetteringsfasen som oftest er 5 år. Terminalværdien får den store betydning, da den teoretisk set skal dække fra år 5 til al evighed. Det er derfor yderst vigtigt, at de forudsætninger, der benyttes i terminalværdien, er rimelige.

Den beregnede terminalværdi udgør nutidsværdi af de pengestrømme, som sker i terminalperioden, altså efter budgetperioden. Da terminalværdien teoretisk set er uendelig, vil terminalværdien udgøre en stor del af den samlede kapitalværdi. Vækstraten vil i den forbindelse have en central rolle ved beregning af terminalværdien. Vækstraten i terminalperioden skal forstås som den nominelle vækstrate – dvs. real BNP-vækst tillagt inflationsraten. Da terminalværdien ofte udgør en væsentlig andel af den samlede værdi, antages det sædvanligvis, at vækstraten ikke overstiger den langsigtede inflationsrate, da dette vil gøre selskabet større end hele samfundet. Vækstraten i terminalperioden bør ligge mellem 1-3 % afhængig af det pågældende selskab og industri.³⁶ For at sikre at effekten af pengestrømme for investeringer i driftsaktiver modregnes, skal disse som minimum svare til afskrivningerne i terminalperioden.

6.3 Budgettering med DCF-modellen

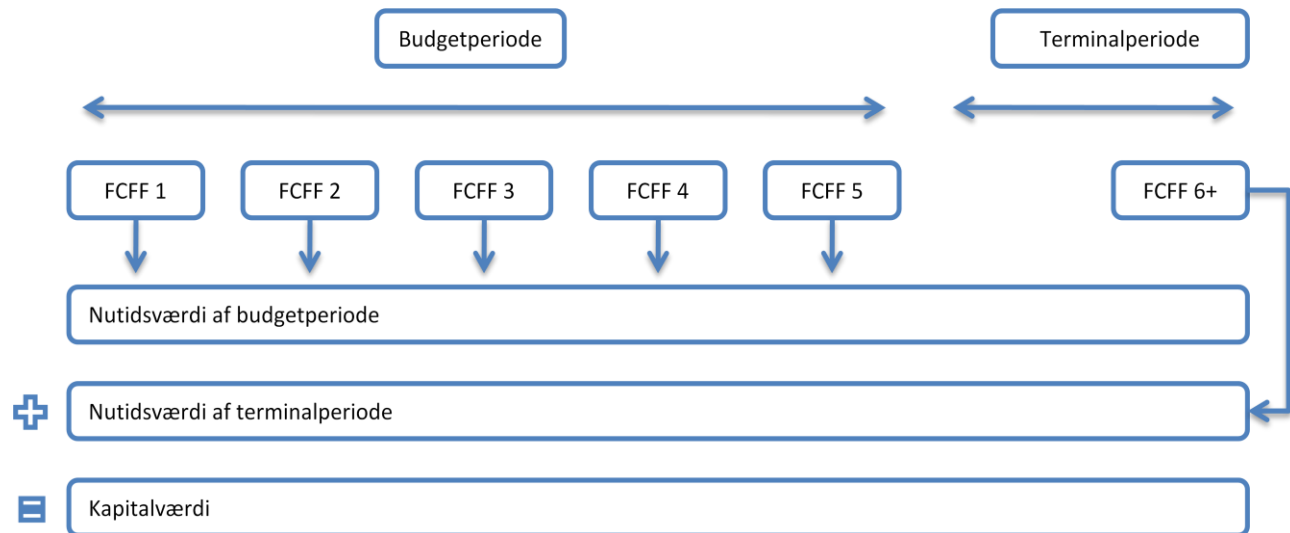
Jf. foregående afsnit, er DCF-modellen valgt til at værdiansætte IC Companys. Ved anvendelse af DCF-modellen, vil man kunne beregne et selskabs kapitalværdi som værende:

$$\text{Kapitalværdi} = \text{Nutidsværdi af fri cash flow i budgetperioden} + \text{Nutidsværdi af fri cash flow i terminalperioden}$$

³⁶ Tinus Bang Christensen mfl. "Gennemførsel af nedskrivningstest: Konsekvenser af finanskrisen" 2008

Ved brugen af DCF-modellen handler det om at tilbagediskontere det frie cash flow i budgetperioden og efter budgetperioden.

Nedenstående figur illustrerer fremgangsmåden i DCF-modellen:



Figur 17 – Fremgangsmåde ved brug af DCF-modellen

Kilde: Egen tilvirkning

En DCF-værdiansættelse kan således opdeles i en række mere detaljerede faser:

Fastlæggelse af det forventede frie cash flow i budgetperioden (FCFF)

Estimering af de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Beregning af nutidsværdi af det forventede frie cash flow i budgetperioden. Det forventede frie cash flow for de enkelte perioder tilbagediskonteres med den estimerede WACC

Beregning af den samlede nutidsværdi af det frie cash flow i budgetperioden og i terminalperioden. Dette udgør virksomhedens værdi eksklusive ikke-driftsmæssige aktiver, idet cash flow er et resultat af virksomhedens driftsmæssige aktivitet

Nedenstående afsnit vil behandle faserne 1-2, der indgår ved beregningen af kapitalværdien, mens faserne 3-5 vil blive beregnet og gennemgået i næste kapitel.

6.4 Fastlæggelse af det forventede frie cash flow i budgetperioden (FCFF)

6.4.1 Omsætningsvækst

Omsætningsvæksten fra 2009/2010 til 2010/2011 var på 12% sammenlignet med året før, hvor væksten var 3%, vurderes de 12% som værende en ekstraordinær høj vækst, da der i årene før var tale om negativ vækst.

Der er på baggrund af første kvartalsrapport for regnskabsåret 2011/2012 grund til at nedjustere forventningen om omsætningsvækst det næste år. Ifølge kvartalsrapporten har første kvartal ikke levet helt op til de forventninger ledelsen havde, og de har, måtte se sig nødsaget til at sætte forventningerne til omsætningen 2011/2012 ned. Derfor må det vurderes at der i regnskabsåret 2011/2012 vil ske et fald i omsætningen, hvorefter det vil stige. Dog vil der være tale om negativ omsætningsvækst de første par år i budgetperioden, da omsætningen skal have lidt tid til at normalisere sig efter de svingende år. Det estimeres derfor en vækst på 5% i 2016/2017, hvorefter væksten stille og roligt vil stabilisere sig til 2% i 2018/2019.

Omsætningsvæksten i terminalperioden vurderes til at være 2%, da terminalperioden skal være et billede af væksten i al fremtid, og der er forventning om at IC Companys ikke er i stand til at øge omsætningen mere end inflationsraten, denne har gennem de seneste 20år gennemsnitligt været 2,12%³⁷.

Derfor er der lagt følgende budget for omsætningsvæksten:

	Budget år 1	Budget år 2	Budget år 3	Budget år 4	Budget år 5	Budget år 6	Budget år 7	Budget år 8	Budget år 9	Terminalperiode
	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	2020/2021
Omsætningsvækst i %	-4,0%	-3,0%	-2,0%	3,0%	3,5%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Figur 18 – Budgetteret omsætningsvækst

Kilde: Egen tilvirkning

6.4.2 Dividende til aktionærer

IC Companys har i årsregnskabet for 2010/2011 foreslået en udbyttebetaling svarende til 30% af nettoresultatet, dette er for at vise ledelsens tiltro til at der er bedre tider i sigte, det forventes at dette vedtages på generalforsamlingen. Da årets resultat har været stabilt gennem de sidste 4 år, med undtagelse af 2008/2009, er der valgt en fast dividendeudbetaling på 20% for alle fremtidige år i forbindelse med budgetteringen der skal ligge til grund for værdiansættelsen

³⁷ <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/prisindeks/forbrugerprisindeks-og-aarlig-inflation.aspx>

6.4.3 Aktivernes omsætningshastighed

På baggrund af de tidligere analyser vil den budgetterede omsætningshastighed blive fastsat til, hvad den var i det seneste regnskabsår, da hastigheden i primo-perioden er et minimum for, hvad hastigheden skal være de kommende år. Aktivernes omsætningshastighed er i primoperioden på 3,7257 og dette er niveauet i alle fremtidige perioder.

6.4.4 Investeringer

I budgetperioden forventes det, at der bliver foretaget investeringer på samme niveau som i basisåret.

Af- og nedskrivningerne har i de analyserede regnskaber ligget på 3-4% af nettoomsætningen, dette vurderes til at være et nogenlunde niveau. Der vil i budgetperioden som et minimum blive investeret svarende til afskrivningerne, dette er for at selve forretningen IC Companys kan holde sine anlægsaktiver ajour i takt med værdiforringelser af det eksisterende.

6.4.5 Diverse omkostninger

Personaleomkostninger forventes at følge omsætningsvæksten. Der vil løbende blive rekrutteret flere medarbejdere i takt med den stigende omsætning. Historisk set har personaleomkostningerne ligget på 24-26% af omsætningen. Derfor er der budgetteret med at 25% af omsætningen går til personaleomkostninger i alle budgetperioder.

Andre eksterne omkostninger ligger i analyseperioden på mellem 22% og 25% af omsætningen de foregående år.

Historisk set har driftsomkostningerne inklusiv personaleomkostninger ligget på mellem 51 og 55% af omsætningen, derfor budgetteres driftsomkostningerne til at følge omsætningsudviklingen.

At omkostninger kan følge omsætningen er i de fleste tilfælde ikke sandsynligt, men da IC Companys i løbet af det seneste årsregnskab har formået at minimere omkostningerne, vurderes det at det er muligt for IC Companys at omkostningsposterne kan stige/falde med samme procentsats som omsætningen. Dette er også grundet at IC Companys har nemt ved at skifte leverandør, produktionsselskab mv., da der er så mange af dem.

6.5 Estimering af de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Som tidligere nævnt skal der i værdiansættelsesmodellerne bruges en diskonteringsfaktor, også betegnet som 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 aktionærerne stiller til deres investering. 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.

6.5.1 Estimering af Kapitalstrukturen

Til brug i WACC-beregningen skal der bruges en vægtning af egenkapitalandelen og gældsandelen. Da markedsværdien er en ubekendt faktor, kan denne vægtning estimeres ud fra hvad egenkapitalandelen og gældsandelen var pr. 30. juni 2011. Pr 30. juni 2011 var forholdet mellem egenkapitalandelen og gældsandelen for IC Companys A/S på 71% egenkapital og 29% gæld. Da koncernen ikke er særlig belastet af gæld, vurderes det, at dette forhold 71%/29% kan bruges som estimat til den videre beregning af WACC. Havde koncernen været meget gældspåvirket, havde det været nødvendigt at overveje brug af en normaliseret kapitalstruktur på 60%/40%, i stedet for den aktuelle kapitalstruktur.

6.5.2 Estimering af systematisk risiko (Beta)

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

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 1,4³⁸. 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 jf. nedenstående tabel.

³⁸ FSR "Fagligt notat" 2002 s. 17

Driftsmæssig risiko	Finansiell risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Tabel 7 – Risiko ift. Beta

Kilde: FSR "Fagligt notat" 2002 s. 17

Det vurderes at risikoen ved investering i IC Companys aktien ikke vil indebære væsentlige ændringer, derfor estimeres Beta til at være lig den historiske beta-værdi 1,15.

6.5.3 Estimering af markedets risikopræmie og likviditetstillæg

Markedsrisikopræmien er forskellen mellem markedsafkastet og den risikofrie rente.

Da det er vanskeligt at bestemme et korrekt estimat på risikopræmiens størrelse, da det anbefales at man bruger mellem 4-6%³⁹ estimeres markedsrisikopræmien til 6% i dette tilfælde.

Derudover skal der også tages hensyn til likviditetstillæg. Selvom IC Companys er børsnoteret bør man vurdere aktien som let omsættelig, men da omsætningen af aktien er lav, og fordi der er høje ejerandele af få investorer i stedet for mange små, vurderes det at et likviditetstillæg på 1% er passende til værdiansættelsen af IC Companys.⁴⁰

6.5.4 Estimering af Ejerafkastkravet

Til estimering af ejerafkastkravet benyttes CAPM-modellen, der analyserer sammenhængen mellem afkastet på virksomhedens aktier og afkastet på hele aktiemarkedet, med den antagelse at investorerne

³⁹ Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2009 s. 52

⁴⁰ FSR "Fagligt notat" 2002 s. 18

kræver et merafkast, som kompensation for risikoen der er taget.⁴¹ Ifølge CAPM kan sammenhængen mellem ejerafkastkravet og markedsrisikoen stilles op som nedenfor⁴²:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] + r_1$$

r_e = Ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = Beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

r_1 = Likviditetstillæg

Et sidste estimat der skal benyttes for at kunne fastlægge ejernes afkastkrav, er estimatet på den risikofrie rente. Det anbefales at man bruger den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation, for den dato der skal værdiansættes. Denne gennemsnitlige effektive rente på en 10-årig statsobligation var i 2011 på 2,8%⁴³

Med det sidste estimat fastlagt kan ejerafkastkravet nu beregnes til at være 10,7. Dette er det merafkast en investor forventer som kompensation for risikoen der bliver løbet ved at investere i IC Companys aktien.

6.5.5 Estimering af fremmedkapitalomkostninger

For at kunne beregne WACC'en mangler der nu kun et enkelt estimat, fremmedkapitalomkostninger. Fremmedkapitalomkostningerne estimeres til at være lig med udlånsrenten på en driftskonto med kredit. På driftskonti med kredit har pengeinstitutterne ikke én rentesats der gælder for alle. Pengeinstitutterne har forskellige vurderingskriterier, hvorefter de så tilbyder en rentesats. Ligesom for privatpersoner kan der være ændrede rentesatser, alt efter hvor mange forretninger der er samlet indenfor samme pengeinstitut, anciennitet i instituttet mv. Umiddelbart forventes det at en udlånsrenten er mellem 6-10%. Det vurderes til at IC Companys i deres pengeinstitut har forhandlet sig frem til en rentesats på omkring de 7%, derfor bruges denne værdi

⁴¹ Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2009 s. 50-51

⁴² FSR "Fagligt notat" 2002 s. 18

⁴³ www.dst.dk – tabel MPK100

6.5.6 De gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) for IC Companys A/S

Med de estimater der er fundet i de forrige afsnit kan WACC'en⁴⁴ nu beregnes.

$$k_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * k_e + \frac{V_0^{NGR}}{V_0^{NDA}} * k_g$$

k_{wacc} = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = Markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NGR} = markedsværdi af nettorentebærende gæld

V_0^{NDA} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{NGR} + V_0^E$)

k_e = ejernes afkastkrav

k_g = fremmedkapitalomkostninger

WACC til brug for værdiansættelse af IC Companys kan på baggrund af de tidligere fundne estimater beregnes til jf. afsnit 6.5.1 til 6.5.5:

$WACC = 71\% * 10,7 + 29\% * 7 * (1 - 25\%) = 9,1195$ dette afrundes til 9,12% i selve værdiansættelsen.

En WACC på 9% kan opfattes som lav, men IC Companys er en børsnoteret virksomhed, er der tale om et let omsætteligt værdipapir, hvilket reducerer risikoen for aktionæren og dermed afkastkravet. Var der i stedet tale om et ikke-noteret værdipapir, der ikke kunne handles på et reguleret marked, vil risikoen på investeringen være stigende og afkastkravet tilsvarende.

6.6 Værdiansættelse af IC Companys A/S

Da en værdiansættelse aldrig bør stå alene ud fra en enkelt teoretisk model, vil der både teoretisk og praktisk blive brugt DCF-modellen, men samtidig er der også foretaget udregning i forhold til RI-modellen, for at se om antagelser, beregninger mv. er retvisende.

⁴⁴ Jens O. Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse" 2004 s. 205

6.6.1 Værdiansættelsen i praksis

En af de mest benyttede modeller i praksis for værdiansættelse af virksomheder er DCF-modellen. DCF-modellen tilbagediskonterer de fremtidige frie cash flow. Modellen er bygget op i to perioder, budgetperioden og terminalperioden. Terminalperioden måler værdiskabelsen i perioderne efter budgetteringen. Terminalperioden udvælges ud fra hvornår en virksomheds udvikling forventes at være konstant.

Det frie cash flow er defineret som nettopengestrøm fra driften fratrasket investeringerne.

IC Companys A/S vil blive værdiansat pr. 30. juni 2011, der er statusdagen for regnskabsåret 2010/2011. I værdiansættelsen er der taget udgangspunkt i regnskabsåret 2010/2011 som det aktuelle år og årene 2011/2012 frem til 2019/2020 betegnes som budgetperioden. Terminalperioden er dermed fra 2020/2021 og årene derefter.

Ved brug af DCF-modellens principper og udregningsmetoder samt de tidligere estimerede budgetvariabler er værdien af IC Companys A/S pr. 30. juni 2011 beregnet til:

I mio. DKK	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	Terminal
Frit Cash Flow	351	330	313	273	278	277	306	323	329	336
KV af Cash flow	321	277	241	193	180	164	166	161	150	
Samlet KV af FCF i budgetperioden	1.852									
Terminalværdi	4.715									
KV af terminalværdi	2.150									
Værdi af NDA	4.001									
Bogført værdi af NGR	311									
Værdi af EK	3.690									
Antal Aktier	16.942.807									
Værdi pr aktie 30. juni 2011	217,81									

Af ovenstående tabel kan man se at den estimerede værdier af egenkapitalen 30. juni 2011 blev beregnet til 3.690 mio. DKK. Denne værdi fordelt på de 16.942.807 aktier giver en værdi pr. aktie på 217,81.

Detaljeret oversigt kan ses i bilag 9.

For at kontrollere om beregningen af værdien er foretaget rigtigt, er beregningen også foretaget ud fra RI-modellen. Med samme budget og estimater beregnes værdien pr. 30. juni 2011 ud fra RI-modellen til at være:

I mio. DKK	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	Terminal
Residualindkomst (9,12%)	212	207	204	214	222	235	240	244	249	254
KV af Residualindkomst (1,0912)t	195	174	157	151	144	139	130	121	113	
Samlet værdi af RID 2020	1.324									
Terminalværdi	3562									
KV af terminalværdi	1624									
Værdi af NDA	4.001									
Bogført værdi af NGR	311									
Værdi af egenkapital	3.690									
Antal Aktier	16.942.807									
Værdi pr aktie 30. juni 2011	217,81									

Som det kan ses er værdien af IC Companys beregnet til at være 217,81 kr. pr. aktie uanset om der benyttes DCF-modellen eller RI-modellen.

Markedskursen pr. 30. juni 2011 var på 221.

At kursen der er fundet frem til i værdiansættelsen ikke er lig den aktuelle værdi, kan forklares ved at beregningen er lavet ud fra teori, og er derfor meget statisk. Værdien på aktiemarkedet indeholder udover de regnskabsmæssige facts også bløde værdier. Når den enkelte aktionær begynder at gøre sig overvejelser om hvorvidt der skal købes aktier i en virksomhed, er det i de flestes tilfælde ikke en værdiansættelse der ligger til grund for valget. I stedet kan det være bløde værdier såsom loyalitet, interesse for markedet, tiltro til markedet eller mulighederne for større kendskab der kan være afgørende.

Udover de regnskabsmæssige værdier og de bløde værdier er etik, moral og social ansvarlighed også en meget stor faktor, når der skal vurderes investering i en virksomhed. At en virksomhed gør opmærksom på miljøtiltag, etiske og moralske holdninger mv. kan også være medvirkende til at en privat investor synes at en virksomhed er interessant. Alene dette er med til at bevise at en virksomheds værdi er meget mere, end bare et tal. Derfor er det vigtigt at huske på, at den beregnede værdiansættelse bygger på estimater og ikke fakta, og kan derfor være meget følsom overfor ændringer i enkelte eller flere parametre.

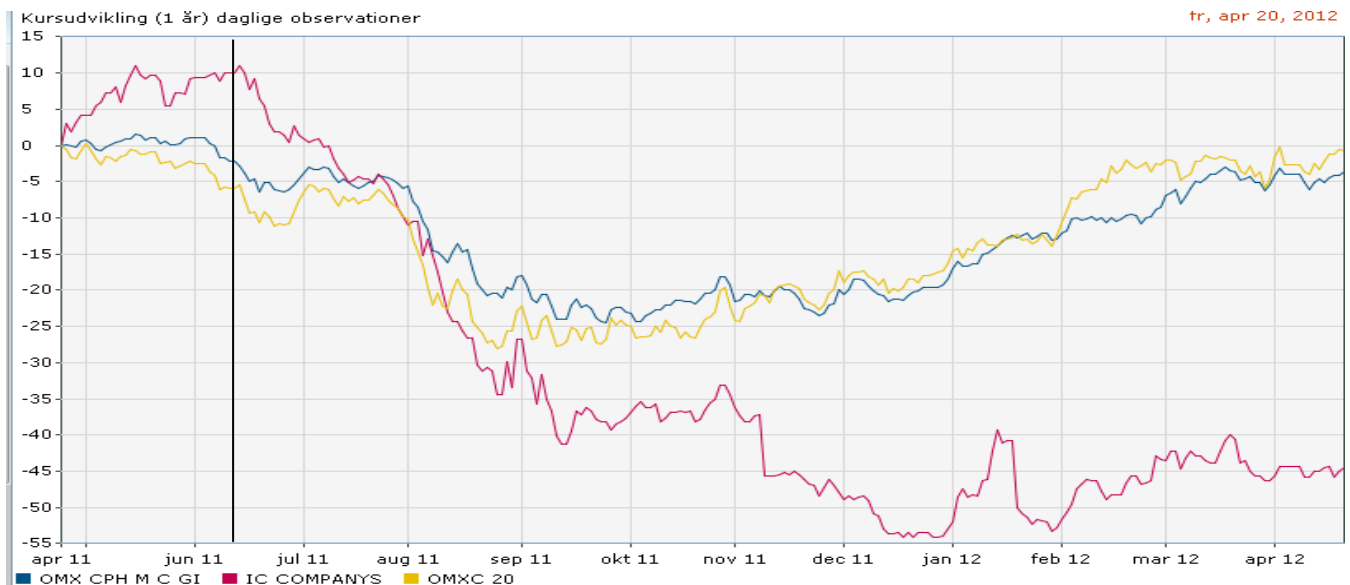
Alle faktorer, der kan påvirke værdiansættelsen, skal i videst muligt omfang indarbejdes i budgetterne, men flere af disse kan være vanskelige at kvantificere, hvorfor budgetterne altid vil være behæftet med en vis usikkerhed.

Hvis dette estimat sammenlignes med aktiekursen, i tiden op til, og efter udgivelsen af årsrapporten for 2010/2011, må det siges at den kurs, aktien har på børsen er meget lig hvad IC Companys er værd jf. den beregnede værdi. Da den beregnede værdi og markedskursen er så tæt på hinanden, er det ikke til at sige om kursen er over- eller undervurderet. Ét lille estimat der ændrer sig den ene eller anden vej, kan betyde at værdien ændres markant. Dette vil der blive kigget nærmere på i følsomhedsanalysen. Kigger man på markedskursen 30. juni 2011 og sammenligner den med de tidligere kurser er det en slags mellemkurs. Kursen har tidligere været oppe på kurs 400 i starten af 2007, men samtidig også været helt nede i kurs 39 ca. 2 år senere, 29. december 2008. Derfor vurderes kurs 221 eller 217,81 som værende den kurs investorerne ser som koncernens værdi.

I tiden op til regnskabs slutning omkring de 240 og 210, derfor må det vurderes at aktien lå forholdsvis stabil i denne periode. Dog er kursen på aktien i starten af det nye regnskabsår faldet betydeligt, og var i udgangen af første kvartal kurs 136. Som det kan ses af figur 21 var det hele markedet der faldt på dette tidspunkt. Derfor er det ikke faktorer, der kun påvirker IC Companys der ændrer sig, og investorerne behøver ikke være ligeså bekymrede, som hvis markedet steg og IC Companys faldt så drastisk.



Figur 19 – Aktiekursen de seneste 5 år
Kilde: Nordea Online Investering



Figur 20 – Kursudviklingen i % over det seneste år, sammenlignet med OMX C20-indekset og OMXC MID CAP-indekset
Kilde: Nordea Online Investering

Af ovenstående figur kan man se IC Companys aktien sammenlignet med OMX C20 indekset samt MID CAP-indekset, som IC Companys er en del af. Figuren viser den procentvise stigning/fald på hver af de 3. Som det kan ses følger IC Companys nogenlunde indeksene lige indtil efteråret 2011, hvor aktien falder væsentlig mere end indekset. Dette kan skyldes at der i november 2011 kom 1. kvartalsrapport for næste regnskabsår, hvor ledelsen var nødt til at nedjustere forventningerne til 2011/2012-regnskabet. Derudover så består MID CAP-indekset af mange forskellige brancher, og der kan derfor være mange faktorer der spiller ind i at indekset ligger højere end IC Companys aktien alene.

6.7 Delkonklusion

Dette kapitel har haft til formål at delvist besvare delspørgsmål 5 fra problemformuleringen, som var:

5. Hvordan budgetteres og beregnes værdien af en aktie, og hvordan kan ændrede forudsætninger påvirke værdien?

På baggrund af værdimodel-valget i kapitel 5, er der i de foregående afsnit blevet vurderet og estimeret, alt sammen, for tilsammen med budgetteringen at kunne udregne en værdi af IC Companys aktien pr. 30. juni 2011. Værdien blev beregnet til 217,81 kr. med de fastsatte budgetteringen og estimeringer. Markedskursen var på 221 kr. d. 30. juni 2011, og de to værdier ligger så tæt, at det derfor ikke er muligt at kunne sige, at markedet under- eller overvurderer koncernen. Hvis aktien er undervurderet af markedet, kan dette skyldes, at selvom de regnskabsmæssige resultater er gode, så kan der være negativ omtale mv.

der påvirker investorernes indtryk af koncernen. Omvendt hvis markedet overvurderer aktien, kan dette skyldes at de bløde værdier har større indflydelse på investor end de regnskabsmæssige fakta. Derfor kan en værdiansættelse alene ikke være med til at fastslå, om hvorvidt en aktie bør købes eller ej, da der kan være bløde værdier der spiller ind. Derfor anbefales det, at der udarbejdes en følsomhedsanalyse hvor værdiens følsomhed overfor ændringer i en eller flere faktorer.

7 Følsomhedsanalyse

7.1 Nødvendigheden af følsomhedsanalysen

Da der er i forbindelse med værdiansættelsen foretaget nogle valg, og udregningen bygger på estimater og derfor er usikre, vil det være hensigtsmæssigt at foretage en følsomhedsanalyse, for at se hvor følsomt værdien af aktien er overfor eventuelle ændringer.

Nogle af de variabler der indgår i værdiansættelsen, kan ved ændringer have betydelige konsekvenser for den beregnede værdi. For følgende elementer af beregningen er det fundet relevant at foretage følsomhedsanalyse af; beta-værdien, væksten i omsætningen i alle budgetperiode og terminalperioden, væksten i terminalperioden alene, kapitalstrukturen. I de kommende afsnit vil hver af de faktorer blive analyseret hver for sig. Der er i hvert afsnit kun taget højde for ændring i én variabel. Analysen vil blive afsluttet med en best/worst-case scenarie hvor ændring af flere variable vil blive analyseret.

7.1.1 Ændring af beta-værdi

Da beta-værdien er baseret på estimat af IC Companys' risiko er denne værdi i sagens natur behæftet med en betydelig grad af usikkerhed. Derfor vil det være hensigtsmæssigt at se på hvad ændring af beta har af betydning for IC Companys endelige værdi. En ændring af beta, som blev estimeret til 1,15 i værdiansættelsen, påvirker størrelsen af ejerafkastkravet, og dermed også WACC'en. Af nedenstående tabel kan ses hvordan ejerafkastkrav og WACC ændres i forbindelse med ændring af beta.

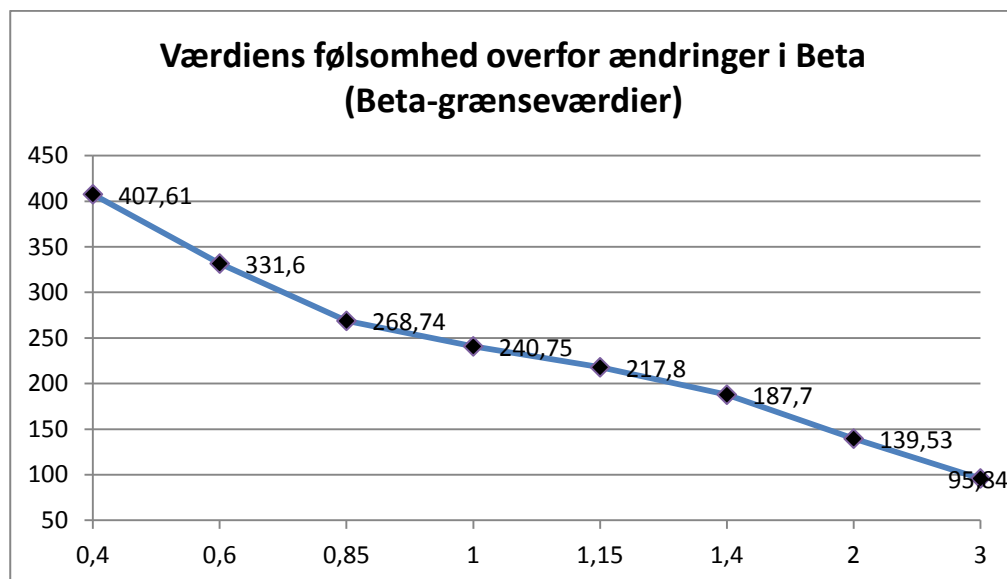
Ændring af Beta (grænseværdier)			
Beta	Ejerafkastkrav	WACC	Værdi pr. aktie
0,4	6,2	5,92	407,61
0,6	7,4	6,78	331,6
0,85	8,9	7,84	268,74
1	9,8	8,48	240,75
1,15	10,7	9,12	217,8
1,4	12,2	10,18	187,7
2	15,8	12,74	139,53
3	21,8	17,00	95,84

Ændring i Beta (lineær)			
Beta	Ejerafkastkrav	WACC	Værdi pr. aktie
1	9,8	8,48	240,75
1,05	10,1	8,69	232,73
1,1	10,4	8,91	224,86
1,15	10,7	9,12	217,8
1,2	11	9,33	211,14
1,25	11,3	9,55	204,57
1,3	11,6	9,76	198,64

Tabel 8 – Egen tilvirkning

I ovenstående tabeller ses ændringen i værdien pr. aktie set i forhold til hvad beta-værdien er. Der er lavet to følsomhedsanalyser med baggrund i beta. Den første viser hvad værdien er hvis beta er en af grænseværdierne som er beskrevet i tabellen brugt til estimering af beta, dvs. hvis den samlede risiko ligger i den lave/høje ende af hver risikotype, jf. tabel 7. Den anden tabel viser følsomheden af beta hvis den i værdiansættelsen benyttede værdi ændres marginalt.

Af nedenstående graf kan man se de endelige kursværdier for IC Companys aktien i forhold til grænseværdierne for Beta.

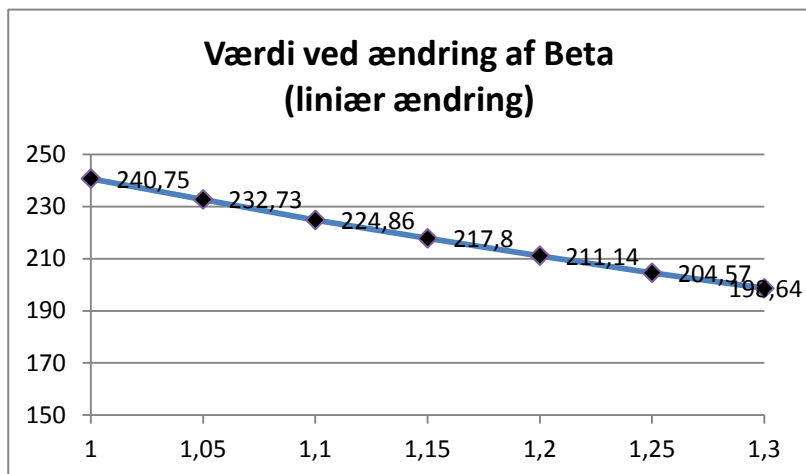


Figur 21

Kilde: Egen tilvirkning

I værdiansættelsen blev beta på 1,15 fastlagt, derfor er det også relevant at se følsomheden overfor små ændringer i beta. Af nedenstående graf kan man se hvor følsom værdien af aktien er overfor små ændringer i beta. Det kan herudfra ses at værdien ikke er særlig følsom overfor ændring i beta. Ændres

beta fra 1,15 til 1,20 falder værdien 217,81 til 211,14 hvilket svarer til et fald i værdi på 3,15%.

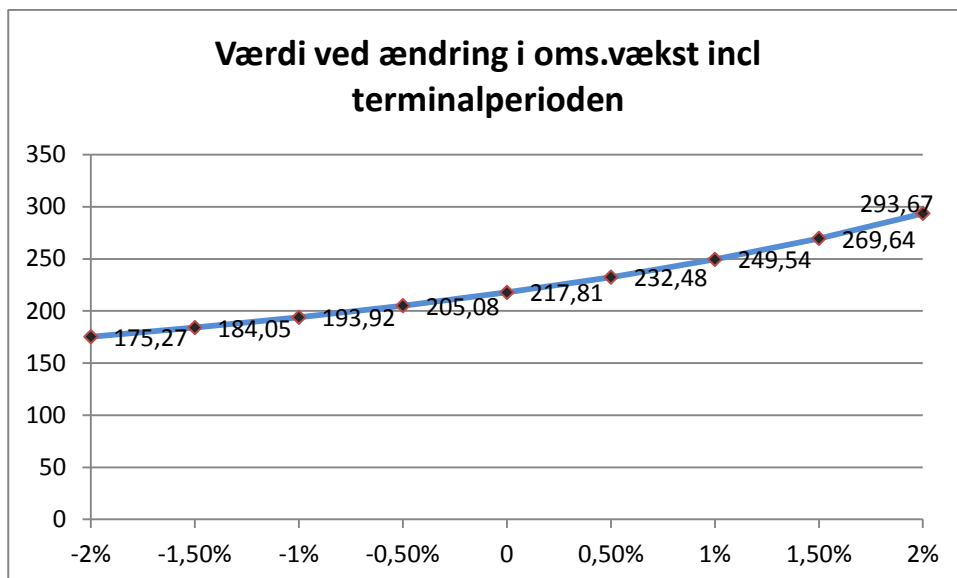


Figur 22
Kilde: Egen tilvirkning

7.1.2 Ændring i omsætningsvækst

Der er i værdiansættelsen estimeret svingende omsætningsvækst, da denne værdi er et estimat der på ingen måder er mulig at forudsige 100% vil det være meget relevant at se hvad en ændring i omsætningsvækst vil betyde for værdien af IC Companys aktien. Omsætningsvæksten kan dog ikke analyseres alene, da en øget omsætningsvækst også påvirker overskudsgraden, da denne beregnes som driftsoverskud delt med nettoomsætningen.

I nedenstående graf ses værdien i forhold til ændringen i omsætningsvæksten for alle budgetperioder og terminalperioden.



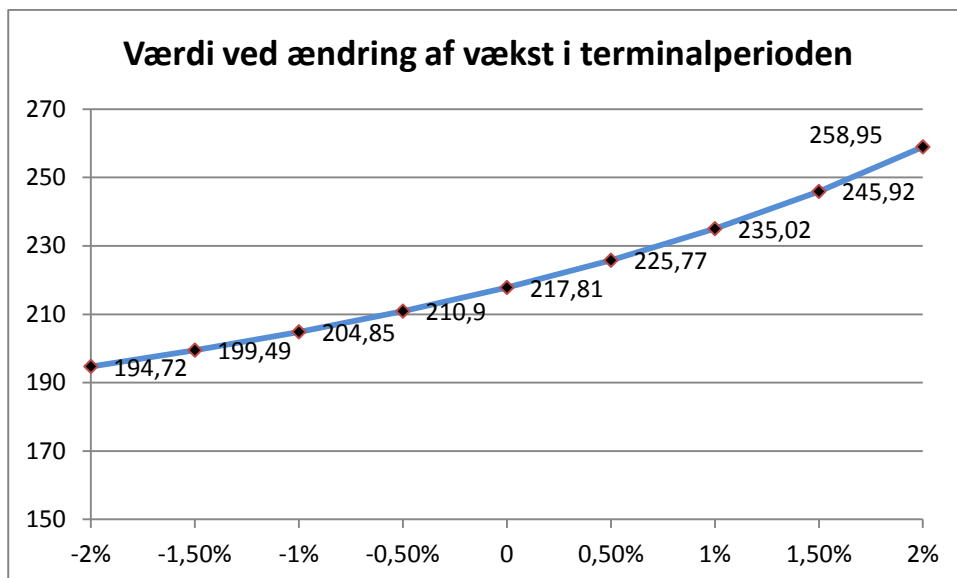
Figur 23

Kilde: Egen tilvirkning

En stigning på bare 0,5% giver en værdi pr aktie på 232,48 hvilket er en stigning i værdien på 6,74%. Hvorimod et fald i væksten på -0,5% giver et fald i værdi på 5,75%. Disse sammenligninger viser at værdien på aktien er meget følsom overfor ændringer i omsætningsvæksten. Det kan af grafen ses at jo større stigningen på WACC er jo kraftigere bliver hældningen på kurven.

Hvis man kigger på hvad der sker med værdien hvis det kun er omsætningsvæksten i terminalperioden der ændrer sig, så vil værdien stadig ændre sig, men med lavere hastighed.

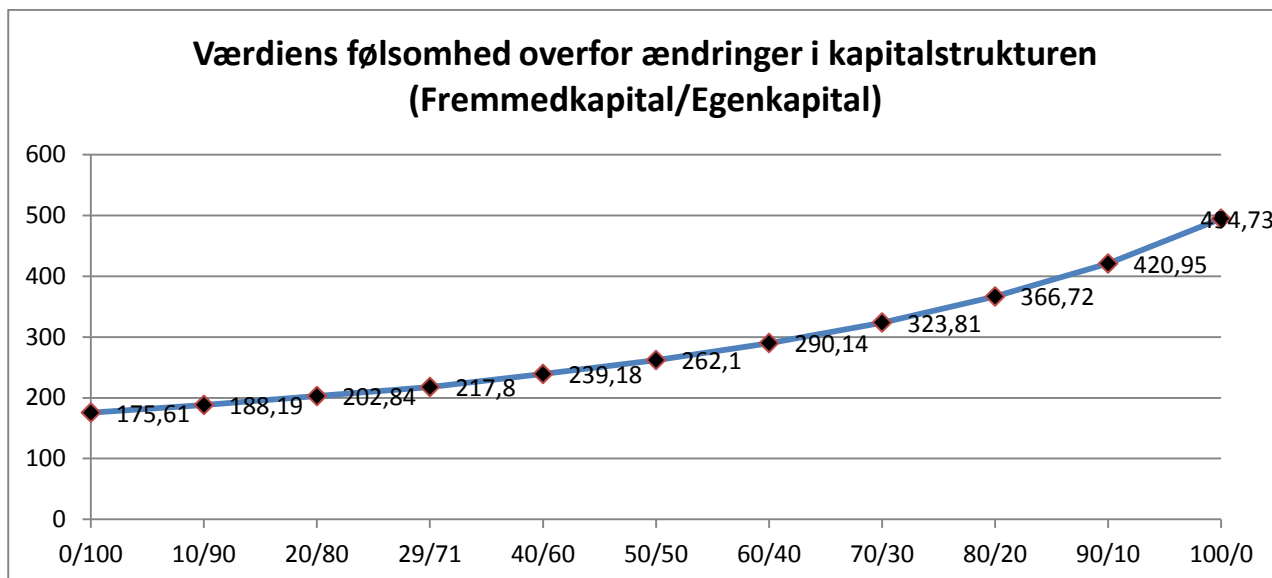
En stigning i terminalperioden på 0,5%, hvilket så også gælder for al fremtid, vil resultere i en stigning i værdien på 3,53%. Hvorimod et fald på -0,5% vil resultere i et fald i værdien på 3,17%.



Figur 24
Kilde: Egen tilvirkning

7.1.3 Ændring i kapitalstrukturen

Estimeringen af kapitalstrukturen til anvendelse af WACC beregningen er behæftet med stor usikkerhed, da den egentlig kapital struktur bør være den fremtidige struktur og ikke den nuværende struktur med en gældsandel på 29% og en egenkapitalandel på 71%. Egenkapitalens markedsværdi bliver bestemt på baggrund af aktieprisen, og da den svinger fra dag til dag, er det usandsynligt at kapitalstrukturen forbliver uændret i budgetperioden. Derfor er det vigtigt at vurdere hvor stor effekt en ændring af kapitalstrukturen vil have på aktiens værdi.



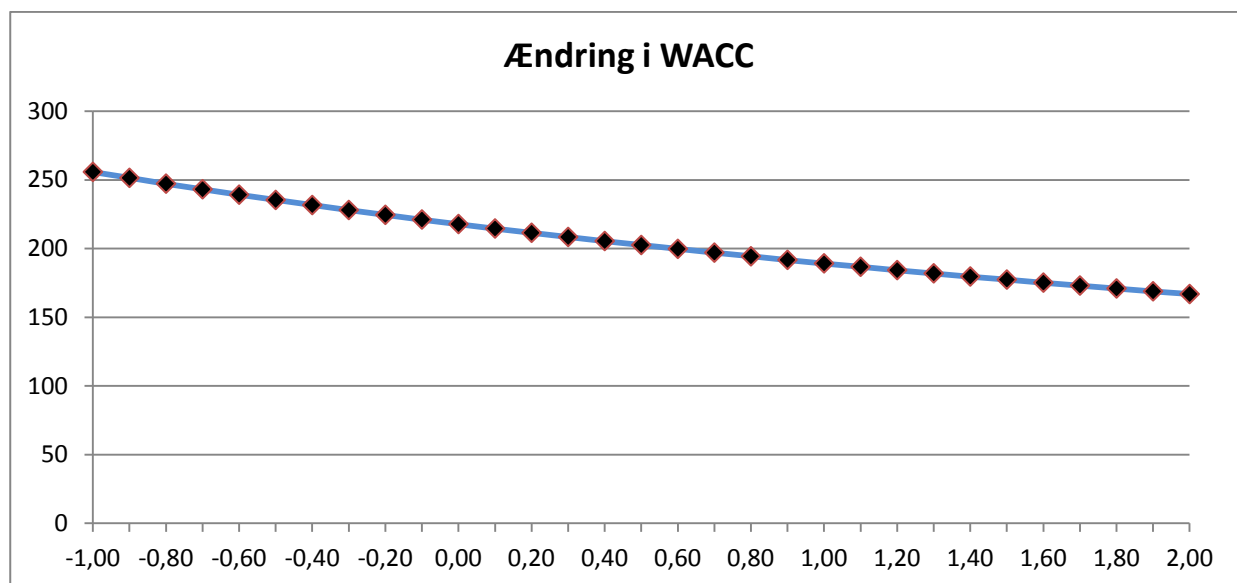
Figur 25

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående graf viser at jo større gældsandel jo højere bliver værdien af aktien, og det kan derudfra vurderes at værdien er meget følsom overfor ændringer i kapitalstrukturen. En ændring fra de i værdiansættelsen benyttede værdier til 20% gæld mod 80% egenkapital gør at værdien på IC Companys falder fra kurs 217,81 til kurs 202,84, hvilket er et fald på 7,38%. Man kan af grafen se at hældningen på kurven bliver stejlere og stejlere jo højere andelen af gæld bliver. Heraf kan der udledes at værdiansættelsens følsomhed overfor ændringer i kapitalstrukturen ligeledes er høj.

7.1.4 Ændring af WACC

Det er tidligere blevet belyst hvad en ændring i Beta-værdien gør ved WACC'en samt værdien af IC Companys. I den nedenstående graf ses hvordan værdien af IC Companys ændres i forbindelse med stigning/fald i WACC. WACC'en består af mange estimer, og er derfor særligt følsom overfor ændringer. Dog bliver den procentvise ændring i værdien lavere jo højere WACC'en bliver.



Figur 26
Kilde: Egen tilvirkning

7.2 Best/worst case scenarie

Af følsomhedsanalysen kunne det ses at den beregnede værdi var meget følsom overfor ændringer i én variabel af gangen. Derfor er der i nedenstående afsnit lavet analyse af hvad der sker når de mest følsomme variable ændrer sig samtidig.

I nedenstående tabel er der opsat 2 scenarier udover det faktiske scenarie der ligger til grund for værdiansættelsen. De 2 andre scenarier afspejler værdien af aktien i det bedst og værst tænkelige scenarie for IC Companys hvis der ændres på variableerne omsætningsvækst i budgetperioden, omsætningsvækst i terminalperioden samt ændringen i beta-værdien som påvirker WACC'en.

	Worst case	Nuværende	Best case
Omsætningsvækst de sidste 3 år af budgetperioden	0,5%	3% / 2% / 2%	6%
Vækst i Terminalperioden	0,5%	2%	6%
Beta-værdi	1,40	1,15	0,85 (Begge risici er neutrale)
WACC	10,18%	9,12%	7,84%
Værdi pr. aktie	171,02	217,81	643,68

Tabel 9 – Egen tilvirkning

Som det bedst tænkelige scenarie er der valgt en omsætningsvækst på 6%, alle virksomheder vil nok gerne have at deres omsætningsvækst er højere end dette, men der er her tale om et scenarie der rent faktisk også skal kunne give mening. En omsætningsvækst på 6% i al evighed er estimeret meget højt. Hvis væksten i al evighed skulle være højere end 6% ville IC Companys pludselig være meget større end verden i sig selv, i og med at inflationsraten som tidligere nævnt gennem de seneste 20år i gennemsnit har været 2,12%. Værdien i dette scenarie bliver også påvirket af at betaværdien bliver sat ned til 0,85, hvilket svarer til den laveste værdi når både den driftsmæssige- og den finansielle risiko er neutrale. Beta påvirker ejernes afkastkrav som påvirker WACC'en, og af følsomhedsanalysen kunne det ses at en ændring i beta/WACC giver en ændring i værdien i modsat retning, da en stigning i beta/WACC er lige med fald i værdi, da der stilles større krav til afkastet fra investorernes side. At der ikke er valgt et best-case scenarie med en beta svarende til to lave risici, er at virksomheden i sig selv er så stor, så hverken den driftsmæssige eller den finansielle risiko vil være lav på samme tidspunkt.

I det værst tænkelige scenarie kunne man have valgt at omsætningsvæksten skulle være på 0% i terminalperioden, men en omsætning uden vækst ville være en indikation af at virksomhedens værdi meget hurtigt ville falde, og da der stadig skal være kapital til investeringer, salg og opkøb af brands er væksten sat til at være 0,5% i det værst tænkelige scenarie. Så er der stadig mulighed for at bestyrelsen og direktionen kan nå at tage initiativer der kan nå at redde virksomheden. Hvorimod hvis væksten var på 0, så ville der være begrænsede midler til at redde IC Companys.

Sammenligningen mellem det værste og det bedste scenarie indikerer at variable som omsætningsvækst, beta-værdi og WACC er meget vigtige for en virksomheds værdiansættelse. Er der besluttet ét forkert estimat bliver hele beregningen forkert, og værdiansættelsen kan ikke bruges til noget.

7.3 Delkonklusion

Dette kapitel har haft til formål, at delvist besvare delspørgsmål 5 fra problemformuleringen, som var:

5. Hvordan budgetteres og beregnes værdien af en aktie, og hvordan kan ændrede forudsætninger påvirke værdien?

En enkelt ændring af et parameter, gør at værdien kan stige/falde betydeligt. Derfor er det vigtigt at man sammen med en værdiansættelse også udarbejder en følsomhedsanalyse.

I gennem budgetteringen og estimeringen af variabler, er der store usikkerhedsmomenter for brug af DCF-modellen, derfor er det svært at konkludere, om den udregnede værdi giver et retvisende billede af IC Companys egentlige værdi. Derfor er der i ovenstående følsomhedsanalyse, blevet belyst hvor følsom værdien er overfor ændring af de enkelte variabler.

I analysen af følsomheden, blev hvert enkel variabel ændret uafhængigt af de andre variable. Værdien har den højeste følsomhed overfor ændring i kapitalstrukturen, her var ændringen fra 29/71 til 20/80 på 7,38%. Ændringer i omsætningsvæksten gjorde også store udsving i værdien på henholdsvis en stigning på 6,74% og et fald på 5,75% hvis omsætningsvæksten i hele budgetperioden og terminalperioden blev ændret med 0,5% hver retning.

At estimererne og budgettet er så følsomt overfor ændringer, kan samtidig også være medvirkende til at den beregnede kurs i forbindelse med en værdiansættelse, sammenlignet med en markedskurs, sjældent kan rammes nøjagtigt.

Følsomhedsanalysen blev foretaget med ændring af én variabel af gangen, derfor er der også udarbejdet en best/worst case analyse, hvor de væsentligste estimerer bliver sat i den bedste og værste tænkelige situation, for herefter at se, hvad det gør ved ændringen i værdien af aktien. Fra det værste tænkelige scenarie til det bedste, var værdien fra 171,02 i det værste scenarie, helt oppe på 643,68 i det bedst tænkelige scenarie. Dette viser at værdiens følsomhed bliver højere jo flere variable der ændres. Det er derfor, det er så vigtigt at man får alle aspekter med i en værdiansættelse, det er ikke bare en værdi baseret på tal, men også en værdi baseret på viden om virksomheden, viden om fremtidige planer mv.

En ændring af parametre i terminalperioden vil til enhver tid være mere følsom, end hvis der blev ændret parametre i budgetperioden. Terminalperioden skal afspejle alle fremtidige perioder, derfor er dette estimat mest følsomt.

8 Konklusion

Formålet med denne afhandling var på grundlag af en strategisk og regnskabsmæssig analyse at besvare følgende hovedproblemstilling:

Hvad bør en aktie i IC Companys A/S handles til pr. 30. juni 2011, og hvorledes forholder værdiansættelsen sig i forhold til børskursen?

På baggrund af analyserne blev egenkapitalværdien pr. 30. juni 2011 beregnet til 3.690 mio. kroner, svarende til en værdi pr. aktie på 217,81 kr.

Af den strategiske analyse kom det frem, at IC Companys betragtes som en stor og stærk spiller i modebranchen og på deres primære marked Skandinavien. Koncernens multibrandstrategi er med til at øge koncernens sikkerhed og status på markedet, i og med de kan henvende sig til mange forskellige målgrupper. Den fælles serviceplatform hjælper yderligere med at udnytte kompetencer og ressourcer fra andre brands i koncernen.

IC Companys har udover en masse styrker og muligheder også nogle svagheder. Blandt disse svagheder er, at der er den store diversificering i produkterne, hvilket giver begrænsede muligheder indenfor markedsføring af koncernen som helhed. Dette kan være med til at svække kundeloyaliteten, da kunder på denne måde, ikke bliver opmærksomme på hvilke brands der hører sammen rent koncernmæssigt.

IC Companys bliver også påvirket i både positiv og negativ retning af udefrakommende faktorer. Blandt de mest indflydelsesrige af dem kan nævnes, forbrugeradfærd og politiske tiltag. Ændringer i forbrugeradfærd kommer fra andre faktorer, såsom økonomisk krise, stigning i arbejdsløshed mv. Disse forhold er svære at hamle op med, men da IC Companys har de 11 brands, som breder sig over flere målgrupper, prisklasser og segmenter, er effekten ikke så stor, som for andre virksomheder, som kun har 1-2 målgrupper. Den fælles serviceplatform sikrer, at hvis der kommer nye politiske tiltag, restriktioner mv. at så bliver alle 11 brands gjort opmærksom på dette, og der bliver rettet ind samtidig. På denne måde sikres det, at der ikke er enkelte mærker der ikke får informationen.

Det gælder for IC Companys at udnytte de mange styrker og kompetencer de besidder, for stadig at kunne skabe konkurrencemæssige fordele i forhold til konkurrenterne. Derudover skal der holdes fokus på gode leverandøraftaler, der sikrer at kollektionerne bliver produceret og leveret til tiden, for at undgå tab. Yderligere bør IC Companys også lægge fokus på udvikling af e-handel og opkøb af nye brands for at sikre væksten.

I regnskabsanalysen er der blevet reformuleret årsregnskaber for de sidste 4 år, for at kunne adskille driftsaktiviteter fra finansierings- og investeringsaktiviteter. Rentabiliteten har været svingende igennem analyseperioden for alle nøgletal. Dette skyldes at IC Companys gennem den økonomiske krise ikke har kunnet formå at tilpasse omkostningerne til at følge omsætningen.

Koncernen havde i det seneste regnskabsår en rekord omsætningsvækst på 12%, det er blevet vurderet til at være mere end hvad man kan forvente i de kommende år, da væksten året før var på kun 3%. Derfor er det blevet vurderet at en lavere omsætningsvækst de kommende år kan forekomme.

I værdiansættelsen blev der på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen foretaget en budgettering af de kommende 9 års regnskaber, hvor der i det 10. år, terminalperiode, blev beregnet en værdi for de fremtidige perioder. I budgetteringen blev omsætningsvæksten stabil omkring år 8, og derved blev der vurderet at man kunne vælge år 10 som terminalperiode.

Et estimat der er essentielt i forbindelse med en værdiansættelse er WACC. WACC består af flere variable, hvoraf beta er en af de vigtigste. Beta er en indikator for risiko-niveauet i koncernen. Denne blev vurderet til 1,15.

Ved brug af DCF-modellen og med kontrol ved hjælp af RI-modellen blev værdien pr. aktie for IC Companys A/S pr. 30. juni 2011 udregnet til at 217,81. Da markedsværdien indeholder andet end bare regnskabsmæssige fakta, kan en værdiansættelse alene ikke give en købsanbefaling. Den beregnede værdi er meget statisk, og tager ikke højde for eventuelle bløde værdier, som den enkelte investor vil finde interessant. De værdier investor A synes er vigtige, er ikke nødvendigvis de værdier og egenskaber som investor B finder vigtigt.

Fordi en værdiansættelse består af mange antagelser og estimer, er der ud fra værdiansættelsens beregning foretaget følsomhedsanalyser af de forskellige variabler, én af gangen. Disse vurderes til at være meget følsomme overfor ændringer. Udover følsomhedsanalysen blev der yderligere udarbejdet en worst/best case udregning, for at se hvordan værdien vil stige/falde, når flere variabler ændrede sig. Også i denne test af resultatet blev det slået fast, at værdien pr. aktie er meget følsom overfor ændringer, især når der er flere parametre der ændres på en gang.

Da kurserne pr. 30. juni 2011 var næsten ens giver dette en indikation af, at der på dette tidspunkt er mest fokus på det regnskabsmæssige, frem for de bløde værdier.

9 Perspektivering

I denne afhandling er der gennem strategiske og regnskabsmæssige analyser blevet analyseret og beregnet værdien af en IC Companys A/S aktie.

Gennem analysen og budgetteringen er der blevet foretaget nogle valg for at afgrænse data, beregninger mv.

En anden indgangsvinkel til budgetteringen kunne eksempelvis have været at i stedet for at kigge på den samlede omsætningsvækst, at man i stedet analyserede og budgetterede hvert enkelt brands salgstal for på den måde at lave et omsætningsbudget for hvert brand, for på den måde at kunne værdiansætte med hvert brands udvikling taget i betragtning.

Derudover kunne det være interessant at udvide data så det omfattede regnskabsdata helt frem til afleveringen af afhandlingen, for at kunne kigge på om ledelsens forventninger til det kommende regnskabsår holder stik, med henblik på at justere budgetteringen herefter. Der er i afhandlingen kun benyttet data frem til første kvartalsrapport for 2011/2012 regnskabet, hvori ledelsen måtte nedjustere sine forventninger til det kommende regnskabsår.

10 Litteraturliste

Lærebøger

Jens O. Elling & Ole Sørensen *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"*, Forlaget Gjellerup 2004

Ole Sørensen *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang"*, Forlaget Gjellerup 2009

Ib Andersen *"Den skinbarlige virkelighed – vidensproduktion inden for samfundsvidenskab"*, Samfundslitteratur 2008

Årsregnskaber

Årsrapport IC Companys A/S 2007/2008, 2008/2009, 2009/2010, 2010/2011

Kvartalsrapport IC Companys A/S første kvartal 2011/2012

Publikationer

Tinus Bang Christensen, Jacob Erhardi, Hans-Jørgen Knudsen, Anders C. Madsen & Thomas Plenborg *"Gennemførelse af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen"* Revision og Regnskabsvæsen 2008, nr. 12 s. 1-7

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

Internetsider

www.iccompany.dk

www.fsr.dk

www.dst.dk

www.borsen.dk

www.euroinvestor.dk

<http://www.betabox.dk/vaerdikaede.html>

www.nordea.dk - Nordea Online Investering

11 Bilag

Bilag 1 - Officiel Resultatopgørelse 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Nettoomsætning	3.737,2	3.600,6	3.495,3	3.925,4
<i>Vareforbrug</i>	-1.478,4	-1.464,7	-1.370,9	-1.603,8
Bruttoresultat	2.258,8	2.135,9	2.124,4	2.321,6
Andre eksterne omkostninger	-871,0	-909,5	-785,2	-867,4
<i>Personaleomkostninger</i>	-931,2	-928,1	-927,0	-1.016,4
<i>Andre driftsindtægter og -driftsomkostninger</i>			-	8,5
Andre gevinster og tab	5,5	10,5	-	-
Af- og nedskrivninger	-112,8	-146,7	-129,6	-125,0
Særlige poster	-	-	-	-
Resultat af primær drift	349,3	162,1	282,6	321,3
Finansielle indtægter	13,2	31,5	18,3	7,4
Finansielle omkostninger	-45,1	-42,3	-23,5	-20,8
Resultat før skat	317,4	151,3	277,4	307,9
Skat af årets resultat	-93,4	-42,1	-41,6	-61,6
Årets resultat	224,0	109,2	235,8	246,3
Resultatet fordeler sig således:				
Aktionærer i IC Companys A/S	218,7	101,5	229,7	242,6
Minoritetesinteresser	5,3	7,7	6,1	3,7
Årets resultat	224,0	109,2	235,8	246,3
Resultat pr aktie				
Resultat pr. aktie DKK	12,6	6,1	13,9	14,8
Udvandet resultat pr aktie	12,6	6,1	13,9	14,7

Bilag 2a - Officiel Balance – Aktiver 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	pr. 30.06.2008	pr. 30.06.2009	pr. 30.06.2010	pr. 30.06.2011
AKTIVER				
LANGFRISTEDE AKTIVER				
Goodwill	198,2	178,8	194,3	199,4
Software og IT Systemer	30,5	21,5	21,4	28,6
Varemærkerettigheder	0,2	0,1	0,1	0,1
Lejerettigheder	22,5	19,8	19,6	20,5
IT Systemer under udvikling	1,0	-	13,6	13,8
Immaterielle aktiver	252,4	220,2	249,0	262,4
Grunde & bygninger	174,6	167,3	161,5	155,0
Indretning af lejede lokaler	108,0	124,5	132,5	118,0
Driftsmateriel og inventar	129,8	119,6	106,9	96,6
Materielle aktiver under opførelse	11,5	7,7	7,5	5,9
Materielle aktiver i alt	423,9	419,1	408,4	375,5
Finansielle aktiver	25,6	35,4	36,0	33,8
Udskudt skat	123,9	129,0	99,9	99,0
Andre langfristede aktiver i alt	149,5	164,4	135,9	132,8
Langfristede aktiver i alt	825,8	803,7	793,3	770,7
KORTFRISTEDE AKTIVER				
Varebeholdninger	532,4	439,6	428,7	556,5
Tilgodehavender fra salg af varer og tj.ydelser	296,7	257,6	262,1	358,0
Tilgodehavde selskabsskat	1,6	48,3	30,2	35,2
Andre tilgodehavender	35,0	61,2	112,9	45,4
Periodeafgrænsningsposter	108,8	92,1	104,7	106,8
Likvide beholdninger	132,0	82,2	71,9	53,8
Kortfristede aktiver i alt	1.106,5	981,0	1.010,5	1.155,7
AKTIVER I ALT	1.932,3	1.784,7	1.803,8	1.926,4

Bilag 2b - Officiel Balance – Passiver 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	pr. 30.06.2008	pr. 30.06.2009	pr. 30.06.2010	pr. 30.06.2011
PASSIVER				
EGENKAPITAL				
Selskabskapital	179,2	169,4	169,4	169,4
Reserve for sikringstransaktioner	-22,1	21,2	2,4	-47,7
Reserve for valutakursregulering	-23,9	-62,5	-30,4	-40,6
Overført resultat	331,8	367,5	591,9	657,5
Foreslået Udbytte				
Egenkapital tilhørende moderselskabets aktionærer	465,0	495,6	733,3	738,6
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser	8,5	13,5	13,9	4,1
Egenkapital i alt	473,5	509,1	747,2	742,7
FORPLIGTELSE				
Pensionsforpligtelser	5,7	4,6	6,9	5,8
Udskudt skat	44,9	39,3	47,5	56,3
Hensatte forpligtelser	-	10,9	2,2	-
Andre gældsforpligtelser	-	-	-	44,0
Kapitaliseret leasingforpligtelse	-	-	-	-
Gældsforpligtelser i kreditinstitutter	168,0	168,0	140,0	140,0
Langfristede forpligtelser i alt	218,6	222,8	196,6	246,1
Gældsforpligtelser til kreditinstitutter	603,0	447,3	175,3	224,7
Leverandører af varer- og tj.ydelser	313,8	291,7	354,8	348,9
Selskabsskat	45,4	63,7	12,3	10,2
Kapitaliseret leasingforpligtelse	-	-	-	-
Hensatte forpligtelser	-	-	-	-
Andre gældsforpligtelser	278,0	250,1	317,6	353,8
Kortfristede forpligtelser i alt	1.240,2	1.052,8	860,0	937,6
Forpligtelser i alt	1.458,8	1.275,6	1.056,6	1.183,7
PASSIVER I ALT	1.932,3	1.784,7	1.803,8	1.926,4

Bilag 3 - Officiel Egenkapitalopgørelse 2007/2008 - 2010/2011

2007/2008 I Mio. DKK	Aktiekapital	Reserve for sikringstransakt.	Reserve for valutakurs-regulering	Overført resultat	EK tilh. Moderselsk.	EK tilh. Minoritet	EK i alt
Egenkapital 1. juli 2007	183,9	-4,7	-10,7	391,0	559,5	7,1	566,6
Totalindkomst 2007/2008							
Årets resultat	-	-	-	218,7	218,7	5,3	224,0
Anden Totalindkomst:							
Valutakursreg. Af tilknyttede virk	-	-	-13,2	-	-13,2	-	-13,2
Valutakursreg. Af inter-company lån	-	-	-	-	0	-	-
Dagsværdireg. Gevinster på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	5,9	-	-	5,9	-	5,9
Dagsværdireg. tab på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	-38,2	-	-	-38,2	-	-38,2
Overførsler til resultatopg.af gevinster på finansielle instrumenter	-	3,2	-	-	-3,2	-	-3,2
Overførsler til resultatopg.af tab på finansielle instrumenter	-	9,6	-	-	9,6	-	9,6
Skat af anden totalindkomst	-	8,5	-	-	8,5	-	8,5
Anden totalindkomst i alt	-	-17,4	-13,2	-	-30,6	-	-30,6
TOTALINDKOMST I ALT	-	-17,4	-13,2	218,7	188,1	5,3	193,4
Aktietilbagekøb	-	-	-	237,8	-237,8	-	-237,8
Udbetalt udbytte	-	-	-	-70,0	-70	-3,9	-73,9
Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	-	6,2	6,2	-	6,2
Kapitalnedsættelse	-5,8	-	-	5,8	0	-	-
Udnyttelse af aktieoptioner/warrants	1,1	-	-	25,3	26,4	-	26,4
Skat af egenkapitalbevægelser	-	-	-	-7,4	-7,4	-	-7,4
Egenkapital pr 30. juni 2008	179,2	-22,1	-23,9	331,8	465,0	8,5	473,5

2008/2009 I Mio. DKK	Aktiekapital	Reserve for sikringstransakt.	Reserve for valutakurs-regulering	Overført resultat	EK tilh. Moderselsk.	EK tilh. Minoritet	EK i alt
Egenkapital 1. juli 2008	179,2	-22,1	-23,9	331,8	465,0	8,5	473,5
Totalindkomst 2008/2009							
Årets resultat	-	-	-	101,5	101,5	7,7	109,2
Anden Totalindkomst:							
Valutakursreg. Af tilknyttede virk	-	-	-58,4	-	-58,4	-	-58,4
Valutakursreg. Af inter-company lån	-	-	-	-	0	-	-
Dagsværdireg. Gevinster på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	25,8	-	-	25,8	-	25,8
Dagsværdireg. tab på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	0,3	-	-	-0,3	-	-0,3
Overførsler til resultatopg.af gevinster på finansielle instrumenter	-	5,9	-	-	-5,9	-	-5,9
Overførsler til resultatopg.af tab på finansielle instrumenter	-	38,2	-	-	38,2	-	38,2
Skat af anden totalindkomst	-	14,5	19,8	-	5,3	-	5,3
Anden totalindkomst i alt	-	43,3	-38,6	-	4,7	-	4,7
TOTALINDKOMST I ALT	-	43,3	-38,6	101,5	106,2	7,7	113,9
Aktietilbagekøb	-	-	-	-13,1	-13,1	-	-13,1
Udbetalt udbytte	-	-	-	-66,0	-66	-3,9	-69,9
Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	-	3,5	3,5	-	3,5
Kapitalnedsættelse	-9,8	-	-	9,8	0	-	-
Andre transaktioner med aktionærer	-	-	-	-	0	1,2	1,2
Egenkapital pr 30. juni 2009	169,4	21,2	-62,5	367,5	495,6	13,5	509,1

2009/2010							
I Mio. DKK	Aktiekapital	Reserve for sikringstransakt.	Reserve for valutakurs-regulering	Overført resultat	EK tilh. Moderselsk.	EK tilh. Minoritet	EK i alt
Egenkapital 1. juli 2009	169,4	21,2	-62,5	367,5	495,6	13,5	509,1
Totalindkomst 2009/2010							
Årets resultat	-	-	-	229,7	229,7	6,1	235,8
Anden Totalindkomst:					-		-
Valutakursreg. Af tilknyttede virk	-	-	20,0	-	20,0	-	-20,0
Valutakursreg. Af inter-company lån	-	-	74,3	-	74,3	-	74,3
Dagsværdireg. Gevinster på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	57,7	-	-	57,7	-	57,7
Dagsværdireg. tab på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	57,3	-	-	-57,3	-	-57,3
Overførsler til resultatopg.af gevinster på finansielle instrumenter	-	25,8	-	-	-25,8	-	-25,8
Overførsler til resultatopg.af tab på finansielle instrumenter	-	0,3	-	-	0,3	-	0,3
Skat af anden totalindkomst	-	6,3	22,2	-	-15,9	-	-15,9
Anden totalindkomst i alt	-	-18,8	32,1	-	13,3	-	13,3
TOTALINDKOMST I ALT	-	-18,8	32,1	229,7	243,0	6,1	249,1
Aktietilbagekøb	-	-	-	-10,6	-10,6	-	-10,6
Udbetalt udbytte	-	-	-	-	-	-5,7	-5,7
Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	-	5,3	5,3	-	5,3
Udnyttelse af aktieoptioner	-	-	-	-	-	-	-
Andre transaktioner med aktionærer	-	-	-	-	-	-	-
Egenkapital pr 30. juni 2010	169,4	2,4	-30,4	591,9	733,3	13,9	747,2

2010/2011							
I Mio. DKK	Aktiekapital	Reserve for sikringstransakt.	Reserve for valutakurs-regulering	Overført resultat	EK tilh. Moderselsk.	EK tilh. Minoritet	EK i alt
Egenkapital 1. juli 2010	169,4	2,4	-30,4	591,9	733,3	13,9	747,2
Totalindkomst 2010/2011							
Årets resultat	-	-	-	242,6	242,6	3,7	246,3
Anden Totalindkomst:					-		-
Valutakursreg. Af tilknyttede virk	-	-	-30,5	-	-30,5	-	-30,5
Valutakursreg. Af inter-company lån	-	-	27,0	-	27,0	-	27,0
Dagsværdireg. Gevinster på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	2,0	-	-	2,0	-	2,0
Dagsværdireg. tab på finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme	-	-68,2	-	-	68,2	-	-68,2
Overførsler til resultatopg.af gevinster på finansielle instrumenter	-	57,7	-	-	-57,7	-	-57,7
Overførsler til resultatopg.af tab på finansielle instrumenter	-	57,3	-	-	57,3	-	57,3
Skat af anden totalindkomst	-	16,5	-6,7	-	9,8	-	9,8
Anden totalindkomst i alt	-	-50,1	-10,2	-	-60,3	-	-60,3
TOTALINDKOMST I ALT	-	-50,1	-10,2	242,6	182,3	3,7	186,0
Aktietilbagekøb	-	-	-	-13,0	-13,0	-	-13,0
Udbetalt udbytte	-	-	-	-69,7	-69,7	-3,3	-73,0
Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	-	7,7	7,7	-	7,7
Udnyttelse af aktieoptioner	-	-	-	3,0	3,0	-	3,0
Andre transaktioner med aktionærer	-	-	-	105,0	105,0	-10,2	-115,2
Egenkapital pr 30. juni 2011	169,4	-47,7	-40,6	657,5	738,6	4,1	742,7

Bilag 4 - Officiel Pengestrømsopgørelse 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
PENGESTRØMME FRA DRIFTSAKTIVITETER				
Resultat af primær drift	349,3	162,1	282,6	321,3
Tilbageførte af- og nedskrivninger samt gevinster og tab v. salg af langfristede aktiver	112,8	146,7	129,6	130,2
Resultatførst aktiebaseret vederlæggelse	6,2	3,5	5,3	7,7
Andre reguleringer	-9,4	-29,2	23,5	11,5
Ændring i arbejdskapital	-32,7	133,5	51,0	-235,5
Pengestrømme fra primær drift	426,2	416,6	492,0	235,2
Modtagne finansielle indtægter	12,9	31,5	18,6	23,0
Betalte finansielle udgifter	-45,3	-42,3	-27,2	-29,5
Pengestrømme fra drift	393,8	405,8	483,4	228,7
Betalt selskabsskat	-53,8	-70,7	-59,0	-49,0
Pengestrømme fra driftsaktiviteter i alt	340,0	335,1	424,4	179,7
Salg af aktiviteter	-	10,5	-	-
Investeringer i immaterielle aktiver	-26,7	-13,2	-31,9	-23,0
Investeringer i materielle aktiver	-113,9	-129,5	-92,1	-79,3
Ændring i deposita og andre finansielle aktiver	-1,2	-9,7	-0,6	-3,5
Køb og salg af øvrige langfristede aktiver	3,4	6,1	2,1	2,6
Pengestrømme fra investeringsaktiviteter i alt	-138,4	-135,8	-122,5	-103,2
Pengestrømme fra drifts- og investeringsaktiviteter i alt	201,6	199,3	301,9	76,5
PENGESTRØMME FRA FINANSIERINGSAKTIVITETER				
Provenu v. optagelse af langfrist. Finansielle forpligtelser	-	-	140,0	-
Andre transaktioner med aktionærerne	-	-	-	-56,8
Indfrielse af langfristede finansielle forpligtelser	-	-	-168,0	-
Aktietilbagekøb	-237,8	-13,1	-10,6	-13,0
Udbetalt udbytte	-73,9	-69,9	-5,7	-73,0
Provenu v. udnyttelse af aktieincitamentsprogrammer	26,4	-	-	-
Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter i alt	-285,3	-83,0	-44,3	-142,8
ÆNDRING I LIKVIDER	-83,7	116,3	257,6	-66,3
LIKVIDER				
Likvider pr. 1.juli	-389,6	-471,0	-365,1	-103,4
Valutakursregulering af likvider pr 1. juli	2,3	-10,4	4,1	-1,2
Ændring i likvider	-83,7	116,3	257,6	-66,3
Likvider pr. 30. juni	-471,0	-365,1	-103,4	-170,9

Bilag 5 - Reformuleret Resultatopgørelse 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Nettoomsætning	3.737,20	3.600,60	3.495,30	3.925,40
Vareforbrug	-1.478,40	-1.464,70	-1.370,90	-1.603,80
Bruttofortjeneste	2.258,80	2.135,90	2.124,40	2.321,60
Personaleomkostninger	-931,20	-928,10	-927,00	-1.016,40
Af- og nedskrivninger	-112,80	-146,70	-129,60	-125,00
Andre eksterne omkostninger	-871,00	-909,50	-785,20	-867,40
Driftsindtægter - omkostninger	-	-	-	8,50
Driftsoverskud fra salg før skat	343,80	151,60	282,60	321,30
Andre driftsposter	5,50	10,50	-	-
Anden totalindkomst (drift)	-38,00	4,70	13,30	-60,30
Driftsoverskud før skat i alt	311,30	166,80	295,90	261,00
Skat på driftsoverskud	-101,38	-44,80	-42,90	-64,95
Driftsoverskud efter skat i alt (DO)	209,93	122,00	253,00	196,05
Netto renteomkostninger før skat	-31,90	-10,80	-5,20	-13,40
Skattefordel på gæld	-7,98	-2,70	-1,30	-3,35
Totalindkomst	186,00	113,90	249,10	186,00

Bilag 6 - Reformuleret Balance 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	pr. 30.06.2008	pr. 30.06.2009	pr. 30.06.2010	pr. 30.06.2011
AKTIVER				
Driftsaktiver (DA)				
Goodwill	198,2	178,8	194,3	199,4
Software og IT systemer	30,5	21,5	21,4	28,6
Varemærkerettigheder	0,2	0,1	0,1	0,1
Lejerettigheder	22,5	19,8	19,6	20,5
IT Systemer under udvikling	1,0	-	13,6	13,8
Grunde og bygninger	174,6	167,3	161,5	155,0
Indretning af lejede lokaler	108,0	124,5	132,5	118,0
Driftsmateriel og inventar	129,8	119,6	106,9	96,6
Materielle aktiver under opførelse	11,5	7,7	7,5	5,9
Finansielle aktiver	25,6	35,4	36,0	33,8
Udskudt skat	123,9	129,0	99,9	99,0
Varebeholdninger	532,4	439,6	428,7	556,5
Tilgodehavender fra salg af varer og tjenesteydelser	296,7	257,6	262,1	358,0
Tilgodehavende selskabsskat	1,6	48,3	30,2	35,2
Andre til godehavender	35,0	61,2	112,9	45,4
Periodeafgrænsningsposter	108,8	92,1	104,7	106,8
Driftsaktiver i alt (DA)	1800,3	1702,5	1731,9	1872,6
Driftsgæld (GD)				
Udskudt skat	44,9	39,3	47,5	56,3
Hensættelse til pension	5,7	4,6	6,9	5,8
Andre hensatte forpligtelser	-	10,9	2,2	-
Leverandører af varer og tjenesteydelser	313,8	291,7	354,8	348,9
Selskabsskat	45,4	63,7	12,3	10,2
Anden gæld	278,0	250,1	317,6	397,8
Periodeafgrænsningsposter	0	0	0	0
Driftsgæld i alt (GD)	687,8	660,3	741,3	819
Netto driftsaktiver (NDA)	1112,5	1042,2	990,6	1053,6
PASSIVER				
Rentebærende gæld				
Kreditinstitutter (langfristet)	168,0	168,0	140,0	140,0
Kreditinstitutter (kortfristet)	603,0	447,3	175,3	224,7
Rentebærende gæld i alt	771	615,3	315,3	364,7
Finansielle Aktiver				
Værdipapirer	0	0	0	0
Likvide beholdninger	132,0	82,2	71,9	53,8
Finansielle Aktiver i alt	-132	-82,2	-71,9	-53,8
Netto rentebærende gæld (NGR)	639	533,1	243,4	310,9
Minoritetsinteresser (MIN)	8,5	13,5	13,9	4,1
Egenkapital (EK)				
Selskabskapital	179,2	169,4	169,4	169,4
Reserve for sikringstransaktioner	-22,1	21,2	2,4	-47,7
Reserve for valutakursregulering	-23,9	-62,5	-30,4	-40,6
Overført resultat	331,8	367,5	591,9	657,5
Egenkapital i alt (EK)	465	495,6	733,3	738,6
NGR+MIN+EK	1112,5	1042,2	990,6	1053,6

Bilag 7 - Reformuleret Egenkapitalopgørelse 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Egenkapital Primo	566,6	473,5	509,1	747,2
Transaktioner med ejere:				
Kapitalindskud	0	0	0	0
Køb af egne aktier	-237,8	-13,1	-10,6	-13,0
Betalt udbytte	-73,9	-69,9	-5,7	-73,0
Andre transaktioner med aktionærer	0	0	0	-115,2
Udnyttelse af aktieoptioner	26,4	1,2	-	3,0
Transaktioner med ejere	-285,3	-81,8	-16,3	-198,2
Nettokapitalindskud	281,3	391,7	492,8	549,0
Totalindkomst:				
Årets resultat	224,0	109,2	235,8	246,3
Valutakursreguleringer	-13,2	-58,4	54,3	-3,5
Ikke resultatførte værdireguleringer	-32,3	25,5	0,4	-66,2
Overført til resultatopgørelsen	6,4	32,3	-25,5	-0,4
Skat af anden totalindkomst	8,5	5,3	-15,9	9,8
Skat af egenkapitalbevægelser	-7,4	-	-	-
Totalindkomst	186,0	113,9	249,1	186,0
Aktiebaseret vederlæggelse	6,2	3,5	5,3	7,7
Egenkapital Ultimo	473,5	509,1	747,2	742,7

Bilag 8 - Reformuleret Pengestrømsopgørelse 2007/2008 - 2010/2011

I Mio. DKK	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
PENGESTRØMME FRA DRIFTSAKTIVITETER	340,0	335,1	424,4	179,7
- Investeringsaktivitet	-138,4	-135,8	-122,5	-103,2
- Ændring i deposita	1,2	9,7	0,6	3,5
Frit cash flow fra driften	202,8	209,0	302,5	80,0
PENGESTRØM FRA FINANSIERINGSAKTIVITET				
Aktietilbagekøb	237,8	13,1	10,6	13,0
Provenu v. optagelse af langfrist. Finansielle forpligtelser	-	-	-140,0	-
Provenue v. aktieincitamentsprogram	-26,4	-	-	-
Udbetalt udbytte	73,9	69,9	5,7	73,0
Afdrag og indfrielse af langfristet gæld, netto	-	-	168,0	-
Nettoinvestering i finansielle anlægsaktiver	1,2	9,7	0,6	3,5
Ændring i likvider	-83,7	116,3	257,6	-66,3
Andre transaktioner med aktionærerne	-	-	-	56,8
Nettoudbetalinger fra finansieringsaktiviteter	202,8	209,0	302,5	80,0

Bilag 9 - Værdiansættelse

		Budget år 1	Budget år 2	Budget år 3	Budget år 4	Budget år 5	Budget år 6	Budget år 7	Budget år 8	Budget år 9	Terminal- periode
I Mio. DKK	2010/ 2011	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	2020/ 2021
Resultatopgørelse											
Nettoomsætning	3.925	3.768	3.655	3.582	3.690	3.819	4.010	4.130	4.213	4.297	4.383
Personaleomkostn.	1.016	942	914	896	922	955	1.002	1.033	1.053	1.074	1.096
Driftsomkostninger	2.588	2.518	2.442	2.393	2.465	2.552	2.679	2.759	2.815	2.871	2.928
Driftsoverskud (DO)	321	308	299	293	302	313	328	338	345	352	359
Balance											
Netto driftsaktiver	1.054	1.011	981	961	990	1.025	1.076	1.109	1.131	1.153	1.176
Vækst i NDA	5,98%	-4,17%	-3,09%	-2,04%	2,91%	3,38%	4,76%	2,91%	1,96%	1,96%	1,96%
Pengestrømsopg.											
DO	321	308	299	293	302	313	328	338	345	352	359
Ændring i NDA	63	(42)	(30)	(20)	29	35	51	32	22	23	23
FCF (C-I)	258	351	330	313	273	278	277	306	323	329	336
Nettodividende	1.178	754	731	716	738	764	802	826	843	859	877
Gældsfinansiering	(919)	(403)	(402)	(404)	(465)	(486)	(525)	(520)	(520)	(530)	(541)
Samlet finansiering	258	351	330	313	273	278	277	306	323	329	336

Bilag 10 - Budgetterede værdier/variabler:

	Budget år 1	Budget år 2	Budget år 3	Budget år 4	Budget år 5	Budget år 6	Budget år 7	Budget år 8	Budget år 9	Terminalperiode
	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	2014/ 2015	2015/ 2016	2016/ 2017	2017/ 2018	2018/ 2019	2019/ 2020	2020/2021
Omsætningsvækst i %	-4,0%	-3,0%	-2,0%	3,0%	3,5%	5,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Variabler:	
Aktivernes omsætningshastighed	3,73
Dividende	20,00%
WACC	9,12%