

STRATEGISK REGNSKABSANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF



Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	2
Ordliste	4
Indledning	5
Problemformulering	6
Metode og modelvalg	7
Afgrænsning	11
Kildevalg	11
Virksomhedsbeskrivelse	12
Historie	12
Ejerforhold	13
Ledelse	14
Strategi	15
Produkter	15
Markedsforhold og distributionskanaler	18
Økonomi	19
Strategisk analyse	21
PEST	21
Porters 5 Forces	27
Porters værdikæde	31
Delkonklusion – SWOT	36
Regnskabsanalyse	38
Regnskabspraksis	38
Rentabilitetsanalyse	39

Risikoanalyse	43
Delkonklusion.....	48
Budgettering	50
Værdiansættelse	54
Discounted Cash Flow.....	54
Estimering af WACC.....	55
Discounted cash flow.....	60
EVA	60
Multipelanalyse.....	61
Følsomhedsanalyse	63
Delkonklusion værdiansættelse.....	65
Konklusion	66
Strategiske forhold	66
Regnskabsmæssige forhold	68
Værdiansættelse	69
Tabel og figuroversigt.....	71
Litteraturliste	72
Lærebøger:.....	72
Årsregnskaber:	72
Avisartikler:	73
Internetsider	73
Bilag	74
Budgettering	74
Analytisk resultatopgørelse	75
Analytisk balance.....	76
Nøgletal.....	77

Ordliste

ICC	IC Companys
CSR	Corporate Social Responsibility
DKK	Danske Kroner
EBIT	Earnings before interest and tax
EBITDA	Earnings before interest, taxation, depreciation and amortization
NOPLAT	Net operating profit less adjusted tax
WACC	Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
DCF	Discounted Cash Flow
EVA	Economic value added
ROE	Return of equity/egenkapitalforrentning
ROIC	Return on invested capital/afkastningsgraden
OG	Overskudsgraden
AOH	Aktivernes omsætningshastighed
CEO	Chief executive officer
CFO	Chief financial officer
SEK	Svenske kroner
EUR	Euro
USD	US dollars
HR	Human ressource

Indledning

Modebranchen har været hårdt ramt af den økonomiske recession, hvilket har betydet faldende salgstal samt stribevis af lukninger hos de mindre aktører i markedet – aktører som er med til at udvikle det talent som hele branchen bygger på og er så vigtigt. Forbrugerne har været tilbageholdende med køb, væksten er udeblevet ligesom det har været mere end svært at tiltrække den nødvendige kapital. Under krisen er fårene skilt fra bukkene, og for de virksomheder som har klaret sig igennem ligger der stadig et hårdt arbejde og venter forude. Virksomhederne i modebranchen vil nu fremstå som værende mere trimmede, således de er klar til at tage kampen op for igen at vinde forbrugernes tillid.

Vi har under krisen oplevet et scenarie hvor der er sket en markant konsolidering i branchen, hvori flere parter har udnyttet de gunstige priser til opkøb. Som en aktiv spiller i denne konsolideringsproces finder vi danske IC Companys, som senest har opkøbt By Malene Birger. Virksomheden har som andre aktører i branchen været yderst hårdt ramt. I takt med at den økonomiske krise tog til og markedsforholdene blev forværret, måtte den nyligt tiltrådte CEO Niels Mikkelsen ændre strategi fra en ambition om at øge koncernens vækst og indtjeningsevne til at rette fokus mod operationel fleksibilitet og finansiel soliditet, hvor ledelsen iværksatte en række initiativer herunder en kraftig beskæring af omkostningsbasen som ikke stod mål med den faldende omsætning.

Koncernen opnåede i regnskabsåret 2009/10 en forøgelse af EBITDA med godt 33,5 % på trods af en faldende omsætning, så spørgsmålet er om fundamentet for fremtidig vækst nu er til stede, og hvorvidt dette afspejler sig i den aktuelle aktiekurs.

Problemformulering

Problemstilling:

Hvilken værdi bør IC Companys aktie handles til pr. 30.06.2011 baseret på en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse?

Opgaven kan opdeles i fire dele, som hver især bidrager til løsningen af ovenstående problemstilling: en strategisk analyse, en historisk regnskabsanalyse, budgettering samt en værdiansættelse.

Nedenfor er opstillet delspørgsmål til hjælp for besvarelsen af problemstillingen.

Strategisk analyse:

- ▶ Hvilke eksterne faktorer påvirker markedet som IC Companys opererer i?
- ▶ Hvor konkurrencepræget er markedet som IC Companys opererer i?
- ▶ Hvilke styrker, svagheder, muligheder og trusler findes der for IC Companys?

Historisk regnskabsanalyse:

- ▶ Hvorledes har IC Companys udviklet sig rentabilitetsmæssigt?
- ▶ Hvilke driftsmæssige og finansielle risici besidder IC Companys?

Værdiansættelse:

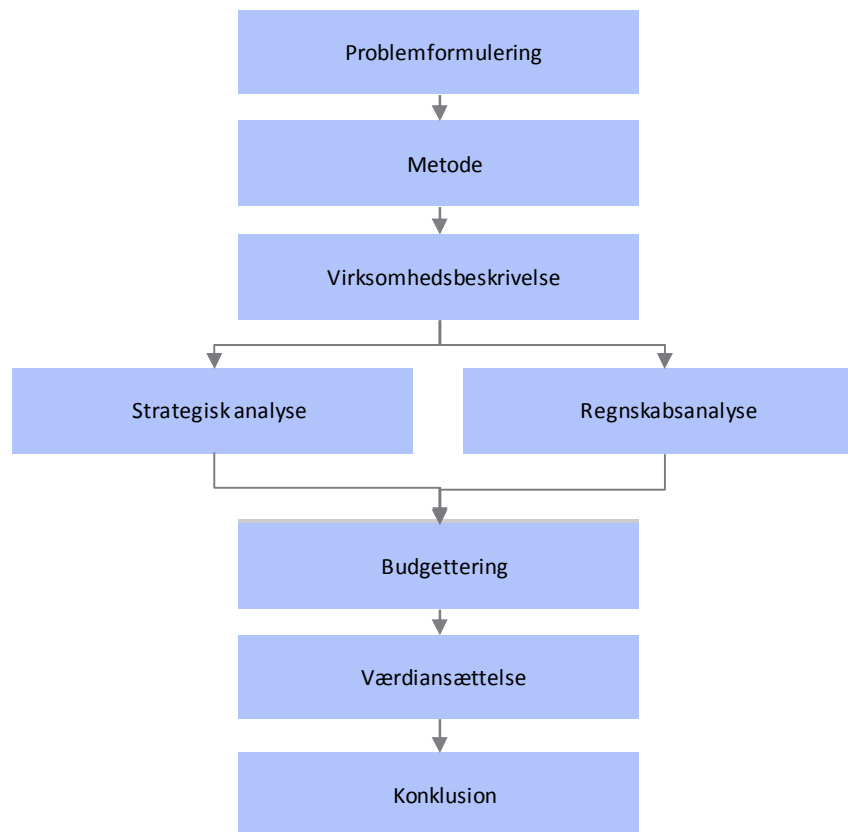
- ▶ Hvad er WACC for IC Companys?
- ▶ I hvilket niveau ligger aktiekursen for IC Companys?
- ▶ Hvor følsom er værdiberegningen for ændringer i input?

Metode og modelvalg

Figur 1 illustrerer opgavens struktur, for at give læseren et bedre overblik.

Figur 1: Opgavestruktur

Kilde: Egen tilvirkning



Som baggrund for opgaven indledes med en virksomhedsbeskrivelse af ICC for at skabe et kendskab til virksomhedens baggrund samt forståelse for den efterfølgende strategiske regnskabsanalyse. Herunder berøres virksomhedens historie, ejerforhold, ledelse, strategi, produkter, markedsforhold & distributionskanaler samt økonomi.

Efterfølgende vil den strategiske analyse primært tage udgangspunkt i teoretiske modeller for at skabe et strategisk overblik, mens regnskabsanalysen foretages for regnskabsårene 2005/06 -2009/10 med udgangspunkt i ICC's årsrapporter.

Den strategiske analyse, regnskabsanalysen og den efterfølgende budgettering danner alle baggrund for værdiansættelsen af ICC. Endelig foretages en samlet konklusion ud fra de delkonklusioner, hvert af de 3 afsnit afsluttes med.

Den strategiske og historiske regnskabsanalyse samt værdiansættelsen udarbejdes ud fra en ekstern investors synsvinkel.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse vil blive indledt med en analyse af de eksterne strategifaktorer, hvor PEST-analysen benyttes for at analysere på de samfundsmæssige faktorer, som vil påvirke ICC i tiden fremover. Ved udarbejdelse af en strategisk analyse, er en vigtig del at kunne identificere hvilke samfundsmæssige forhold som vil påvirke virksomhedens udvikling og performance, hvor netop PEST modellen er god. Analysen følges op af en analyse af konkurrenceforholdene i branchen.

Konkurrenceintensiteten i branchen bliver beskrevet ud fra Porter's Five Forces ved at analysere på graden af substituerede produkter, adgangsbarrierer, samt forhandlingsstyrke over for kunder og leverandører. Samtidig med at modellen beskriver konkurrenceintensiteten i branchen udstiller den også hvilke styrker og svagheder der gør sig gældende for ICC, samt hvilke faktorer der har betydning for virksomhedens fremtidige vækst og indtjeningsmuligheder.

Til analyse af de interne faktorer benyttes Porters værdikæde. Denne model er valgt, idet det er vigtigt at virksomheden har fokus på hvor i virksomheden værdiskabelsen finder sted. Porters værdikæde fremstår som værende et velegnet analyseværktøj for en virksomhed som ICC, idet ICC benytter en strategi med 11 selvstændige brands der understøttes af den fælles platform, hvis formål er at udnytte de stordriftsfordele som en række fællesfunktioner giver. Yderligere er der tale om en virksomhed der beskæftiger sig med produktion hvilket understøtter valget af Porters værdikæde fremfor andre modeller.

Afslutningsvis vil den strategiske analyse blive opsummeret af en SWOT analyse, der anvendes som delkonklusion på afsnittet. SWOT analysen er en god model at benytte som delkonklusion idet modellen vil berøre de styrker, svagheder, muligheder og trusler der fremkommer ved brug af de ovenfor beskrevne modeller.

Regnskabsanalyse

De historiske regnskaber skal i forlængelse af den strategiske analyse danne fundament for den økonomiske situation og derved værdiansættelsen.

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i Dupont modellen, idet det er en god struktureret model til at vurdere den hidtidige økonomiske udvikling i ICC. Analysen baseres på de seneste 5 års regnskaber fra 2005/06 – 2009/10.

Analysen af regnskabet bygger på en reformuleret resultatopgørelse og balance, der adskiller finansiering og drift, således at det er driften af selskabet der fokuseres på. Regnskabsanalysen opdeles i 2 dele, en rentabilitetsanalyse samt risikoanalyse.

I rentabilitetsanalysen analyseres på udvalgte nøgletal, som er med til at forklare virksomhedens økonomiske situation. Risikoanalysen analyserer på den driftmæssige samt finansielle risiko.

Budgettering

Budgetteringen som skal danne grundlag for den efterfølgende værdiansættelse, tager udgangspunkt i den strategiske samt regnskabsmæssige analyse. Budgetperiodens længde fastsættes, og der vil i selve budgetteringen blive opstillet et fuldt opstillet regnskab med resultatopgørelse, balance og cash flow.

Budgettet vil blive drevet af en række forudsætninger der afgør udviklingen i selve budgettet. Idet værdiansættelsen tager udgangspunkt i budgetteringen og derved forudsætningerne, afhænger kvaliteten af værdiansættelsen derved af hvor realistiske forudsætningerne i modellen er.

Værdiansættelse

Budgettet vil danne grundlag for værdiansættelsen, som beregnes ud fra en discounted cash flow værdiansættelsesmodel (DCF). Analysen vil kontrolleres ved hjælp af EVA-modellen, idet disse to værdiansættelsesmodeller kommer frem til samme resultat, men bliver beregnet ud fra forskellige principper. Baggrunden for at anvende netop DCF og EVA modellen, er at de teoretisk set er de mest præcise modeller, idet det er input til budgetteringen, der danner grundlag for den beregnede værdi.

Virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) danner grundlag for tilbagediskonteringen af cash flows i DCF-modellen, hvorfor estimeringen af WACC er af fundamental betydning for hele værdiansættelsen. Virksomhedens betaværdi udregnes ud fra en peer-gruppe af sammenlignelige virksomheder. For at korrigere for forskellig kapitalstruktur og den heraf finansielle gearing beregnes den ugearede beta, og aktiebetaen vil herefter fungere som estimering af beta for ICC.

Terminalværdien estimeres ud fra Gordons vækstmodel, som tager udgangspunkt i et voksende frit cash flow fra terminalperioden og frem. Da terminalværdien traditionelt udgør en stor del af Enterprise Value analyseres herefter på følsomheden af væksten i terminalleddet samt den i opgaven benyttede WACC.

Som supplement til den beregnede værdi foretages en multipelanalyse vha. en peer-gruppe, og disse værdiestimater er medvirkende til at tjekke validiteten af den beregnede værdi via DCF modellen.

Opgaven afsluttes med en samlet konklusion, hvor delspørgsmål samt problemstilling vil blive besvaret.

Afgrænsning

- ▶ Regnskabsanalysen udarbejdes på baggrund af de officielle årsrapporter for perioden 2005/06 – 2009/10. Idet koncernen har regnskabsaflæggelse pr. 30.06 foreligger årsrapporten for 2010/11 endnu ikke, hvilket er grunden til at denne periode ikke er en del af den helårige analyse. Medtaget er dog regnskabstal fra 3. kvartal 2010/11, hvor der i regnskabsanalysen vil være et afsnit der vurderer resultatopgørelsen. Det er dog valgt at afgrænse sig fra balancetal.
- ▶ 3. Kvartals data indgår ikke som en del af værdiansættelsesmodellen, men er indeholdt i de estimeringer der er givet for 2010/11.
- ▶ Værdiansættelsen af ICC analyseres ud fra en going concern betragtning. Herved udelades betragtninger omkring værdien af selskabet ved en eventuel likvidation.
- ▶ Værdiansættelsen bygger på værdien for den eksisterende ledelse. Herved vil eventuelle synergieffekter eller optimeringer ved opkøb ikke medregnes.
- ▶ Skæringsdato for dataindsamling er afsluttet pr. 30.06.2011 af hensyn til opgavens afleveringsdato. Forhold indtruffet efter denne skæringsdato er derfor ikke medtaget i opgaven.

Kildevalg

Opgaven er udarbejdet med en ekstern investors synsvinkel, hvorfor opgaven bygger på offentlig tilgængelig information, hvor hovedkilden til information er de offentliggjorte årsrapporter for IC Companys i perioden fra 2005/06 og frem, samt information tilgængelig på iccompanys.com. I den forbindelse er det vigtigt at være

opmærksom på at koncernen kan have egen interesse i at præge disse informationer i en given retning, men informationerne vurderes dog som værende troværdige.

Af andre kilder er der gjort brug af avisartikler, teoretiske lærebøger samt internetsider.

Virksomhedsbeskrivelse

Historie

ICC er en børsnoteret dansk modevirksomhed, som producerer 11 forskellige tøjmærker og som eksporteres til 40 lande verden over. Virksomhedens hovedsæde ligger i København og har pr. 30.06.2010 en årlig omsætning på DKK 3.495 millioner og beskæftiger i gennemsnit i alt 2.283 antal medarbejdere.

ICC blev i april 2001 dannet ved en fusion mellem Carli Gry International og Inwear Group¹. Carli Gry International blev stiftet i 1940'erne af Jørn og Carli Gry. Virksomheden lancerede blandt andet mærkerne Jackpot og Cottonfield, som den dag i dag stadig er en del af produktporteføljen hos ICC. Inwear Group blev grundlagt i 1969 af Niels Martinsen, som i dag er storaktionær og bestyrelsesformand i ICC. Inwear Groups første brand var Inwear, som henvendte sig til de modebevidste kvinder, og senere hen kom den mandlige pendant Matinique. Virksomheden havde ligeledes mærket Part Two.

Visionen ved fusionen var at skabe en ledende europæisk modevirksomhed, og umiddelbart virkede det også oplagt at fusionere to så ens virksomheder, og drage fremtidig nytte af de synnergieffekter fusionen vil medføre. Strategien var at fastholde og styrke hvert af de enkelte mærker samt føje nye mærker til porteføljen, for derved at appellere til nye forbrugssegmenter og skabe en multibrandstrategi. Multibrandstrategien medførte opkøb af Saint Tropez i 2002, Tiger Of Sweden i 2003 samt udvikling af af Designers Remix i 2002, By Malene Birger i 2003 samt Soaked In Luxury i 2005. I de første år efter fusionen svinger de økonomiske resultater meget, og på trods af at potentialet var til stede, udeblev effekten af de positive tendenser fusionen gerne skulle tilvejebringe. I 2008 får virksomheden ny direktør i form af Niels Mikkelsen, som retter fokus mod omkostningsminimering. Niels Mikkelsen har tidligere bestridt ledende jobs i branchen og har således stort kendskab og indsigt i branchen.

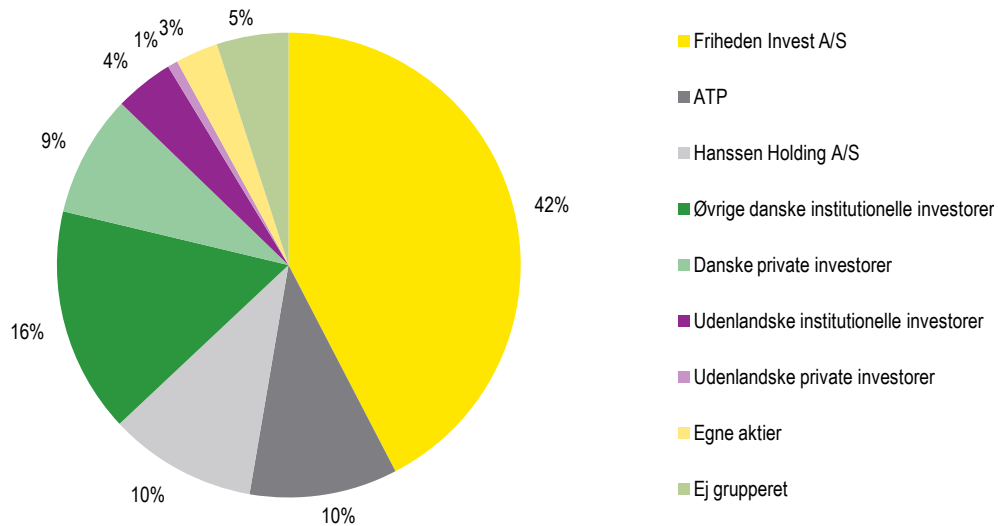
¹ Kim Reeslev

Ejerforhold

Den samlede aktiekapital i ICC udgjorde pr. 30. Juni 2010 DKK 169.428.070 millioner fordelt på i alt 16.942.807 aktier². Selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs. Ejerstrukturen pr. 30. Juni 2010 er sammensat således:

Figur 2: Ejerstruktur pr. 30 juni 2010

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ICC 2009/10 årsrapport



² IC Companys årsrapport 2009/10 side 106

Ledelse

Koncernen har gennem 00'erne oplevet usædvanlig stor udskiftning i bestyrelsen, og det har været medvirkende til at skabe unødvendig uro omkring hele koncernen. Hovedaktionær Niels Martinsen har 2 gange været en medvirkende faktor til at bestyrelsen 2 gange er blevet udskiftet helt³, men det virker nu til at der omkring både bestyrelsen og direktionen med ansættelsen af Niels Mikkelsen som CEO i 2008 er skabt ro, og der nu foreligger en vis stabilitet omkring både bestyrelsen og direktionen.

Figur 3: Bestyrelse, IC Companys A/S

Stilling	Navn	Baggrund
Formand	Niels Martinsen	Direktør i Friheden Invest A/S. Formand for bestyrelsen i A/S Sadolinparken og A/S Rådhusparken. Medlem af bestyrelsen i Friheden Invest A/S og By Malene Birger A/S
Næstformand	Henrik Heideby	Koncernchef og CEO i PFA Holding A/S og PFA Pension, forsikringsaktieselskab Formand for bestyrelsen i Hamton Gruppen. Medlem af bestyrelsen i Letpension Holding A/S og underliggende selskaber, C.P. Dyvig & Co. A/S og VP Securities A/S
Næstformand	Ole Wengel	Tidligere direktør i Inwear Group A/S
Medlem	Anders Colding Friis	Adm. direktør i Scandinavian Tobacco Group A/S Formand for bestyrelsen i Dagrofa A/S, Monberg & Thorsen A/S og Dyrup A/S
Medlem	Per Bank	CEO i Tesco Stores Ltd. Hungary
Medlem	Annette B. Sørensen	Managementkonsulent i VS Consulting

Kilde: iccompanys.com

Figur 4: Ledelse, IC Companys A/S

Stilling	Navn	Baggrund
CEO	Niels Mikkelsen	Tidligere Nordic country manager for Esprit De Corp, og general stor erfaring indenfor modebranchen hvor han tilbage i 190'erm var ansat hos Inwear Group som henholdsvis salgs og landechef.
CFO	Chris Bigler	Cand.merc.aud, Statsautoriseret revisor hos Arthur Andersen og Deloitte
Executive vice president	Anders Cleemann	Cand.merc afsætningsøkonomi, medlem af bestyrelsen i Muuto A/S og DAFI. Har tidligere arbejdet som brand director i Part Two og international marketingchef i Inwear Group .
Executive vice president	Peter Fabrin	Akademiøkonom, bestyrelsesmedlem i Ball Group A/S, Humanic Group og HW Excellence. Har tidligere arbejdet som administrerende direktør i Diesel Nordic, retaildirektør i Inwear Group A/S samt landechef i Carli Gry International A/S.
Vice president	Alexander M. Larsen	Cand.Merc i afsætningsøkonomi, administrerende direktør og europæisk vicedirektør i SCA Hygiene Products A/S

Kilde: iccompanys.com

³ <http://www.business.dk/diverse/ny-farce-i-ic-companys-0>

Strategi

ICC driver en multibrandstrategi med en fælles platform for porteføljen af brands. Denne strategi deler virksomheden op i to enheder – en markedsorienteret ledelse for hvert af de respektive brands samt den fælles platform for alle brands. Denne strategi er ifølge ICC selv medvirkende til at skabe værdi via stordriftsfordele samt udnyttelse af branchekompetencer på tværs af brands⁴ Hvert af de enkelte brands besidder deres egen ledelse, som har det overordnede ansvar omkring markedspositionering, produktudvikling og markedsføring.

Produkter

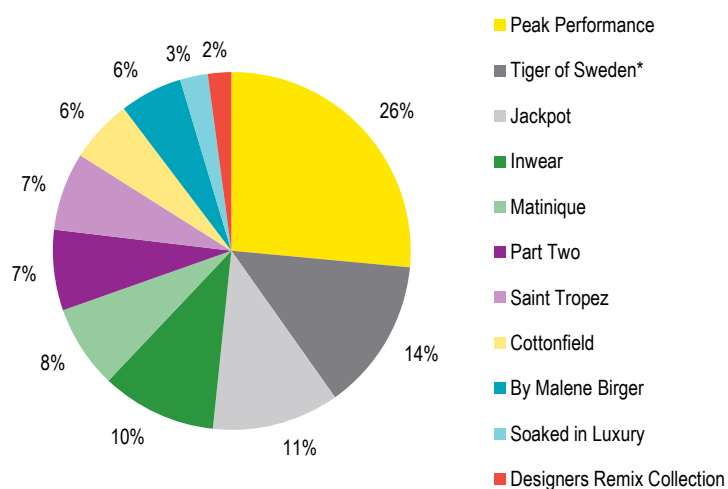
ICC benytter sig af den såkaldte multibrandstrategi og har en samlet produktportefølje på 11 brands. Formålet er at have en bred portefølje af mærker, som er i stand til at dække en større del af forbrugerne og derved opnår en større målgruppe. En af fordelene ved multibranding er netop at hvert brand kan håndteres individuelt og at der dermed ikke er en direkte sammenhæng.

For ICC betyder multibrandstrategien at de er i stand til at skabe merværdi ved udnyttelse af kompetencer på tværs af brands, samt drage fordel af stordriftsfordele grundet udnyttelse af fællesfunktioner. De 11 brands understøttes af en fælles platform, som ikke har en direkte indflydelse på de respektive brands. Ved disse stabsfunktioner er der tale om salgsinfrastruktur, sourcing, logistik, HR, IT finans og administration. Dette skulle alt andet lige gerne give betydelige omkostnings og kvalitetsfordele. Opbygningen af porteføljen har en vis risikospredning, og hvert brand følger en individuel tilpasset strategi hvad angår positionering på markedet. Ligeledes benyttes en bred prisstruktur, og det til sammen medfører at ICC henvender sig til flere segmenter og igen kommer til at stå stærkere på markedet og formindsker deres risiko.

⁴ <http://dk.iccompany.com/strategy.cfm>

Figur 5: Procentvis omsætning fordelt på brands 2009/10

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ICC 2009/10 årsrapport



Samtlige 11 brands vil ikke blive gennemgået, men ovenstående figur som viser den procentvise omsætning fordelt på brands ses det tydeligt at Peak Performance som står for 26 % af den samlede omsætning i ICC står stærkt i markedet. Peak Performance ønsker at være frontløber indenfor funktionel sportsmode, og besidder en strategi som sigter med at opnå en endnu stærkere position i Europa uden for de nordiske lande. Denne strategi skal opnås gennem en kontrolleret distribution, som sker ved hjælp af nye butikker og markeder. Derudover lancerede Peak Performance i 2009 deres nye webshop. Den samlede omsætning for regnskabsåret 2009/10 realiserede sig til DKK 915 mio. Dette er en tilbagegang på 3 % set i forhold til sidste regnskabsår, men finanskrisen taget i betragtning må dette anses som værende acceptabelt.

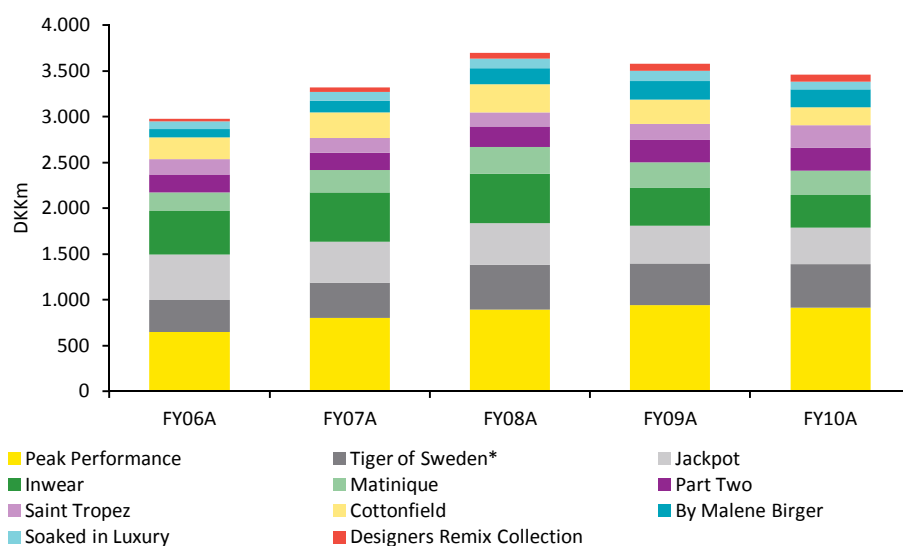
Saint Tropez skiller sig ud fra mængden af brands ved at vise stabil vækst i den analyserede periode. De realiserede i 2009/10 en omsætning på DKK 244 mio, hvilket er en fremgang på 36 % set i forhold til sidste regnskabsår. CFO hos ICC Chris Bigler har tidligere udtalt at det er den største vækst af brands i selskabet han har oplevet⁵. Saint Tropez lancerer årligt 10 kollektioner samt 4 årlige basiskollektioner, og deres store styrke er at "time to market" er

⁵ <http://www.finansnyheder.dk/news/ShowNewsstory.aspx?StoryID=11058818>

på blot 3 måneder. Således har de mulighed for at følge de seneste trends og have kollektionen i butikker et par måneder efter. Saint Tropez opererer med såvel retail samt franchisekoncept, og de har oplevet kraftig vækst med åbning af 10 egne retailbutikker i Danmark samt yderligere 7 franchise i Norge, Sverige og Holland. På verdensplan sælges brandet hos mere end 1.000 forhandlere⁶ ligesom det også er muligt at købe kollektionerne via deres webshop.

Figur 6: Omsætning fordelt på brands

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ICC kvartalsrapporter



Generelt har 2009/10 været et år som i høj grad har været præget af eftervirkningerne af finanskrisen, og ICC har derfor arbejdet målrettet for at optimere i visse dele af koncernens værdikæde. Som ovenstående figur viser, er det ud af de 11 brands udelukkende Tiger Of Sweden, Saint Tropez og Part Two der har været i stand til at oparbejde en positiv omsætningsvækst for 2009/10, og ICC har derfor været igennem en optimeringsproces for fremadrettet at skabe lønsom vækst.

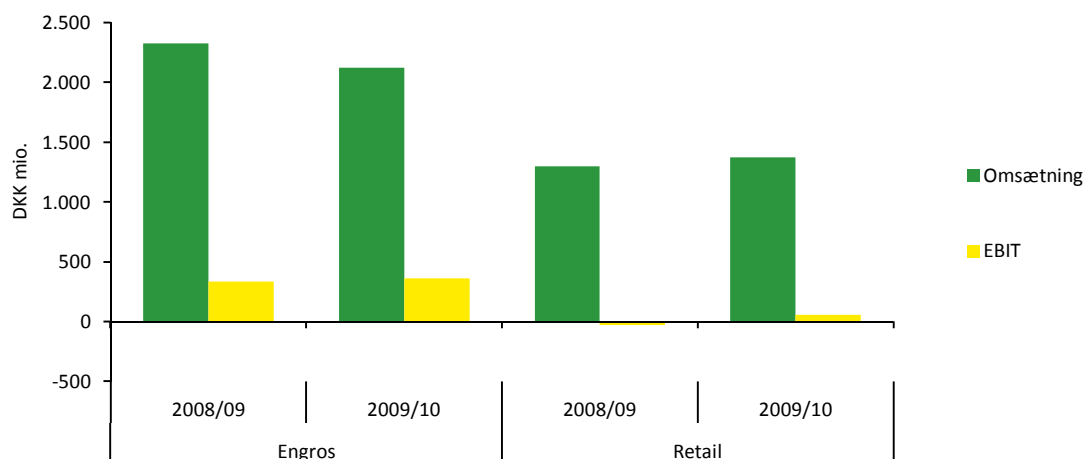
⁶ IC Companys årsrapport 2009/10 side 16

Markedsforhold og distributionskanaler

ICC gør brug af de to distributionskanaler engros og retail. Engrossalget består af salg til butiksejere, hvor retailsalget sker til forbrugerne via egne retailbutikker, koncessioner, outlet samt E-handel.

Figur 7: Omsætning og EBIT fordelt på retail og engros

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ICC 2009/10 årsrapport



Den primære distributionskanal er engrossalget som med en omsætning på 2.121,4 mio. DKK står for ca. 61 % af den samlede omsætning. Virksomheden har oplevet en nedgang i omsætning på engrossalget på 9 % i forhold til 2008/09⁷. Ingen af ICC's kunder udgør mere end 10 % af engrosomsætningen, hvorfor virksomheden ikke er udpræget afhængig af specifikke forhandlere. Resultat af primær drift er set i forhold til sidste regnskabsår steget fra 336 mio til 364 mio, hvilket svarer til en forbedring på 8 %. Dette giver en indtjeningsmargin på godt 17 %.

Retail salget har i omsætning oparbejdet en positiv fremgang på 6 % set i forhold til sidste regnskabsår, og har derved en samlet nettoomsætning på 1.373,9 mio. DKK. Resultat af primær drift er forbedret fra -25 mio DKK i 2008/09 til 56 mio DKK i 2009/10. Indtjeningsmarginen er således forbedret fra -1,9 % til 4,1 %⁸. Denne positive fremgang skal blandt andet søges i at en normaliseret varemængde har medført lavere retailrabatter og

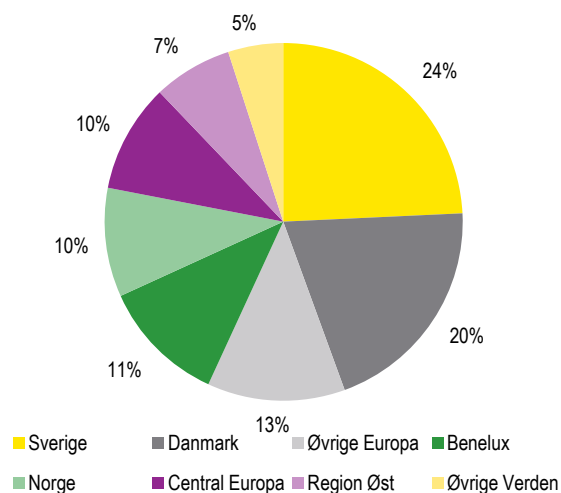
⁷ IC Companys årsrapport 2009/10, side 42-43

⁸ IC Companys årsrapport 2009/10, side 42

lagernedskrivninger. Herudover har koncernen valgt at lukke tabsgivende butikker, og de nyåbnede butikker der er etableret gennem året hurtigt har realiseret en positiv indtjening .

Figur 8: Procentvis omsætning fordelt på geografisk spredning 2009/10

Kilde: Egen tilvirkning baseret på ICC 2009/10 årsrapport



ICC's geografiske marked er primært koncentreret omkring Skandinavien og resten af Europa. Danmark har oplevet et tocifret tilbagegang i salget, og set i forhold til Sverige og Norge må det konkluderes at Danmark har haft de mest langvarige konsekvenser af den økonomiske krise. Forbrugerne har i Danmark generelt holdt igen med pengene, hvorimod Sverige har realiseret vækst. Østeuropa og Rusland har ligeledes oplevet vækst primært på baggrund af en udvidelse af Jackpots retdistribution samt åbning af ny franchisedistribution i Rusland.

Økonomi

ICC's omsætning har i den valgte analyseperiode på de seneste 5 år ligget i niveauet fra TDKK 3.022,0 mio. – 3.737,2 mio. Koncernen har gennem den finansielle krise været hårdt ramt, idet omkostningsbasen ikke har været tilpasset det faldende aktivitetsniveau hvad angår omsætning. Koncernen iværksatte i 2008 med den nye ledelse i front en ny strategi med fokus på minimering af omkostningsbasen, og som det ses af nedenstående tabel er dette for alvor slået igennem i 2009/10 hvor koncernen på trods af faldende omsætning har været i stand til at øge EBITDA betragteligt. I tabel 1 vises udvalgte finansielle tal for ICC - yderligere analyser af regnskabstal vil blive foretaget i afsnittet omhandlende regnskabsanalysen.

Tabel 1: Udvalgte hoved- og nøgletal for IC Companys

Valuta: Mio DKK	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	Q1-3 2010/11
Nettoomsætning	3.022,0	3.353,8	3.737,2	3.621,1	3.495,3	3.208,1
EBITDA	404,0	436,4	462,1	308,8	412,2	453,6
Årets resultat	224,4	240,6	224,0	109,2	235,8	276,8
Aktiver	1.665,0	1.849,3	1.932,3	1.784,7	1.746,7	2.164,8
EBITDA margin i %	13,4	13,0	12,4	8,5	11,8	14,1
Soliditetsgrad	34,8	30,6	24,5	28,5	42,8	36,2
Antal medarbejdere	2.032	2.252	2.441	2.261	2.315	2.284

Kilde: IC Companys årsrapport 2005/06 – 2009/10

Strategisk analyse

Den strategiske analyse gennemføres med henblik på at analysere de strategiske faktorer i og omkring ICC, som vil have betydning for den senere værdiansættelse og derved den stillede problemstilling i projektet.

Den strategiske analyse kan opdeles i en ekstern samt intern analyse. Den eksterne analyse tager udgangspunkt i makromiljøet og de overordnede forhold i samfundet som er væsentlige for ICC, og som vil være i stand til at påvirke værdien af virksomheden. Til at analysere disse eksterne faktorer benyttes PEST og Porters Five Forces. Disse supplerer hinanden godt, idet PEST beskriver fjernmiljøet i samfundet, hvor Porter beskriver nærmiljøet i den specifikke branche. Som virksomhed er det vigtigt at være i stand til at reagere proaktivt på forandringer i samfundet, idet disse faktorer direkte eller indirekte kan påvirke virksomhedens indtjeningssevne og i værste fald virksomhedens overlevelse på sigt.

Ligesom virksomhedens eksterne forhold skal tilpasses, er det også væsentligt at holde fokus på de interne faktorer. Således skal virksomheden være i stand til at benytte de kompetencer og ressourcer de besidder bedst muligt, hvilket vil give en konkurrencemæssig fordel. Den interne analyse vil derfor tage udgangspunkt i Porters værdikæde

PEST

PEST modellen er en metode hvortil man er i stand til at analysere omverdenen og de makroforhold der kan påvirke ICC i fremtiden. PEST stammer fra engelsk og står for politiske (**P**olitical), økonomiske forhold (**E**conomic), sociale forhold (**S**ocio-cultural) og teknologiske forhold (**T**echnological)⁹. Disse faktorer kan både på kort og lang sigt have betydning for værdien af ICC.

⁹ Hans-Henrik Søndersted-Olsen, side 121

Politiske forhold

Størstedelen af ICC's omsætning afsættes til det europæiske marked – markeder som må formodes at være temmelig stabile hvad angår politiske og lovgivningsmæssige aspekter. Chancen for at der indføres nye forhold på det politiske eller lovgivningsmæssige område, som har en negativ effekt på ICC's fremtidige drift vurderes som værende lille. Tværtimod må det modsatte formodes – eksempelvis så vi under finanskrisen at europæiske lande indførte hjælpepakker, for at bringe mere ro på hele det finansielle system.

Hvor omsætningen primært er koncentreret omkring Europa, ligger den altovervejende produktion i Kina med 67% og øvrige Asien med 16 %¹⁰. Disse forhold gør at ICC er stærkt afhængig af de politiske forhold i Asien – forhold som kan være yderst svære at forudsige og som kan have en kraftig påvirkning på driften. Tilbage i 2005 indførte Kina handelsbarrierer i form af en eksporttold på 74 forskellige varer herunder visse detailvarer¹¹. Disse varer blev tillagt en told på op til DKK 3 pr. enhed, en udgift som ikke var muligt at sende videre til forbrugerne. Tolden er sidenhen blev afskaffet igen. Tidligere har der ligeledes været indført kvoter for tekstilimport fra Kina, for at tilgodese de europæiske producenter. De europæiske producenter har aldrig kunnet konkurrere med de væsentlig mere omkostnings effektive asiater, hvorfor aftalen aldrig fik den tilsigtede effekt, og blev afskaffet i 2008¹². Dette er to eksempler på at nye politiske tiltag kan have store økonomiske konsekvenser for ICC såvel som for mange andre virksomheder i detailbranchen med produktion i Østen.

Økonomiske forhold

Aktiviteten i samfundet er afhængig af de økonomiske forhold og har en altafgørende indflydelse på efterspørgslen i samfundet, dette gør sig i høj grad også gældende for detailbranchen. Finanskrisens indtog tog som i så mange andre brancher totalt pusten ud af detailbranchen. ICC blev ramt af den økonomiske afmatning, da kunderne blev yderst forsigtige med at foretage indkøb, hvilket bremsede økonomien, da finanskrisen satte ind i

¹⁰ IC Companys årsrapport 2009/10 side 28

¹¹ http://borsen.dk/nyheder/artikel/1/73421/dansk_tekstil_staar_til_smaek_paa_kina-told.html

¹² <http://www.scm.dk/hg/sc/artikel.nsf/0/LWON77VGTK?OpenDocument>

2008. Salget i detailbranchen er siden da ikke kommet op i samme niveau, idet tal fra Dansk Erhverv viser at salget i branchen ligger på samme niveau som i år 2005. 5-6 års vækst er derved forsvundet og heri er der dog ikke engang taget højde for inflation¹³. For ICC er det vigtigt at opfatte disse signaler, og i sådanne situationer rette blikket mod nogle af de lande som rent faktisk har klaret sig rigtig godt med stigende omsætning i samme periode, herunder f.eks. Sverige og Holland.

Under lavkonjunkturer svækkes den almindelige forbrugertillid, hvilket medfører at købe- og investeringslysten forsvinder. Ifølge Danmarks Statistik var de danske forbrugere inden finanskrisens indtog generelt positive omkring deres økonomi, hvor indekset lå på 10¹⁴ - som så efterfølgende under krisen faldt, og nåede et bundniveau på -16,6 i oktober 2008. Nu er optimismen vendt og forbrugertilliden var i juni 2011 på 3, og har således stabiliseret sig igen. Årsagen til den lave forbrugertillid under finanskrisen skal selvfølgelig ses i lyset af de økonomiske udsigter. Medierne og markedernes indbyrdes påvirkning har skabt en negativ effekt, som også har gjort finanskrisen til et psykologisk fænomen. Den massive mediedækning må formodes at have forstærket finanskrisen og det at vi forbrugere hele tiden blev bekræftet i krisen og dens betydning, kan ikke undgå at have en afsmittende negativ effekt på forbrugernes tillid til markedet og deres købelyst, hvilket i sidste ende også vil have betydning for en virksomhed som ICC.

En betydelig del af ICC's køb –og salgstransaktioner foregår i udenlandsk valuta, hvilket betyder at virksomheden har væsentlige valutarisici. ICC har sine største indtægter i DKK, SEK og EUR, mens udgifter til køb af varer primært foretages i Fjernøsten i USD og USD relaterede valutaer¹⁵. Disse risici afdækkes primært ved terminskontrakter, men det til trods vurderes virksomhedens valutarisiko stadig som værende til stede.

En stor del af ICC's gæld er bestående af kortfristede lån, hvilket betyder at disse er variabelt forrentet. I årene hvor renten har været lav, har ICC draget stor fordel af dette, men i takt

¹³ <http://www.b.dk/danmark/detailhandlen-er-slaaet-fem-aar-tilbage>

¹⁴ <http://www.dst.dk/pukora/epub/Nyt/2011/NR289.pdf>

¹⁵ IC Companys årsrapport 2009/10 side 34

med at renten vil stige foreligger en refinansieringsrisiko for virksomheden. Virksomheden har været i stand til at nedbringe en ikke ubetydelig del af deres kortfristede gæld til pengeinstitutterne, hvilket kan aflæses af selskabets finansielle omkostninger som er formindsket væsentligt i forhold til 2008/09.

Sociokulturelle forhold

De sociokulturelle forhold omhandler forbrugerens efterspørgsel og præferencer, som varierer over tid ved ændringer i trends, indkomst og befolkningens sammensætning. ICC har som tidligere nævnt valgt at benytte en multibrand strategi, hvilket betyder at de forsøger at ramme en så bred målgruppe som muligt. Saint Tropez og Soaked In Luxury rammer den mere prisbevidste forbruger, hvor mærker som designers Remix Collection og Malene Birger er rettet mod forbrugeren for hvem det betyder noget at iføre sig tøj hvor design og tidens trend er i højsædet, men samtidig heller ikke har noget imod at betale det lidt ekstra herfor. Fælles for alle koncernens brand er at trenden ændrer sig konstant, og der kommer hele tiden nye kollektioner. På baggrund heraf er det derfor yderst vigtigt at ICC er på forkant med ændringer i trends.

Forbrugerne er i høj grad blevet mere beviste om deres valg af forbrugsgoder, de tillader sig mere luksus og bliver derved mere individuelle. Som forbruger vil mange gerne købe produkter som er med til at identificere hvem man er som person, og alt afhængig af hvordan man klæder sig og hvilke mærker man vælger at iføre sig, vil forskellige værdier komme til udtryk. De senere år har vi set en klar tendens til at selv velstående forbrugere, vælger at sammensætte deres garderobe af både det mere pris-billige tøj indenfor de gængse basisvarer, og så vælger at komplimentere det med mere designprægede produkter hvor der ikke er gået på kompromis med valget.

Et andet aspekt som ICC har fokus rettet på er deres holdning og aktive deltagelse indenfor CSR. ICC anser selv social ansvarlighed for at være en helt naturlig del af det at drive en virksomhed. "IC Companys ønsker at drive forretning på en måde, der fremmer en

bæredygtig global udvikling med respekt for mennesker og natur”¹⁶. ICC blev i 2007 tilsluttet FN’s Global Compact, som er et frivilligt initiativ grundlagt af Kofi Annan, som har til formål at involvere internationale private virksomheder i håndteringen af de største sociale og miljømæssige udfordringer, som primært vedrører menneskerettigheder, arbejdsstandarder, miljøbeskyttelse og bekæmpelse af korruption¹⁷. Herudover støtter ICC og de 11 brands en række andre initiativer, som hver især har til formål at hjælpe mennesker i nød samt fremme den bæredygtige udvikling.

Teknologiske forhold

En teknologisk faktor, som har stor indflydelse på ICC er e-handel. Danskerne er vilde med e-handel, og netop tøj er et af de produkter som forbrugerne handler mest via e-handel¹⁸. Der ses en tydelig trend til at f.eks. børnefamilier med en travl hverdag benytter e-handel fordi det er nemt og hurtigt, ligesom der i visse tilfælde vil være penge at spare. Herudover ses at tøjbutikker, mange med en snæver kundekreds, i stadig højere grad har valgt at benytte e-handel for at nå et bredere publikum. Her er det muligt at vise en masse forskellige varer, og således vil kundegruppen som man sigter efter automatisk udvide sig.

I 2010 havde 88 % af alle danske familier en computer i hjemmet. Mere end to ud af tre danskere mellem 16 – 74 år benyttede e-handel til køb i løbet af 2010, hvilket svarer til godt 68 % af danskerne¹⁹. ICC indledte i regnskabsåret 2008/09 et samarbejde med en af de førende aktører på markedet indenfor e-handel, GSI Commerce inc, hvor 8 af de 11 brands er repræsenteret. Koncernen ser et kæmpe potentiale indenfor netop e-handel området. E-handel åbner døren for endnu en distributionskanal for ICC, og koncernen arbejder målrettet mod at få de resterende brands tilkøbet, idet der ifølge ICC ligger et kæmpe potentiale indenfor e-handel, som man regner med at kunderne i højere grad vil efterspørge denne salgskanal.

¹⁶ IC Company årsrapport 2009/10 side 35

¹⁷ <http://dk.iccompanys.com/sr.cfm>

¹⁸ <http://www.fashionforum.dk/danskerne-er-vilde-med-e-handel>

¹⁹ <http://www.dst.dk/pukora/epub/upload/15239/it.pdf>

Opsummering på PEST-analyse

Nedenstående tabel viser ud fra PEST analysen, de omverdensforhold, som har størst påvirkning for IC Companys.

Tabel 2: Opsummering af PEST-analyse

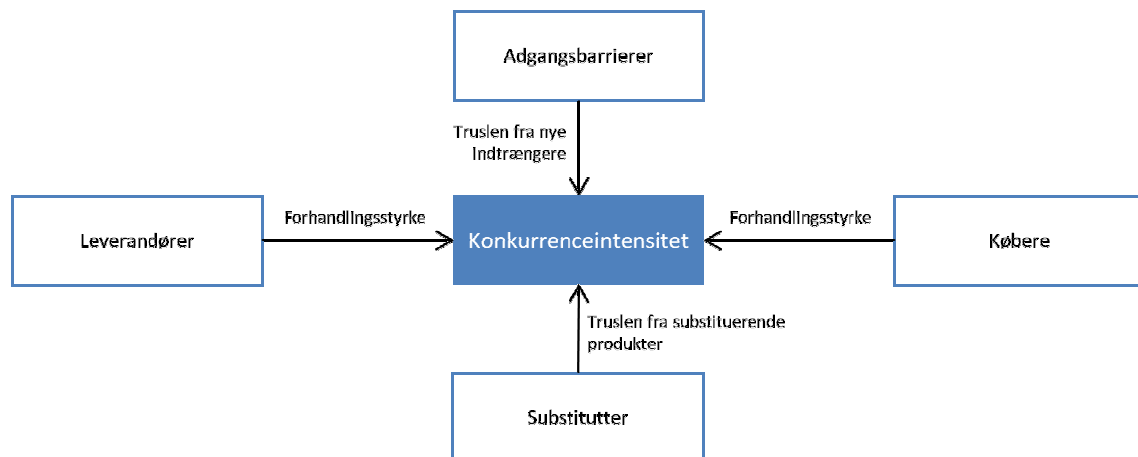
Politiske faktorer	Økonomiske faktorer
Salg i primært europa	Konjunkturer i samfundet – forbrugertillid og psykologi
Hjælpepakker	Valutarisici
Produktion i kina	Renterisici
Handelsbarriere Kina	
Sociokulturelle faktorer	Teknologiske faktorer
Udvikling i trends	Flere og flere husstande har computer i hjemmet
Indkomstfordeling	E-handel
Multibrandstrategi	
Tøj i dag en del af forbrugers identitet	
Corporate Social Responsibility	

Porters 5 Forces

Porters 5 Forces benyttes for at analysere konkurrencesituationen for ICC. Ved at benytte denne analyse berøres alle de faktorer der har indflydelse på konkurrenceforholdene i branchen²⁰. Modellen analyserer på konkurrenceforholdene skitseret i nedenstående figur.

Figur 9: Porters Five Forces

Kilde: Egen tilvirkning



Leverandører

ICC's produkter bliver udelukkende fremstillet hos underleverandører hvilket giver en stor fleksibilitet. Hovedparten af disse leverandører ligger i Asien hvilket svarer til godt 83 %²¹, mens resten af produktionen ligger i Europa. Ingen af ICC's leverandører står for mere end 6 % af den samlede produktion, hvilket er med til at minimere leverandørrisikoen. Sikkerhed for levering samt leveringstiden er af afgørende betydning for valg af leverandører. Det gælder for ICC om at opnå sikkerhed for at de respektive kollektioner er klar til den nye sæson da produktets levetid er relativt kort, og samtidig er "time to market" et afgørende konkurrenceparameter, således ICC har mulighed for at følge tidens trends og hurtigt få en ny kollektion på markedet – et koncept som brandet Saint Tropez har stor succes med i disse år.

²⁰ Johnson, Scholes & Whittington, side 59

²¹ IC Companys årsrapport 2009/10, side 33

For ICC er det vigtigt at have et godt samarbejde med deres leverandører – dette kan sikres gennem længerevarende kontrakter, som derved er med til at opnå fornuftige priser og en kvalitet som er i top. Udbuddet af leverandører er stort, og dette medfører et prispres i branchen som kan komme ICC til gode, på trods af at leveringssikkerhed må formodes at have første prioritet. Generelt må leverandørernes forhandlingsstyrke overfor ICC derfor antages at være begrænset.

Kunder

ICC opererer på et marked hvor der er tale om 2 typer af kunder – engrosbutikkerne som sælger ICC's respektive mærker samt salg til slutforbrugeren via egne konceptbutikker.

For slutbrugeren er markedet præget af et væld af forskellige brands, hvor forbrugeren har mulighed for at skifte fra et brand til et andet uden skifteomkostninger. Dette gør at forbrugeren i meget sjælden grad er loyale over for et brand, men mere køber tøj hvor design, trend og pris er af afgørende faktor. For at sprede og minimere risikoen for at forbrugerne vælger alternative brands frem for dem i ICC portefølje, benytter de sig af en multibrandstrategi netop for at opnå en vis diversifikation. Indirekte må forbrugeren derfor antages at have en høj forhandlingskraft, men hver forbruger står for køb af en lille mængde, og derved vil denne forhandlingskraft ikke have den store påvirkning på ICC rent indtjeningsmæssigt.

ICC er meget afhængig af at de respektive engrosbutikker køber deres kollektioner, idet virksomheden afsætter 60,7 % af deres tøj gennem disse engrosbutikker. Det gør det derfor muligt for forhandlerne at ligge et vist prispres på produkterne, men idet volumen på antal engrosbutikker er så stort vurderes den enkelte engroskunde at have en lav grad af forhandlingskraft overfor ICC. Herudover består ICC's portefølje af stærke brands på deres kernemarkeder, som qua deres styrke også må bevirke en lav grad af forhandlingskraft fra engroskunderne.

Potentielle indtrængere/adgangsbarriere

En af de faktorer der er bestemmende for hvor meget konkurrence der er på et bestemt marked, afhænger af hvor nemt det er for nye udfordrere at etablere sig på det givne marked. Hvis man ønsker at etablere sig som ny aktør i detailbranchen, er initialinvesteringen relativt lille. Markedet for detail må betegnes som fragmenteret, og adgangsbarriererne er forskellige alt afhængig af hvilket marked man ønsker at entrere. Som udgangspunkt kræves et godt design, og en eventuel leverandør i Asien for at holde omkostningerne nede på produktionssiden. Sådanne nystartede virksomheder findes der mange af på det danske marked, men disse vurderes ikke som umiddelbare konkurrenter for ICC. For at kunne konkurrere med ICC er det nødvendigt at have et godt brand, og det tager tid at slå et brand fast i forbrugernes bevidsthed. Samtidig kræves en vis volumen så man kan drage nytte af stordriftsfordele ved blandt andet at samle logistik og sourcing. ICC's konkurrenter vurderes derfor ikke at komme for de nyetablerede små virksomheder, men derimod fra de allerede eksisterende danske og udenlandske store aktører, som dog må formodes at størstedelen allerede agerer på de markeder som ICC også agerer i.

Adgangsbarriererne indenfor engros må derfor betegnes som værende forholdsvis lave, idet de små nyetablerede virksomheder ikke vil være i stand til at være markedsudfordrer. Branchen er præget af et marked med få store aktører samt en lang række mindre udfordrere, som grundet deres manglende kapacitet og volumen ikke er i stand til at konkurrere med de store spillere, og derfor anses potentielle indtrængere ikke at have en negativ effekt på ICC's fremadrettede vækst.

I modsætning til engros må adgangsbarriererne indenfor retail betegnes som værende særdeles høje – det kræver en stor initialinvestering, der er høje faste omkostninger, det tager tid at etablere sig på markedet og få udvalgt butiksljemål ligesom der kræves en organisation til at bakke op og understøtte butikkerne.

Substituerende varer

Som udgangspunkt findes der ingen direkte substitut for tøj, dog kan skiftende konjunktur, mode og generelle trends få forbrugerne til at substituere ICC's brands med andre mærker. I

en periode med lavkonjunkturer kan forbrugerne måske have tendens til at vælge et prissegment som ligger en anelse under ICC, herunder f.eks. Zara og H&M. Skiftende mode og generelle trends forsøger ICC at sikre sig mod ved som tidligere nævnt at forkorte time-to-market og lancere flere kollektioner i løbet af året.

Konkurrenceintensiteten

Detailbranchen er en branche der er præget af stor konkurrence i markedet, både fra store detailvirksomheder samt mindre niche butikker. ICC's primære konkurrenter udgøres af bla. H&M, Bestseller, BTX Group og Inditex. Det er alle kendte brands indenfor den internationale detailbranche, og konkurrencen er høj. Kundernes loyalitet overfor de respektive brands er meget begrænset, grundet der ikke er skifteomkostninger i forbindelse med at vælge andre mærker, som i den givne sæson performer bedre på eksempelvis design, kvalitet og pris. Den store andel af aktører i markedet er med til at presse priserne, men det må formodes at ICC står godt rustet med det nye fundament de har fået opbygget, og basis for fremtidig vækst dermed er til stede.

Opsummering på Porters 5 Forces

Tabel 3: Opsummering af Porter's Five Forces

Forces	Karakteristik
Leverandører	Benytter sig af underleverandører, giver stor fleksibilitet Minimerer leverandørrisiko Afhængig af kollektioner hvorfor godt samarbejde er vigtigt Prispres Time-to-market
Kunder	Engros og retailkunder Lav loyalitet hos forbrugeren grundet der ingen skifteomkostninger er Diversifikation via multibrandstrategi
Adgangsbarrierer	Lave adgangsbarrierer i engros grundet lille initialinvestering Høje adgangsbarrierer i retail grundet høj initialinvestering, det tager tid at etablere sig
Substitutter	Ingen direkte substitutter indenfor detail Valg af billigere mærker kan dog forekomme
Konkurrenceintensitet	Høj konkurrence i detailbranchen Få store og mange mindre aktører Lav kundeloyalitet

Kilde: Egen tilvirkning

Porters værdikæde

Porters værdikæde benyttes til at analysere på virksomhedens hovedprocesser, samt vurdere hvor i virksomheden værdiskabelsen finder sted. Selve værdikæden er opbygget af en række primærfunktioner samt støttefunktioner, som nedenstående figur viser. Den konkrete fysiske fremstilling af produktet, salget og levering til forbrugeren er de primære aktiviteter. Support aktiviteterne er grundlaget for de primære aktiviteter, og er naturligvis indbyrdes afhængige²².

Figur 10: Porters værdikæde

Kilde: Egen tilvirkning



Denne model er i særdeleshed essentiel for en virksomhed som ICC, idet koncernen som tidligere nævnt har valgt en multibrandstrategi, som betyder at strategien skaber værdi gennem en meget systematisk udnyttelse af branchekompetencer på tværs af de respektive brands, og samtidig udnytter de stordriftsfordele som en række fællesfunktioner giver. Hvert enkelt brand understøttes af en fælles platform – denne platform tager sig af alle støttefunktionerne, og er med til at give de enkelte brands ikke ubetydelige omkostning –og kvalitetsfordele i markedet.

Indgående logistik

Ved indgående logistik vil der for virksomheder i detailbranchen være tale om ordreoptagelse og indkøb. Det har i det tilgængelige materiale for ICC ikke været muligt at finde specifikke informationer omkring dette område, men det må formodes at indkøbsprocessen relaterer sig til både engros og retail salget. Det vurderes ikke at ICC i denne proces er i stand til at skabe sig en konkurrencemæssig fordel i forhold til de større konkurrenter, men essentielt er det at den indgående logistik er opdateret med IT systemer der er i stand til at optimere lagerstyringen så man præcist ved hvor meget der ligger på

²² Johnson, Scholes & Whittington side 110-111

lager af et given styk style. ICC har fået et nyt IT system Point of Sale²³ - dette system forventes at skabe omkostningsbaserede fordele, men konkurrenter til ICC forventes alle at have et fuldt opdateret system, så dette vil ikke give koncernen en fordel mod konkurrenterne.

Fremstillingsprocessen

ICC's produkter udarbejdes af underleverandører primært i østen, som i seneste regnskabsår har stået for 83 % af produktionen, mens Europa har de resterende 17 %. Der benyttes 427 leverandører, hvoraf de 14 største står for omtrent 30 % af produktionen. Som tidligere nævnt i Porters Five Forces står ingen leverandører for mere end 6 %, hvilket bevirker at koncernen ikke er specielt eksponeret for risikoen ved at være afhængig af en enkelt leverandør. ICC benytter sig i forbindelse med deres sourcing af egne sourcing kontorer som er placeret i henholdsvis Kina, Hong kong, Bangladesh, Vietnam, Indien og Rumænien. Dette må betegnes som værende en stor styrke for ICC, og samtidig giver det også en stor fleksibilitet, således det f.eks. er muligt hurtigt at foretage sourcing omlæggelser og derved udnytte nye sourcingmuligheder. Code of conduct er en del af aftalegrundlaget med underleverandørerne. ICC vil sikre sig at disse opfører sig etisk korrekt, og overholder de minimumskrav som koncernen har fastsat. Det kan f.eks. være ønsket om ikke at anvende børnearbejde i produktionen, at kopivarer ikke forefindes og at kvaliteten er tilfredsstillende.

Fordelene for ICC ved at benytte sig af sourcing består bla. i at der skal benyttes få kapitalressourcer, og samtidig giver det en ikke ubetydelig fleksibilitet. Ulempen kan så være at de kan gå hen og blive afhængige af visse leverandører, men dette område prøver koncernen så at minimere ved at have regler for hvor stor en andel en enkelt leverandør må have.

Udgående logistik

Koncernens sourcede varer fra Asien transporteres primært med containerskibe til Europa – dette svarer ca. til 90 %, mens de resterende 10 % foregår via luftfragt. Den lille del af sortimentet som produceres i Europa bliver viderebragt med lastbiler. I slutningen af 2010

²³ IC Company årsrapport 2009/10 side 29

var logistikstrukturen igennem en optimeringsproces, der gerne skulle medføre at varerne bliver funktionsopdelt og samtidig bliver mere effektiviseret. Der findes 3 større lagerfaciliteter, hvoraf 2 er beliggende i Danmark i henholdsvis Brøndby og København, hvor lageret i Brøndby tager sig af de fladtpakkede varer og København de hængende varer. Sidste lager er placeret i Lodz i Polen som håndterer overskudsvarer og markedsføringsmaterialer.

Fragtrater er i denne sammenhæng en afgørende faktor. Koncernen har under den økonomiske recession formentlig kunne gøre brug af forholdsvis lave fragtrater, men koncernen oplyser nu selv at bl.a. øgede transportomkostninger vil få en negativ effekt i det kommende 2010/11 regnskab²⁴

Salg og markedsføring

ICC har salgsselskaber i 11 lande, og derudover findes en eksportorganisation som arbejder gennem eksterne agenter og distributører. ICC opererer på et marked, hvor der er tale om 2 typer af kunder – engrosbutikkerne som sælger ICC's respektive mærker, samt salg til slutforbrugeren via egne konceptbutikker. Disse distributionskanaler er tidligere beskrevet i afsnittet omhandlende Porters 5 Forces under kunder og vil derfor ikke blive bearbejdet yderligere i dette afsnit.

Qua koncernens multibrandstrategi er de respektive brands selv ansvarlig for deres markedsføring. Det er således brandet selv der selvstændigt har til formål at positionere sig i markedet og opnå en konkurrencemæssig fordel. Den fælles platform understøtter så med alle de funktioner som ikke ligger under det enkelte brand. Denne form for supply chain frigør en masse tid for de enkelte brands, som derved udelukkende kan koncentrere sig om de aktiviteter der er medvirkende til at brandet står stærkere i markedet mht. positionering overfor konkurrenterne. Effekten af denne multibrandstrategi er derfor en afgørende faktor når vi taler markedsføring, og ICC må forventes at opnå en betydelig fordel herved. Måden hvorpå de forskellige brands positionerer sig i markedet er forskellig, grundet de hver især appellerer til forskellige forbrugertyper mht. design og pris.

²⁴ Q3 regnskabsmeddelelse 2010/11

Service

Det sidste led af værdikæden varetages af supportfunktionerne, der yder al service efter salg til kunden. Servicen kan omfatte generel kundeservice, reklamationer og bytteservice. Som en god service til kunderne yder ICC landsdækkende bytteservice hvis man handler i deres egne "Companys" butikker.

Støttefunktioner

Støtteaktiviteterne underbygger primæraktiviteterne og strækker sig ofte over alle primæraktiviteterne. Støttefunktionerne i værdikæden relaterer sig til infrastruktur, HR, IT og indkøb. Qua implementeringen af multibrandstrategien foreligger den egentlige indkøbsfunktion ikke hos støttefunktionerne, men i støttefunktioner hos de respektive brands.

Koncernen lægger stor vægt på driftssikre IT systemer, funktionel e-handel, samt hele tiden at være på forkant med den teknologiske udvikling. Det vurderes dog ikke at have afgørende betydning i forhold til at opnå konkurrencemæssig fordel, idet det må konkluderes at virksomheder af den størrelse har sådanne funktioner helt på plads.

Den helt afgørende støttefunktion hvor ICC ønsker at gøre en forskel i forhold til konkurrenterne er på human ressource området. Der har været lagt stor vægt på at udvikle og professionalisere hele rekrutteringsprocessen, og det at være i stand til at tiltrække og beholde de kompetente og dedikerede medarbejdere. Som et led i denne udvikling har koncernen oprettet 4 akademier, som retter sig mod salgspersonale (Retail Academy), sælgere i engrossalg (Wholesale Academy), ledere på alle niveauer (Leadership Academy) samt generelle kurser for alle medarbejdere (Employee Academy).

De primære aktiviteter i værdikæden berører opgaven fra indgående logistik til produktet bliver markedsført og kommer ud i salgsleddet. Denne "time-to-market", som er berørt tidligere i opgaven, er af helt essentiel betydning for ICC. Konkurrenten H&M kan have

et "time-to-market" på mellem 3-6 uger²⁵ mens Zara under det spanske Inditex siger de kan tage et produkt fra designfasen til produktet ligger på forhandlerens hylde i løbet af kun 2 uger²⁶. ICC er rent produktionsmæssigt slet ikke gearet til at matche disse gennemløbstider, og er derfor nødsaget til at være meget skarpe i forudsigelsen af kommende modetrends i forhold til de store spillere som H&M og Inditex. Samtidig har de ikke i lige så høj grad mulighed for prompte at reagere på ændringer i trenden ved at producere nye kollektioner i løbet af 2-3 uger. ICC forsøger dog at holde lidt trit med konkurrenterne, og brandet Saint Tropez som er det mærke i porteføljen der udvikler flest nye kollektioner i løbet af et år, har en time-to-market på 3 måneder²⁷, så fokus i værdikæden må fremadrettet ligge i at strømline hele værdikæden således koncernen i fremtiden vil kunne reducere deres time-to-market på alle deres brands.

Opsummering på Porters værdikæde

For at bibeholde de konkurrencemæssige fordele som ICC på nuværende tidspunkt besidder, er det vigtigt at benytte virksomhedens interne kompetencer. Dette skal de gøre ved at:

- ▶ Udnytte stordriftsfordele og den effektivisering som den fælles platform giver
- ▶ Bibeholde en god kundeservice
- ▶ Fortsætte med at outsource produktionsdelen til primært Asien
- ▶ Fremadrettet have øget fokus på time-to-market

²⁵ http://www.manpower-bs.co.il/_Uploads/dbsAttachedFiles/HAndM.pdf

²⁶ http://www.businessweek.com/globalbiz/content/apr2006/gb20060404_167078.htm

²⁷ IC Companys årsrapport 2009/10 side 16

Delkonklusion – SWOT

Som delkonklusion på den strategiske analyse laves en SWOT analyse. Denne analyse skal ikke betragtes som en egentlig analyse, men mere en opsummering og konklusion på de analyser, der er foretaget af de eksterne og interne forhold. Den konkluderer på virksomhedens interne (Strength, weaknesses) som eksterne forhold (Opportunities, Threats) i prioriteret rækkefølge.

Tabel 4: SWOT analyse

Styrker	Svagheder
Multibrandstrategi	Time-to-market er for lang i forhold til konkurrenter
Den fælles platform	Rent omsætningsmæssigt meget afhængig af få mærker
Outsourcing af produktion	Flere af de "gamle" brands sælger dårligt
E-handel hos 8 ud af 11 brands	Været lang tid med lancering af e-handel
Ikke afhængige af få leverandører	Kundegruppe uden egentlige skifteomkostninger
Human ressource	
Stort fokus på corporate social responsibility	
Muligheder	Trusler
Forbedre time-to-market	Øget konkurrence i detailbranchen
Øget udvikling af E-handel	Lavkonjunkturer
Yderligere opkøb af brands til porteføljen	Lavere mærkeloyalitet
Nye markeder	Handelsbarrierer Kina
Effektiv markedsføring	

Kilde: Egen tilvirkning

Den strategiske analyse har nu været rundt om de interne og eksterne forhold, som jeg finder relevant i forhold til den tidligere stillede problemformulering.

Sammenfattende kan det konkluderes, at ICC's store styrke er deres multibrandstrategi som understøttes af den fælles platform. De vil dog i fremtiden være nødsaget til at arbejde kraftigt med en af deres svagheder nemlig time to market samt deres afhængighed af enkelte brands herunder Peak Performance. Koncernen er dog fuldt opmærksom på at der skal foretages forbedringer, grundet enkelte dele af koncernen stadig ikke skaber tilfredsstillende resultater. Tendensen har været at de oprindelige mærker er blevet beskyttet på trods af dårlige resultater, men såfremt ICC ønsker at få koncernen helt op i

gear skal fokus på omkostningsminimering, effektivitet og øget salg også gælde de såkaldte "gamle" brands. Hvis ICC også i fremtiden skal være i stand til at konkurrere mod de store spillere i markedet, skal fokus fremadrettet være på yderligere udvikling af E-handel, time-to-market skal reduceres, ligesom det løbende skal undersøges om det vil være rentabelt at indtage nye markeder og eventuelt opkøbe yderligere mærker til porteføljen af brands.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen af ICC gennemføres for at vurdere virksomhedens økonomiske performance, ligesom årsagerne til udviklingen analyseres. Regnskabsanalysen vil sammen med den strategiske analyse danne grundlag for budgetteringen og den senere værdiansættelse af ICC. Analysen vil tage udgangspunkt i de seneste 5 års regnskaber fra 2005/06 - 2009/10, og nøgletal vil hvor det er muligt blive beregnet ud fra gennemsnitstal.

Regnskabsanalysen opdeles i følgende 2 dele:

- ▶ Rentabilitetsanalyse
- ▶ Risikoanalyse

For at skabe et bedre fundament for beregningen af nøgletal til regnskabsanalysen, er det valgt at reformulere regnskabet så man kan udlede samspillet mellem drift, investering og finansiering. Driften er den primære årsag til værdiskabelsen i virksomheden, og er derfor vigtig at få isoleret.²⁸ Finansieringen beskriver hvorledes driften er finansieret, hvorfor man ved at reformulere regnskabet vil se den gearingsmæssige effekt på de opstillede nøgletal.

I opstillingen af resultatopgørelsen bliver skatten allokeret på de enkelte poster ved brug af den effektive skattesats. Korrektioner til regnskabet inkluderes også, hvorefter NOPLAT findes. Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i NOPLAT, idet denne post beskriver driftsresultatet efter skat.

Regnskabspraksis

Koncernregnskabet bliver aflagt i overensstemmelse med IFRS og yderligere danske oplysningskrav for årsrapporter for børsnoterede selskaber (regnskabsklasse D). Koncernregnskabet aflægges i danske kroner som anses for at være den primære valuta for koncernens aktiviteter.

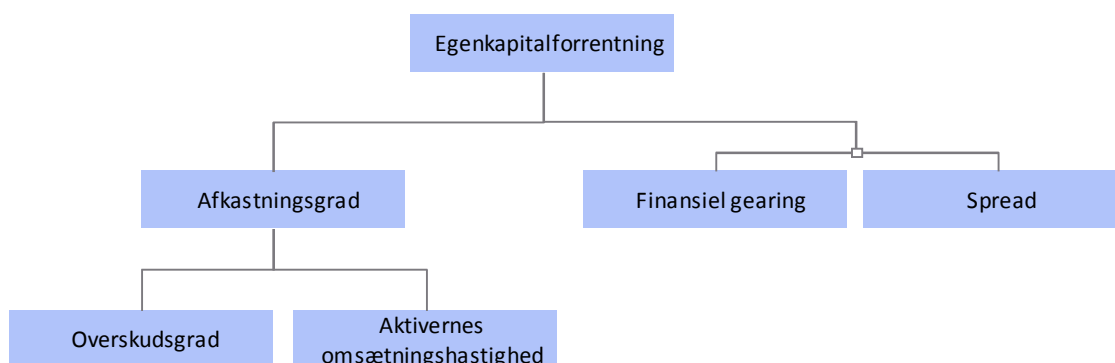
²⁸ Penman side 290

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i Dupont modellen. Denne model er et godt værktøj til på en systematisk måde at belyse en virksomheds driftsøkonomiske situation og forventede udvikling.

Figur 11: Du Pont model

Kilde: Egen tilvirkning



Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i egenkapitalforrentningen, hvorefter der analyseres på de underliggende drivere, som kan opdeles i driftsmæssige og finansielle drivere²⁹

Egenkapitalforrentning (ROE)

Egenkapitalforrentningen udtrykker det afkast ejerne opnår ved den investering de har foretaget i den respektive virksomhed.

Tabel 5: Egenkapitalforrentningen

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Egenkapitalforrentning	43,6	35,8	23,2	39,7

Kilde: IC Company årsrapporter

Ovenstående tabel viser en udvikling i analyseperioden fra 23,2%-43,6%. Generelt kan det siges at forrentningen ligger på et højt niveau, der væsentlig overstiger ejernes afkastkrav, som jf. afsnit omhandlende værdiansættelse er estimeret til 10,83%. ICC oplever dog et fald i egenkapitalforrentningen i perioden 2007/08 – 2008/09, hvor årsagen hertil nok primært

²⁹ Elling og Sørensen, side 101

skal søges i finanskrisens indtog nationalt som internationalt. Egenkapitalforrentningen (ROE) påvirkes af 3 forhold – ICC's evne til at udnytte dets nettoaktiver, nettolånerenten samt den finansielle gearing. Udviklingen for disse 3 nøgletal i den valgte analyseperiode kan ses i nedenstående skema.

Tabel 6: Finansielle nøgledata

	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
ROIC (afkastningsgraden)	29,6	20,8	12,8	28,7
FGEAR	0,6	0,9	0,9	0,4
SPREAD	25,0	16,1	11,1	27,0
Nettolånerente	4,6	4,7	1,7	1,7

Kilde: IC Company årsrapporter 2005/06 – 2009/10

Som ventet påvirkes faldet i ROE også af en tilsvarende faldende tendens for ROIC'en. ROIC udtrykker overskuddet i forhold til den investerede kapital, og måler derved ledelsens effektivitet i brugen af virksomhedens aktiver til at genere et overskud. Det er ikke kun en faldende ROIC der påvirker ROE. SPREAD som måler forskellen mellem ROIC og nettolånerenten følger same tendens som ROIC med fald i perioden frem til 2008/09 hvorefter vi oplever en stigning i SPREAD fra 11,1 til 27,0.

Afkastningsgraden (ROIC)

Afkastningsgraden måler som nævnt overskuddet i forhold til den investerede kapital, og måler derved ledelsens effektivitet i brugen af virksomhedens aktiver til at generere et overskud. Afkastningsgraden kan dekomponeres i to underliggende værdidrivere nemlig overskudsgraden (OG) samt aktivernes omsætningshastighed (AOH). Overskudsgraden beskriver indtægt og omkostningsforholdet, og udtrykker derved driftsresultatet per omsat krone. Det gælder derfor om at have så høj en overskudsgrad som muligt. Aktivernes omsætningshastighed belyser virksomhedens kapitaltilpasningsevne, dette viser forholdet mellem virksomhedens aktivitet og den investeret kapital i virksomheden. Ud fra ovenstående figur ses udviklingen i ROIC over den femårige analyseperiode. Koncernen har oplevet et fald fra 29,6% i 2006/07 til 12,8% i 2008/09, hvorefter afkastningsgraden øges til 28,7% i 2009/10.

Den negative udvikling for ROIC skyldes ændringer i de to underliggende værdidrivere OG og AOH.

Overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Ser vi på udviklingen i overskudsgraden i perioden 2005/06-2009/10, findes her forklaringen på den faldende udvikling i nettodriftsaktivernes afkast.

Tabel 7: Overskudsgrad og omsætningshastighed

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Overskudsgraden (OG)	6,8	7,9	5,6	3,4	7,3
Aktivernes omsætningshastighed	n/a	3,7	3,7	3,8	4,0

Kilde: IC Company årsrapporter

Den faldende OG henover analyseperioden er den direkte årsag til den negativ udvikling i ROIC'en. Da finanskrisen gjorde sit indtog, faldt salget og koncernen var i samme ombæring ikke succesfuld med at justere deres omkostningsside i tide. Både produktion og medarbejderstaben skulle være tilpasset krisen, men dette er først en proces, som ICC senere gav sig i kast med.

Aktivernes omsætningshastighed ligger stabilt og på nogenlunde samme niveau i hele perioden med en lille stigning de sidste to regnskabsår. Niveauet for aktivernes omsætningshastighed anses som værende tilfredsstillende, og derved kan det konkluderes at aktivernes omsætningshastighed ikke har påvirket ROIC i negativ retning.

Ovenstående analyse viser med al tydelighed at ICC's helt store problem under og efter den globale økonomiske recession har været at få styr på omkostningssiden, således den stod mål med omsætningen. I takt med at forbrugertilliden faldt kom ICC ud i økonomisk stormvejr – og den nye ledelse måtte ændre strategi fra et ønske om forøgelse af vækst og indtjeningsevne, blev fokus nu rettet ind på at strømline hele koncernen, således ICC i sidste ende vil komme styrket ud af den finansielle krise og stå som en endnu stærkere spiller i markedet for modebranchen. I august 2008 iværksatte ledelsen en række tiltag som havde det formål at øge den samlede indtjeningsevne. Ledelsen forventede at disse tiltag ville give

en reduktion i omkostningsbasen på godt 200 – 250 mio. DKK, og blandt de vigtigste tiltag var:

- ▶ 4 brand-organisationer blev sammenlagt til 2, der var her tale om Martinique/Inwear samt Jackpot/Cottonfield.
- ▶ Ansvarsfordelingen mellem brands og salgsselskaber blev ændret, så alt operativt salgsansvar blev placeret i salgslandene.
- ▶ Tabsgivende salgsaktiviteter i Spanien og Kina blev afviklet.
- ▶ Aktiviteter vedrørende indretning af butikker er blevet outsourcet.
- ▶ Medarbejderstaben er reduceret i mange dele af virksomheden, således koncernen blev tilpasset den nuværende situation.

Omkostningsbasen lykkedes det at få reduceret med 272 mio. DKK, når man korrigerer for nye aktiviteter som nyåbninger i retail samt lancering af ny distributionskanal via e-handel. Den fulde effekt ses dog først i regnskabet for 2009/10. Nettoomsætningen er i 2009/10 faldet med 125,8 mio. DKK set i forhold til 2008/09 – det til trods lykkes det ICC at øge deres EBITDA med ca. 33,5 % således EBITDA-marginen stiger fra 8,5 % i 2008/09 til 11,8 % i 2009/10. Det kan hermed konkluderes at ICC fuldt ud er lykkedes med deres strategi omkring reduktion af omkostningsbasen, og nu foreligger arbejdet i igen at få øget nettoomsætningen efter den økonomiske recession og vinde yderligere markedsandele indenfor detailbranchen. ICC er i hvert fald kommet styrket ud af processen og står godt rustet til den fremtidige konkurrence med en organisation som er trimmet på mange områder.

ICC har for perioden 1 – 3 kvartal 2010/11 igen formået at realisere tocifret vækst på trods af stadig svære markedsforhold. Nettoomsætningen er steget fra 2.861,2 i 2009/10 til 3.208,1 i 2010/11, og således har koncernen oplevet en stigning i EBITDA svarende til 1,6% fra 446,3 til 453,6³⁰. Koncernen har i årets 3 første kvartaler oplevet et pres på bruttomarginen, grundet eksterne faktorer som har haft en negativ effekt på virksomhedens sourcing i kraft

³⁰ IC Companys 3 kvartals rapport 2010/11

af øgede omkostninger og en skærpet konkurrence på engrosmarkedet – herunder er leverandørkapacitet, øgede transportomkostninger og råvarepriser. Koncernens to salgskanaler engros og retail har begge oplevet en tocifret vækst i nettoomsætningen, mens indtjeningsmarginen udviklede sig forskelligt i de to segmenter. Retailsegmentet øgede deres indtjeningsmargin fra 5,4% til 5,9%, mens engrossegmentet oplevede en tilbagegang fra 22,5% til 20,3%. Dette skyldes blandt andet at koncernen har flere optimeringsmuligheder inden for retailsegmentet. 10 ud af koncernens 11 brands oplevede fremgang i regnskabsårets første 3 kvartaler, hvoraf de 5 skabte tocifret vækst. Denne fremgang understøttes af en positiv udvikling i samtlige af de geografiske markeder - i Danmark har forbrugerne været en anelse længere om igen at se positivt på økonomien i forhold til de andre skandinaviske lande, men oplever nu mindre fremgang efter længere tids tilbagegang.

På baggrund af disse positive tendenser forventer koncernen derfor, at de er i stand til at realisere en omsætning i størrelsesordenen af DKK 3,9-4,0 mia. for 2010/11 samt et resultat af primær drift på DKK 320-360 mio.

Risikoanalyse

Formålet med en risikoanalyse, er at vurdere sandsynligheden for at virksomhedens indtjening ikke bliver som forventet. Dette kaldes også variabilitetsrisikoen ³¹ Risikovurderingen har betydning for ejernes afkastkrav, idet man almindeligvis antager at investorerne er risikoaverse, og at øget risiko vil blive afspejlet i et højere afkastkrav. Risikoanalysen opdeles i driftmæssig og finansiel risiko. Driftsrisikoen måler sandsynligheden for udsving i indtjeningen, hvor den finansielle risiko måler kapitalstrukturens indflydelse ved udsving i indtjeningen.

³¹ Elling og Sørensen side 126

Driftmæssig risiko

Når man skal ind og vurdere på den driftmæssige risiko fokuseres der udelukkende på de faktorer som er medvirkende til at påvirke stabiliteten i den driftmæssige indtjening. Disse faktorer kan opdeles i 3 kategorier³²

- ▶ Eksterne risici
- ▶ Strategiske risici
- ▶ Operationelle risici

Når man taler om eksterne risici, er der tale om de omverdens forhold, som kan have en direkte påvirkning på ICC's indtjening. Disse forhold er tidligere beskrevet i den strategiske analyse under PEST analysen, hvorfor der ikke analyseres på disse forhold igen. Generelt kan man konkludere at konjunkturudviklingen, selvfølgelig har en høj smittende effekt på ICC. Koncernen er disponeret for udvikling i trends og den heraf følgende moderisiko, hvor ICC ved hjælp af deres multibrandstrategi har en høj grad af diversifikation grundet deres 11 forskellige brands.

ICC er afhængig af produktionen i Østen, og såfremt der indføres specielle handelsbarrierer vil dette have indflydelse for koncernen. Denne risiko vurderes dog til at være lav, idet det må formodes at størstedelen af ICC's konkurrenter vil være eksponeret for samme risici, samt at udenrigsforholdene på globalt plan skal ændre sig væsentligt for at dette får konsekvenser for branchen.

Under de strategiske risici hører typisk branchemæssige forhold. Konkurrencemæssigheden i detailbranchen er for ICC's vedkommende stor. Markedet består af få store spillere på markedet og en del mindre aktører – små aktører som ikke umiddelbart udgør den store konkurrent for ICC. Adgangsbarriererne er forskellige alt afhængigt af hvilket marked man ønsker at entrere. Som tidligere beskrevet er barrieren indenfor engros begrænset, og der kræves en lille initialinvestering. Anderledes ser det ud med retail, som kræver en høj

³² Plenborg og Petersen, side 227

initialinvestering og en organisation der understøtter hele processen med at få etableret butikker. ICC er ikke kritisk afhængige af bestemte leverandører, og ingen leverandør står for mere end 6 % af den samlede produktion, hvilket minimerer risikoen. Markedet indenfor detail er præget af lav kundeloyalitet grundet der ingen skifteomkostninger er. Disse strategiske risikofaktorer vurderes derfor som værende mellem.

Hvad angår de operationelle risici, vurderes kundetilfredsheden generelt til at være høj. ICC har i deres egne butikker landsdækkende bytteservice, og generelt må alle deres brands betegnes som værende af god kvalitet. Koncernen har rettet fokus på omkostningsstrukturen, og efter stor udskiftning i både bestyrelse og ledelse vurderes det, at disse besidder kvaliteter og kompetencer som supplerer hinanden godt. Herudover har det øgede fokus på HR en medvirkende faktor i kvaliteten af medarbejderstaben. I dag er det i særdeleshed blevet vigtigt at virksomhederne har fokus på CSR, ellers kan dette medføre store konsekvenser. Børnetøjsmærket Name It fra Bestseller har i en periode hemmeligholdt overfor både myndighederne og pressen at virksomheden har solgt børnetøj med et for højt indhold af forbudte kemikalier, som i værste fald kan være kræftfremkaldende³³. Bestseller er forpligtiget til at indberette sådanne fund, og denne overtrædelse kan ud over en formentlig bøde også få store konsekvenser i forhold til forbrugerne, som kan miste tilliden til Bestseller såfremt de får fornemmelsen af at vigtige oplysninger tilbageholdes. ICC skal undgå sådanne fejl ved at have fokus på kvaliteten af varer og den efterfølgende kontrol, inden varerne bliver sendt ud på hylderne, hvilket det også vurderes de generelt lever op til. De operationelle risici vurderes derfor som værende mellem.

Ud fra de 3 risiko-faktorer vurderes den samlede driftsrisiko som værende mellem.

Finansiell risiko

Den finansielle risiko tager hensyn til effekten af at en del af investeringerne finansieres ved fremmedkapital. Ved en større andel af fremmedkapital stiger ejernes afkastkrav, da de er

³³ <http://www.business.dk/detail/kraeftrisiko-i-boernetoej-fra-bestseller>

lavere stillet i prioritetsrækkefølgen end simple kreditorer. Det er derfor kapitalstrukturen der analyseres på her³⁴.

Den primære risiko ligger i ikke at have likviditet til virksomhedens fortsatte drift. Evnen til at honorere sine forpligtelser på både kort såvel som lang sigt er nødvendigt således der fleksibilitet og mulighed for at opsøge nye forretningsmuligheder. Virksomheder i likviditetsproblemer kan derfor være nødsaget til at fravælge lønsomme forretningsområder eller tilegne sig øgede finansielle omkostninger pga. Manglende likviditet.

For at analysere virksomhedens mulighed for at honorere dets forpligtelser benyttes en current og quick ratio³⁵, som henholdsvis beskriver omsætningsaktiverne i forhold til den kortfristede gæld og de mest omsættelige aktiver - likvider, værdipapirer, tilgodehavender i forhold til den kortfristede gæld.

Tabel 8: Likviditetsgrad

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Likviditetsgrad 1 (current ratio)	0,94	0,81	0,89	0,93	1,18
Likviditetsgrad 2 (quick ratio)	0,42	0,37	0,38	0,43	0,52

Kilde: IC Companys årsrapporter

Begge definitioner for likviditetsgraden vises en løbende stigning fra 2006/07-2009/10, hvilket primært skyldes at den kortfristede gæld i denne periode er nedbragt betragteligt fra

DKK 1.282,7 mio. til DKK 802,9 mio. På trods af nedbringelsen i den kortfristede gæld vurderes ICC's kortsigtede likviditetsrisiko som værende på et betænkeligt niveau, idet det kræver et stabilt cash flow til at kunne dække de kortfristede betalinger.

³⁴ Plenborg og Petersen side 233-234

³⁵ Penman side 700-701

Tabel 9: Nøgletal til langsigtet likviditetsrisiko

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Finansiell gearing	n/a	0,6	0,9	0,9	0,4
Soliditetsgrad	34,8	30,6	24,5	28,5	42,8

Kilde: IC Companys årsrapporter

Likviditetsrisikoen på længere sigt kan til dels betragtes ud fra den benyttede kapitalstruktur. I tabel 9 ses den finansielle gearing samt soliditetsgraden. Den finansielle gearing måler graden hvorpå nettodriftsaktiver er finansieret med nettorentebærende gæld eller egenkapital. Den finansielle gearing har ligget på et stabilt niveau under den økonomiske recession, men dykker kraftigt for året 2009/10. Denne udvikling skal søges dels i en stigende gennemsnitlige egenkapital samt andelen af nettorentebærende gæld er faldet. Dette skyldes at ICC har været i stand til at nedbringe en stor andel af deres kortfristede gæld til kreditinstitutter fra DKK 447,2 mio. i 2008/09 til 175,3 i 2009/10.

I soliditetsgraden ses efter en periode med faldende tendens en tydelig ændring fra 2008/09 til 2009/10, hvor soliditetsgraden er steget fra 28,5 til 42,8. Denne ændring af kapitalstrukturen må karakteriseres som værende et positivt tegn for koncernen, idet den langsigtede likviditetsrisiko på baggrund af en forholdsvis moderat finansiell gearing og en fornuftig soliditetsgrad vurderes som værende på et lavt/mellem niveau.

ICC besidder renterisici relateret til koncernens rentebærende passiver gennem variabelt og fastforrentede lån³⁶. Koncernen har nydt godt af de lave renter på deres variabelt forrentede lån gennem den finansielle krise, men i takt med at renten begynder at stige er det en faktor som koncernen har været nødsaget til at have for øje, idet det kan betyde et øget finansielt beredskab for at honorere de finansielle forpligtigelser. ICC har som tidligere nævnt nedbragt en stor del af den kortfristede gæld, hvilket formindsker den rentemæssige risiko betragteligt.

ICC benytter sig af køb og varesalg i udenlandsk valuta, hvilket betyder at virksomheden har væsentlige valutarisici. ICC har sine største indtægter i EUR, DKK og SEK, mens varekøbet

³⁶ IC Companys årsrapport 2009/10 side 75

hovedsageligt foretages i Fjernøsten i USD eller hertil relaterede valutaer³⁷. Disse risici afdækkes primært ved terminkontrakter, men på trods af det, vil koncernen ved økonomiske kriser rammes særlig hårdt, grundet den primære købsvaluta USD typisk apprecierer mens salgsv valutaerne deprecierer. Det betyder at varen købes dyrt, mens der samtidig kommer mindre penge i kassen grundet salgsv valutaerne er faldet i kurs. Den finansielle risiko vurderes derfor som værende mellem-høj.

I forhold til ovenstående risikoanalyse vurderes ICC's driftmæssige samt finansielle risici som værende mellem.

Delkonklusion

I regnskabsanalysen er gennemført en analyse af rentabilitet og risiko. Denne analyse er gennemført med henblik på at vurdere den økonomiske udvikling på baggrund af årsregnskaberne for 2005/06 – 2009/10. Ligeledes danner regnskabsanalysen i forlængelse af den strategiske analyse grundlag for budgetteringen og den heraf følgende værdiansættelse af ICC.

Regnskabsanalysen er baseret på reformuleret resultatopgørelse og balance. Grunden til dette skyldes, at posterne vedrørende driften og finansieringen ønskes adskilt.

Forrentningen af egenkapitalen har gennem analyseperioden udviklet sig negativt, dog med en stor stigning i år 2009/10. Årsagen til den faldende egenkapitalforrentning skyldes generel nedgang i omsætningen samt at koncernen ikke har været i stand til at tilpasse deres omkostninger til den faldende omsætning, som derved også påvirker overskudsgraden i negativ retning ligesom. SPREAD følger samme tendens som ROIC'en. Gennemsnitlig ligger egenkapitalforrentningen i et niveau på 35,5%, hvilket må betegnes som værende højt.

Afkastningsgraden følger samme tendens som udviklingen i egenkapitalforrentningen. Årsagen hertil skal alene søges i en faldende overskudsgrad, idet aktivernes

³⁷ IC Companys årsrapport side 34

omsætningshastigheder ligger på et stabilt niveau i hele perioden. Den faldende overskudsgrad skyldes koncernens manglende evne til at tilpasse omkostningerne under den økonomiske recession som følge af den faldende omsætning.

I den gennemførte risikoanalyse vurderes den driftmæssige risiko som værende mellem. Dette skyldes risikoen på de strategiske og operationelle risici, hvor ICC befinder sig i et marked med høj konkurrenceintensitet, hvor kundeloyaliteten er lav grundet der ingen skifteomkostninger er. Markedet er kendetegnet ved de to distributionskanaler engros og retail, hvor adgangsbarriererne er forskellig idet engrossegmentet kræver en lille initialinvestering, hvorimod retail er en tidskrævende og dyr proces - begge segmenter udgør i større eller mindre grad dog en trussel rent konkurrencemæssigt.

Under de operationelle risici hører risikoen for det CSR relaterede område angående fokus på kvalitet og den efterfølgende kontrol af tøjet, således ICC ikke havner i en situation som Bestseller.

Den finansielle risiko fremstår som værende mellem, idet ICC ud fra de beregnede likviditetsgrader har udsigt til at være en smule presset rent likviditetsmæssigt. Dette skal dog sammenholdes med en stigende soliditetsgrad som følge af nedbringelse af kortfristet gæld. Grundet ICC benytter sig af køb og salg i udenlandsk valuta opstår her en betydelig risiko, og det er primært disse to parametre der tilstedekommer en finansiell risiko på mellem.

ICC fremstår som en virksomhed som efter finanskrisens indtog er ved at finde fodfæste igen. Virksomheden har været igennem en optimeringsproces med fokus på generel strømlining af virksomheden samt reducere af omkostningsbasen. Resultatet af denne proces ses på trods af en faldende nettoomsætning i den øgede EBITDA i 2009/10 i forhold til 2008/09, og koncernen forventer øget vækst for det kommende regnskabsår 2010/11.

Budgettering

Efter bearbejdning af den strategiske samt regnskabsmæssige analyse, tager værdiansættelsen udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme, som fastlægges i budgettet. Budgettet er derved fundamentet for hele den pengestrømsorienterede analyse og skal hænge sammen med de analyserede observationer i den strategiske og regnskabsmæssige analyse. Det er derfor væsentligt, at der fastlægges realistiske budgetforudsætninger, idet kvaliteten af værdiansættelsen afhænger af kvaliteten af budgettallene.

Ved anvendelse af den to periodiske værdiansættelses model DCF, skal der tages stilling til hvor lang en budgetperiode der skal arbejdes med i budgetteringen. Med henblik på fastsættelse af budgetperiode for ICC, skal det være muligt at budgettere sig til et terminalled, som afspejler virksomheden i steady-state³⁸. I forbindelse med budgetteringen benyttes en top-down metode, hvor der bliver budgetteret på omsætning, EBITDA-margin, afskrivningsats, skattesats og balanceestimeringer. Budgetperioden strækker sig over 10 år, da ICC befinder sig i et vækstscenarie over de kommende år. Dette scenarie er ikke realistisk over en længere årrække, hvorfor der i budgetteringen skal korrigeres for dette, så ICC ender ud i et steady-state scenarie. Budgetteringen løber således til 2019/20, hvorefter terminalleddet indtræffer.

Omsætningsvækst i %

Ud fra regnskabsanalysen er der ikke observeret en specifik trend angående vækst i omsætningen, idet der over perioden har været en stigning de første par år hvorefter omsætningen faldt under den finansielle krise.

Koncernen selv forventer at realisere en omsætning for regnskabsåret 2010/11 i størrelsesordenen på DKK 3.900 – 4.000 mio.³⁹, hvilket svarer til en stigning på godt 11,5 %. Baseret på analysen for Q1-Q3 2010/11 vurderes dette at være et opnåeligt resultat. Koncernen forventer herefter at de vil være i stand til at fastholde dette vækst momentum ved hjælp af nyåbninger primært fokuseret på franchise, effekten af butiksåbninger i

³⁸ Plenborg og Petersen side 26

³⁹ Regnskabsmeddelelse 3. Kvartal 2010/11

indeværende år, øget fremgang i ordreoptaget ligesom der forventes færre annulleringer af ordre. Ledelsen forventer derved en omsætning i størrelsesordenen på DKK 4.300 – 4.400 mio. for året 2011/12 svarende til en stigning på omtrent 10,3 % set i forhold til ledelsens budgetterede omsætning for 2010/11. Ser man på kvaliteten af koncernens forventninger om de forventede omsætnings estimer gennem analyseperioden fra 2005/06 -2009/10, kan det konkluderes at ledelsen i 4 ud af 5 regnskabsår har formået at estimere deres omsætningsvækst med et yderst tilfredsstillende resultat, hvor variansen mellem budgetteret og realiseret nettoomsætning har været lille.

På baggrund af dette estimeres omsætningen til at stige med 11,5 % i 2010/11 og 10,3 % i 2011/12. Dette sker med en forventning om at følgende forhold gør sig gældende:

- ▶ Konjunktoren skal være positiv og udmønte sig i en stigende forbrugertillid, hvorved salget kan komme op på et niveau der reflekterer normal købsadfærd hos forbrugerne under en stabil økonomisk konjunktur.
- ▶ I retail-segmentet har der været nedlukninger af tabsgivende butikker, mens man har investeret i nye butikker, som skal være med til at sikre høj vækst indenfor dette segment.
- ▶ ICC skal fremadrettet forbedre koncernens time-to-market, således virksomheden er i stand til at agere hurtigt på skiftende trends.

Det forventes dog ikke at ICC vil være i stand til at opretholde en omsætningsvækst på 10-12 % i hele budgetperioden – formodningen er at markedet stille og roligt vil finde sit leje, hvorfor der estimeres med en vækst på 5 % i 2012/13, som lineært falder til 2,0% i 2018/19 hvorefter den stabiliseres på 2%.

Til brug for omsætningsvæksten i terminalleddet estimeres en vækst på 2%, grundet en forventning om at ICC ikke er i stand til over tid at øge omsætningen mere end inflationsraten, som gennem de sidste 20 år gennemsnitligt har ligget på 2,12%⁴⁰. Ligeledes

⁴⁰ Danmarks statistik, forbrugerindeks og årlig inflation

anbefales det at omsætningsvæksten i terminalleddet estimeres til et niveau svarende til inflationsraten

EBITDA-margin

Baseret på regnskabsanalysen har ICC oplevet både gode og dårlige tider. EBITDA-marginen har i den analyserede periode ligget i niveauet 8,5 % til 13,4 % med et gennemsnit på 11,8%. EBITDA-marginen estimeres for år 2010/11 at være 11,2% - dette er baseret på koncernens evne til at kontrollere de faste omkostninger samtidig med at der vil forekomme en øget omsætning, og for de rullende 12 måneder har EBITDA-margin været på 10,9%. 2011/12 – 2014/15 estimeres til 12%, og herefter estimeres det at ICC på længere sigt vil opleve andre faktorer som har en negativ effekt på EBITDA-marginen. Som beskrevet i strategiafsnittet inkluderer dette leverandørkapacitet samt øgede transport og råvarepriser. Den øgede konkurrence gør at markedet bliver mere transparent for kunderne, hvilket vil påvirke EBITDA-marginen i negativ retning. Det estimeres at EBITDA-marginen på længere sigt vil falde til 11,5 %, som vil blive benyttet i terminalleddet.

Effektiv skattesats i %

Den effektive skattesats har i analyseperioden været svingende med et gennemsnit på 24,6 %. Dette stemmer godt overens med den danske skattesats for erhvervsvirksomheder i Danmark på 25 %, og idet ICC er placeret i Danmark er den effektive skattesats i budgetperioden fastsat til 25 %.

Af- og nedskrivninger i % af anlægsaktiver

Af- og nedskrivninger har i perioden ligget på 13,9-22,9 % set i forhold til anlægsaktiver. Udsvingene er udtryk for større nedskrivninger i forbindelse med finanskrisen, hvorfor det forventes at niveauet vil falde en anelse over de kommende år. Den estimerede af- og nedskrivningsprocent fastsættes som et gennemsnit af af- og nedskrivningsprocenten i analyseperioden, og estimeres derved til at være 17,6% af anlægsaktiverne.

Vækst i anlægsaktiver

Væksten i anlægsaktiver estimeres til at være 6% de kommende to regnskabsår, hvorefter væksten falder lineært til 2% i år 2015/16. Væksten i anlægsaktiver følger aktiviteten i

virksomheden, hvorfor væksten ses højere frem til 2011/12, mens væksten herefter aftager til et mere stabilt niveau.

Estimering af working capital

Estimeringen af working capital inkluderer varebeholdninger, tilgodehavender samt driftsgæld set i forhold til omsætningen. For estimering af disse benyttes gennemsnitstal fra analyseperioden 2005/06-2009/10, idet det ikke forventes at det fremtidige niveau ændrer sig over tid. For yderligere opsplittning henvises til bilag.

Værdiansættelse

På baggrund af den strategiske og regnskabsmæssige analyse samt budgetteringen, vil værdiansættelsen tage udgangspunkt i DCF-modellen, hvorunder en estimation af WACC finder sted.

Discounted Cash Flow

En af de mest benyttede modeller i praksis for værdiansættelse af virksomheder er DCF modellen. Modellen bygger på et princip om tilbagediskontering af de fremtidige frie cash flow. DCF modellen tager udgangspunkt i en to-periodisk model, hvor der arbejdes med både en budget og terminalperiode. Terminalperioden måler den værdiskabelse som der ligger i perioden efter budgetteringen. Valg af tidspunkt for beregning af terminalværdien, er det vigtigt at ligge i en periode, hvor virksomhedens udvikling forventes at følge en steady-state (konstant) udvikling⁴¹. Estimering af terminalværdien foretages ud fra Gordons vækstmodel, som antager et voksende frit cash flow med en vækstrate, estimeret i budgetteringsafsnittet til at antage et niveau på 2%.

Den to-periodiske DCF model ved brug af Gordons vækstformel kan opskrives som nedenstående⁴²:

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

hvor g = konstant vækst i terminalled

n = Antal år i budgetperiode

⁴¹ Elling og Sørensen side 187

⁴² Rådgivningsudvalget, FSR side 44

Estimering af WACC

Idet DCF modellen definerer det cash flow, som er til deling mellem ejere og långivere, er det nødvendigt at tilbagediskontere cash flowet med et bestemt afkastkrav, som afspejler begge parterers risikopfattelse. Hertil benyttes de gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC. WACC'en defineres som følgende⁴³:

$$\text{WACC} = r_e \cdot \frac{E}{E + D} + r_d \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - t)$$

hvor r_e = Ejernes afkastkrav

r_d = Fremmedkapitalomkostning

E = Markedsværdi af egenkapital

D = Markedsværdi af nettorentebærende gæld

t = Selskabsskattesats

Estimering af ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav udtrykker det afkast, som ejerne forventer at få ved at påtage sig en given risiko ved investering i det pågældende selskab. Der findes flere modeller til estimering af dette afkastkrav, men den mest anvendte er Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁴⁴. Selve ideen med denne model, er at risikotillægget udelukkende består af den risiko, som det ikke er muligt at eliminere ved en veldiversificeret portefølje. CAPM vises som:

$$\text{CAPM} = r_e - r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

hvor r_f = Den risikofrie rente

β = Den systematiske risiko

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

⁴³ Rådgivningsudvalget, FSR side 50

⁴⁴ Köller, Goedhart, Wessels, side 234

Et estimat for den risikofri rente findes i praksis ved den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation⁴⁵. Den effektive rente på denne obligation er pr. 30. Juni 2011 2,98%⁴⁶

Systematisk risiko er den risiko, som det ikke er muligt at diversificere sig fra ved en bred portefølje. Denne risiko bestemmes ved beta (β), og er således et udtryk for hvordan porteføljen korrelerer i forhold til markedet. En beta på 1, betyder at investeringens risikokorrelation er lig med markedet. En beta under 1 udtrykker en risiko under markedsrisikoen, mens en beta over 1 udtrykker en risiko større end markedet⁴⁷. En større betaværdi vil derved betyde større risiko, hvorfor afkastkravet stiger.

Estimering af beta beregnes ud fra en peer-gruppe, hvor der er udvalgt en række sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Idet virksomhederne ofte har forskellig kapitalstruktur og heraf finansiell gearing er det nødvendigt at korrigere for dette. Dette gøres ved at beregne den ugearede beta⁴⁸. Den ugearede beta beregnes med følgende formel⁴⁹:

$$\beta_u = \frac{\beta_{ek}}{1 + \frac{D}{EK}}$$

Gennemsnittet af den ugearede beta vil herefter fungere som den estimerede beta for ICC. Tabel 10 viser de 7 udvalgte peers i både gearet og ugearet form. Ud fra de 7 peers ugearede beta værdier, fås en gennemsnitlig ugearet beta værdi på 1,24, hvorefter aktiebetaen beregnes:

$$\beta_{ek} = \beta_u \cdot \left(1 + \frac{D}{EK}\right) = 1,24 \cdot \left(1 + \frac{0,12}{0,88}\right) = 1,41$$

⁴⁵ Koller, Goedhart, Wessels, side 236

⁴⁶ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/nbf/121429>

⁴⁷ Rådgivningsudvalget FSR, side 55

⁴⁸ Koller, Goedhart, Wessels side 236

⁴⁹ Rådgivningsudvalget FSR, side 57. Gælder antagelse om at beta for gælden er lig 0.

Tabel 10: Peergruppe til brug for WACC estimering

	Land	Ugearet beta	Egenkapital	Fremmedkapital
Hennes & Mauritz AB	Sverige	0,77	100%	0%
Benetton Group S.p.A.	Italien	0,72	63%	37%
Esprit Holdings Ltd.	Hong Kong	1,00	100%	0%
Polo Ralph Lauren Corp.	USA	1,42	100%	0%
Hugo Boss AG	Tyskland	1,39	95%	5%
Oxford Industries Inc.	USA	1,71	84%	16%
Pacific Brands Ltd.	Australien	1,67	72%	28%
Simpelt gennemsnit		1,24	88%	12%

Kilde: FactSet samt egen tilvirkning

Udvælgelsen af peers er sket under forudsætning af at virksomhederne er børsnoteret, ligesom deres primære drift relaterer sig til tøjbranchen. De udvalgte virksomheder stammer fra seks forskellige lande, mens størsteparten må anses for at være globale virksomheder. Betaværdierne er fundet ud fra de respektive virksomheders indeks i hjemlandene på trods af at der er tale om internationale virksomheder, som burde måles mod internationale indeks. Disse internationale indeks har det ikke været muligt at fremskaffe, hvorfor beta er udregnet efter de respektive landes indeks.

Markedets risikopræmie er det tillæg, som investorer kræver for at investere i aktier, frem for mere sikre investeringer som for eksempel statsobligationer. Markedspræmien baseres i denne opgave på en undersøgelse, foretaget af PWC, hvor de spørger et stort antal investorer, og derefter tager gennemsnittet heraf. Denne gennemsnitlige markedsrisiko har i perioden 2005-2010 ligget i intervallet mellem 4-7,2%⁵⁰. Over 82% anvender en risikopræmie på mellem 4%-5%, hvorfor markedets risikopræmie estimeres til 4,5%. Ejernes afkastkrav kan derved opgøres til:

$$r_e = r_f + \beta \cdot (E(r_m) - r_f) = 2,98\% + 1,41 \cdot 4,5\% = 9,33\%$$

Illikviditetstillæg

Ved værdiansættelse af mindre illikvide aktier, ses ofte et tillæg i afkastkravet, idet CAPM i mange tilfælde forekommer som værende en utilstrækkelig beskrivelse af afkastkravet.

⁵⁰ PWC, Prisfastsættelsen på aktiemarkedet

Ved inddragelse af illikviditetstillægget vil CAPM modellen tillægge dette tillæg til den nuværende formel. ICC indgår i midcap indekset, hvor omsætningen i aktiehandel er noget mere begrænset end de mest likvide aktier i C20. Illikviditetstillægget estimeres til 1,5%, idet vi har at gøre med en virksomhed for hvilket markedsværdien ligger mellem DKK 500 – 3.500 mio⁵¹. Friheden Invest A/S ejer en væsentlig aktieandel, hvorfor en stor del af disse aktier ikke er i handel og der skal korrigeres for dette i tillægget. Ejernes afkastkrav herved bliver estimeret til:

Ejernes afkastkrav inkl. illikviditetstillæg = 9,33% + 1,5% = 10,83%

Estimering af langsigtet kapitalstruktur

Ved fastlæggelse af den langsigtede kapitalstruktur, vil denne blive estimeret med udgangspunkt i peer-gruppens nuværende gennemsnitlige kapitalstruktur. Tabel 10 viser kapitalstrukturen i ICC's peer-gruppe, og som det fremgår er peer-gruppen karakteriseret ved et antal af selskaber som er 100% egenfinansieret, og gruppens gennemsnitlige gældsandel udgør 12%. Dette harmonerer fornuftigt med sammensætningen af ICC's nuværende kapitalstruktur der udgøres af 82% egenkapital og 18% fremmedkapital.

Det vurderes derfor som værende fornuftigt at anvende en egenkapitalandel på 88% og 12% fremmedkapitalandel som den langsigtede kapitalstruktur.

Estimering af fremmedkapitalomkostninger

Estimering af fremmedkapitalomkostninger kan beregnes ud fra følgende formel⁵²:

$$k_d = (r_f + r_s) \cdot (1 - t)$$

hvor r_f = Risikofri rente

r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

t = Selskabsskattesats

⁵¹ Rådgivningsudvalget FSR, side 61

⁵² Rådgivningsudvalget FSR, side 53

Der benyttes samme risikofri rente som beregning af CAPM, hvor den toneangivende 10 årige statsobligation blev estimeret til 2,98%. Det selskabsspecifikke risikotillæg fastsættes på baggrund af den underliggende risiko i virksomheden. Idet ICC ikke er kreditratet, vil den tidligere risikoanalyse ligge til grund for risikotillægget.

Tabel 11: Risikotillæg ved forskellige kreditratings

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
10 år	0,45	0,54	0,63	1,44	2,55	3,67

Kilde: Rådgivningsudvalget FSR side 54

Den samlede risiko blev tidligere vurderet som værende mellem-høj, og derfor klassificeres ICC under kategorien BB hvilket ud fra nedenstående tabel svarer til et risikotillæg på 2,55%. På baggrund af ovenstående estimeres ICC's fremmedkapitalomkostninger til at være 4,15%

Marginal selskabsskattesats

Ligesom det fremgår i budgettet, forudsættes det at ICC's marginale selskabsskattesats er 25%, hvilket svarer til selskabsskattesatsen i Danmark.

Beregning af WACC

På baggrund af ovenstående kan de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger nu estimeres til:

$$\begin{aligned}
 \text{WACC} &= r_e \cdot \frac{E}{E + D} + r_d \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - t) \\
 &= 10,83\% \cdot 88\% + 4,15\% \cdot 12\% \\
 &= 10,03\%
 \end{aligned}$$

Denne WACC på 10,03% vil blive brugt til at tilbagediskontere de fremtidige cash flow for at estimere værdien af ICC.

Discounted cash flow

Ud fra ovenstående betragtninger samt budgetteringen kan værdien af ICC pr. d. 30.06 2010 ud fra DCF modellen beregnes til:

Tabel 12: værdiberegning IC Companys

DKK millioner	FY11F	FY12F	FY13F	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	Terminal	Forudsætninger	
Frit cash flow	116	216	250	271	293	296	308	318	327	333	340	WACC	10,03%
Diskonteringsfaktor	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,42	0,38		Vækst i terminal	2,0%
NV af cash flow	105	179	188	185	182	167	158	148	138	128		Antal aktier	16.942.807
NV af forecast	1.578												
NV af terminalled	1.629												
Enterprise Value	3.206												
Netto gæld	134												
Værdi af egenkapital	3.072												
Aktiens pris 30.06.2010	181												
Datokorrektion 30.06.2011	200												

Kilde: Egen tilvirkning

Fra ovenstående tabel bestemmes ICC's enterprise value pr. d. 30. juni 2010 til DKK 3.206 mio. mens den estimerede værdi af egenkapitalen udgør DKK 3.072 mio. Som kontrol på værdien ud fra DCF modellen ses, at der er overensstemmelse med værdien opgjort efter EVA modellen.

Idet den estimerede værdi er opgjort pr. 30. juni 2010, er det nødvendigt at datokorrigere denne værdi, idet der dermed tages højde for forrentningen af egenkapitalen. Markedsværdien pr. 30.06.2010 skal derved forrentes med WACC'en frem til 30.06.2011.

Markedsværdi pr 30.06.2011 = 3.072 mio. x (1+0,1033) = DKK 3.380 mio, svarende til DKK 200 pr. aktie. Ud fra den foretagne værdiberegning er værdien af egenkapitalen for ICC pr. 30.06.2011 derved DKK 3.380 mio.

EVA

Economic Value Added modellen (EVA) kan benyttes som alternativ til DCF modellen. Til forskel fra DCF bygger EVA på begreber som vi kender fra regnskabsanalysen, nemlig resultat af primær drift og investeret kapital. Såfremt de samme budgettestimeringer benyttes vil de

to modeller give samme værdiestimat⁵³, således er det muligt at sikre sig mod eventuelle implementeringsfejl i beregningen.

Den opstillede EVA-model består i modsætning til DCF-modellen af 3 led, hvor det første led i modellen er den investerede kapital, det andet led består af det fremtidige merafkast som differencen mellem den investerede kapital og afkastkravet, tredje led består af det fremtidige merafkast af terminalleddet.

Tablet 13: Værdiberegning ud fra EVA-model

DKK millioner	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	Terminal	Forudsætninger	
NOPLAT	235	289	304	318	332	326	337	346	353	360	367	WACC	10,03%
Investeret kapital, primo	881	1.001	1.074	1.128	1.175	1.213	1.243	1.272	1.300	1.326	1.352	Vækst i terminal	2,00%
Kapitalomkostninger	88	100	108	113	118	122	125	128	130	133	136	Antal aktier	16.942.807
EVA	147	189	196	205	214	204	212	218	222	227	231		
Diskonteringsfaktor	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,42	0,38			
NV of EVA	134	156	147	140	133	115	109	102	94	87			
NV afforecast	1.216												
NV afterterminalled	1.109												
Investeret kapital, primo	881												
Enterprise Value	3.206												
Netto gæld	134												
Værdi af egenkapital	3.072												
Aktiens pris 30.06.2010	181												
Datokorrektion 30.06.2011	200												

Kilde: Egen tilvirkning

EVA er medtaget i opgaven, således det er muligt at foretage kontrol på hvorvidt beregningen er foretaget korrekt. Idet begge modeller får en samlet markedsværdi på DKK 3.380 mio., antages beregningen som værende korrekt.

Multipelanalyse

Brugen af de relative værdiansættelsesmetoder er stor i praksis. Disse multipelanalyser betragtes som oftest som værende en quick and dirty metode, som fremstår som værende en mere simpel og hurtig metode til værdiansættelse af virksomheder frem for de tilbagediskonterede værdiansættelsesmodeller⁵⁴. Ved brug af de relative værdiansættelsesmodeller på børsnoterede virksomheder sammenlignes en række virksomheder indenfor

⁵³ Rådgivningsudvalget FSR, side 82

⁵⁴ Rådgivningsudvalget FSR, side 93

samme branche, hvorefter disse konverteres til multipler for derved at kunne fastsætte en værdi af den ønskede virksomhed. En lang række multipler kan benyttes såsom K/IV, P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, EV/OMS etc. I denne opgave er det besluttet at anvende EV/EBITDA, da denne multipelanalyse er den mest resultatorienterede uden at skulle justere for forskelle i afskrivningsperioder. Værdien som opnås vha. en multipelanalyse, vidner således om hvad pågældende aktie bør handles til lige nu set i forhold til hvad sammenlignelige virksomheder handles til lige nu. På trods af at multipler ofte anses for at være simple at anvende, er denne opfattelse forkert og dette kan i sidste ende betyde fejlagtige antagelser⁵⁵ Dette betyder, at det i praksis er nødvendigt at justere virksomhedernes handelsmultipler, således de tager højde for eventuelle virksomhedsspecifikke forskelle. Derfor må det forventes, at der vil figurere afvigelser på de enkelte virksomheders multipler i den ønskede peer-gruppe⁵⁶.

I henhold til ovenstående problematik er det dog valgt ikke at korrigere for virksomhedsspecifikke forskelle i peer-gruppens multipler, idet multipelanalysen er tiltænkt som et supplement til den tidligere anvendte DCF-model. Nedenstående tabel illustrerer resultatet af multipelanalysen.

Tabel 14: Multipel peergruppe og værdiansættelse

Selskab	EV/EBITDA 2010 A/E	Multipel værdiansættelse	
Hennes & Mauritz AB	11,92	ICC EBITDA	412
Benetton Group S.p.A.	5,05	Enterprise value	3.776
Esprit Holdings Ltd.	8,33	Net debt	134
Polo Ralph Lauren Corp.	11,06	Equity value	3.642
Hugo Boss AG	12,56	Pris pr. Aktie	215
Oxford Industries Inc.	10,30		
Pacific Brands Ltd.	4,90	Antal udestående aktier	16.942.807
Simpelt gennemsnit	9,16		

Kilde: FactSet samt egen tilvirkning

Ud fra multipelanalysen af EV/EBITDA indikeres det at ICC aktien bør handles til en kursværdi på DKK 215, hvilket ligger forholdsvis tæt på den beregnede værdi ud fra DCF-modellen på

⁵⁵ Plenborg og Petersen, side 94

⁵⁶ Koller, Goedhart, Wessels, side 315-317

DKK 200. Disse to værdier ligger begge lavere end ICC's aktuelle aktiekurs som pr. 30.06.2011 udgjorde DKK 221⁵⁷. Idet det må forventes at aktiekursen fastsat ved hjælp af DCF-modellen giver det mest retvisende billede, skal resultatet af hovedopgaven opfattes som der ligger en overpris i ICC's aktie, og derved en salgsanbefaling, idet aktien vurderes som værende prissat for højt i markedet.

Følsomhedsanalyse

Idet der i budgetteringen og ved valg af estimeringer er store usikkerhedsmomenter for brug af DCF modellen, er det svært at konkludere, om denne værdi giver et retvisende billede af den egentlige værdi af virksomheden. Formålet med følsomhedsanalysen er derfor at afdække, hvorledes værdien af ICC's aktie påvirkes af ændringer i centrale værdidrivere⁵⁸, hvor ændring i WACC samt ændring i vækst i terminalleddet vil blive belyst.

Ud fra tabel 15 ses det at ovennævnte WACC har betydning for den reelle værdi i DCF modellen. Med en ændring i WACC på 0,43 procentpoint i opadgående retning vil aktiekursen ved stigning i WACC ændre sig til DKK 184, og ved fald i WACC på 0,64 give en værditilgang i aktiekursen på DKK 218. Denne ændring i værdi, viser det er utroligt vigtigt at foretage en følsomhedsanalyse ved værdiansættelser, idet det dermed tydeligt fremgår hvad en lille ændring i et parameter kan have af betydning for værdien af selskabet.

Tabel 15: Følsomhedsanalyse - ændring i WACC og vækst i terminalled

		Ændring i WACC				
		1,25	1,33	1,41	1,49	1,57
		9,39%	9,71%	10,03%	10,34%	10,46%
Ændring i vækst	1,00%	203	195	188	181	175
	1,50%	210	201	193	186	179
	2,00%	218	208	200	192	184
	2,50%	226	216	207	198	190
	3,00%	237	225	215	205	197

Som det fremgår af beregningen af værdien ud fra DCF modellen, kommer 51% af den samlede enterprise value fra kapitalværdien i terminalperioden, hvorfor vækstraten har virkelig stor betydning for den samlede værdi. Ligesom ved eksemplet med WACC'en vil en

⁵⁷ <http://www.euroinvestor.dk/Stock/ShowStockInfo.aspx?StockId=274047>

⁵⁸ Koller, Goedhart, Wessels, side 290

ændring i vækst for terminalleddet med 1% i begge retninger medføre en ændring i aktiekurs på henholdsvis DKK 12 samt tilgang på DKK 15. Såfremt man samtidig ændrer i både WACC og vækst i opadgående retning vil disse ændringer blive endnu større.

Ud fra ovenstående kan det konkluderes at aktiekursen for et selskab er meget følsom overfor ændringer i de enkelte parametre, hvorfor værdiansættelsen af ICC er forbundet med en vis grad af usikkerhed, idet forudsætninger mange år ud i fremtiden kan være vanskelige at forudsætte, og derfor vil en sådan værdiansættelse ikke kunne stå alene uden velbegrundede valg for disse antagelser.

Delkonklusion værdiansættelse

Værdiansættelsen af ICC har taget udgangspunkt i den kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodel DCF, hvor WACC er benyttet som diskonteringsfaktor.

Ejerafkastkravet er beregnet ved hjælp af CAPM, og fastlæggelsen af den risikofrie rente er fundet ved at benytte den effektive rente på en 10 årig dansk statsobligation. ICC's betaværdi er fundet på grundlag af en peer-gruppe af sammenlignelige selskaber, hvor den gennemsnitlige ugerarede beta er valgt, På baggrund af dette er beta fastlagt til 1,41. Den fastlagte beta resulterer i et ejerafkastkrav på 10,83% og WACC på 10,03%.

Ud fra den foretagne værdiberegning efter DCF og EVA-modellen opnås en markedsværdi pr. 30.06.2011 på DKK 3.380 mio. Som kontrol på beregning af korrekt markedsværdi i DCF-modellen, er EVA benyttet, idet disse to modeller skal opnå samme værdi.

På baggrund af multiplen EV/EBITDA, beregnet ud fra peer-gruppen, antyder den relative værdiansættelse, at ICC bør handles til en værdi pr. aktie på DKK 215. Det kan dermed konkluderes at den beregnede værdi ved hjælp af DCF-modellen på DKK 200 ligger sig tæt op ad peer-gruppens EV/EBITDA multipel, og den aktuelle aktiekurs pr. 30.06.2011 på DKK 221 derved er prissat for højt.

Til vurdering af usikkerheden i de forskellige parametre er der foretaget en følsomhedsanalyse, der viser at ændringer i WACC og vækst i terminalled har stor betydning for værdien, hvorfor en sådan værdiansættelse er forbundet med en vis grad af usikkerhed.

Konklusion

Formålet med dette afgangsprøveprojekt var på grundlag af en strategisk og regnskabsmæssig analyse at estimere værdien af det børsnoterede selskab IC Companys A/S. På baggrund af de forudgående analyser er egenkapitalværdien pr. 30.06.2011 beregnet til DKK 3.380 mio, hvilket svarer til en pris pr. aktie på DKK 200.

Strategiske forhold

En række samfundsmæssige forhold har betydning for driften af ICC. Disse forhold relaterer sig primært til de økonomiske og sociokulturelle forhold.

Idet ICC har outsourcet størstedelen af deres produktion til Østen, vil den altovervejende risiko for nye politiske tiltag ligge her. Kina som står for 67% af den samlede produktion har tidligere haft indført handelsbarrierer, således blev varer i 2005 tillagt en eksporttold på op til DKK 3 pr. enhed, ligesom der også tidligere blev indført toldkvoter for tekstilimport. Begge tiltag er sidenhen blevet afskaffet. Sådanne politiske og lovgivningsmæssige tiltag er svære at forudsige for koncernen, og vil såfremt der bliver indført nye tiltag have en negativ effekt på ICC's drift.

Ligeledes har de økonomiske faktorer en væsentlig betydning for væksten i ICC, idet virksomheden i høj grad er eksponeret overfor konjunkturændringer i samfundet. Under finanskrisen blev ICC ramt af økonomisk afmatning, og pludselig stod omkostningsbasen ikke mål med den faldende omsætning, hvilket krævede drastisk strategiændring for at få trimmet virksomheden. I takt med at forbrugertilliden blev svækket mere og mere, forsvandt forbrugernes købe og investeringslyst. Denne tendens blev forstærket af mediernes magt, og påvirkede derved en virksomhed som ICC meget, idet forbrugerne enten holdt helt igen med nye tøj-køb eller søgte mod substitutter i det billigere segment.

Det konkluderes at de sociokulturelle forhold relaterer sig til udvikling af trends i detailbranchen. Disse trends ændres over tid, hvorfor det er altafgørende at ICC i deres designfase er på forkant med disse trends. Som forbruger er en tøj med til at identificere

hvem man som person er, og dette sker oftest med en blanding af de gængse basisvarer suppleret med mere designprægede produkter. I det ICC benytter en multibrandstrategi indeholder deres portefølje af brands tøj til flere segmenter, hvilket må betegnes som en væsentlig styrke for virksomheden. ICC anser social ansvarlighed som en naturlig del af det at drive virksomhed, og er meget aktiv indenfor CSR herunder er virksomheden blandt andet tilsluttet FN's Global Compact, hvor internationale virksomheder hjælper ved håndtering af sociale og miljømæssige aspekter.

Den væsentligste teknologiske faktor som har indflydelse på ICC er e-handel. Flere og flere forbrugere benytter computeren i hjemmet til at foretage deres indkøb. ICC har derfor fokus rettet på dette område og indledte i 2008/09 et samarbejde med GSI Commerce Inc, med intentionen om at forbedre og optimere dette område. I dag er 8 ud af koncernens 11 brands repræsenteret indenfor e-handel, og ICC arbejder målrettet for at få de resterende brands med, således alle 11 brands kan få gavn af den ekstra distributionskanal som e-handel må siges at være.

Konkurrenceintensitet i detailbranchen er høj, og markedet er præget af både store samt mange mindre butikker. De kæmper alle om kundernes loyalitet, som qua der ingen skifteomkostninger er, er meget lav. Adgangsbarriererne indenfor engrossegmentet er lave, grundet det kræver en forholdsvis lille initialinvestering og etablere sig på markedet, hvilket er en medvirkende til det store antal aktører i markedet. Indenfor retailsegmentet er adgangsbarrieren tværtimod høj, hvilket favoriserer eksisterende aktører, og gør det vanskeligt for nye små aktører at komme ind på markedet. Grundet ICC gør brug af underleverandører er dette medvirkende til at minimere leverandørrisikoen og opnår derigennem stor fleksibilitet. Ligeledes frigør det ressourcer som koncernen kan benytte på de områder i værdikæden der skaber størst værdi. Herunder skal fokus rettes mod at forbedre time-to-market, som set i forhold til de største konkurrenter er lang, outsourcing af produktion skal fortsættes ligesom koncernen skal udnytte de muligheder og effektiviseringer den fælles platform giver dem.

ICC opnår grundet deres multibrandstrategi en konkurrencemæssig fordel set i forhold til konkurrenterne. De 11 brands understøttes af en fælles platform, som tager sig af alle støttefunktionerne, hvor koncernen udnytter de stordriftsfordele som denne platform giver. Samtidig giver det en omkostnings- og kvalitetsfordel, hvor de respektive brands har mulighed for udnytte kompetencer på tværs af alle brands.

Det konkluderes dermed, at ICC skal benytte sig af de styrker koncernen besidder, således de kan skabe konkurrencemæssige fordele i forhold til konkurrenter, hvilket primært koncentrerer sig om deres multibrandstrategi og fælles platform samt fortsætte med at outsource produktionsdelen. Samtidig skal fokus koncentreret omkring forbedring af time-to-market, yderligere udvikling af e-handel samt være opmærksom på eventuelle opkøbsmuligheder som på sigt kan skabe merværdi for koncernen. Konjunkturændringer samt øget konkurrence i detailbranchen betegnes som værende ICC's største trusler.

Regnskabsmæssige forhold

Til regnskabsanalysen er årsregnskaber for perioden 2005/06-2009/10 benyttet, og grundet ønske om adskillelse af drift og finansiering, er der foretaget en reformulering af resultatopgørelse samt balance.

ICC's rentabilitet har i analyseperioden gennemgået en udvikling der har været hårdt præget af finanskrisen. Koncernen har ikke været i stand til at tilpasse omkostningerne til den faldende nettoomsætning, hvilket har påvirket egenkapitalforrentningen, afkastningsgraden samt overskudsgraden i negativ retning. Koncernen iværksatte en række initiativer og tiltag der skulle være med til at forbedre omkostningsbasen. Disse tiltag har for alvor slået igennem for regnskabsåret 2009/10, hvor ICC på trods af en faldende omsætning på DKK 125,8 mio. set i forhold til 2008/09, har været i stand til at forbedre EBITDA med 33,5%, hvilket resulterer i en forbedret EBITDA-margin på 3,3%.

ICC har en mellem grad af risikoeksponering hvad angår finansielle risici, grundet virksomheden benytter sig af udenlandsk valuta både ved køb og salg, ligesom virksomhedens likviditetsgrader ligger på et betænkeligt niveau Den driftsmæssige risiko

vurderes som værende mellem, grundet risikoen på de strategiske og operationelle risici. Branchen er drevet af høj konkurrenceintensitet, hvor forbrugerloyaliteten er lille, og en situation som den Bestseller er havnet i grundet fund af forbudte kemikalier i enkelte dele af Name It's kollektion, som virksomheden ydermere ikke har indberettet, kan muligvis have store konsekvenser for den fortsatte vækst i en virksomhed som ICC såfremt lignende situation opstår, og forbrugerne på sigt begynder at miste tiltroen til ICC, og derved påvirke de operationelle risici i negativ retning. Den samlede risiko er vurderet til mellem.

Overordnet kan man konkludere at ICC fremstår som en virksomhed, der efter finanskrisen er ved at få stabiliseret sin forretning igen. Med fokus på reducere omkostningsbasen skal resultatet af denne proces søges i en forbedret EBITDA-margin i 2009/10 på trods af nedgang i omsætningen, og koncernen forventer selv en øget vækst de kommende år.

Værdiansættelse

Budgetteringen er estimeret med udgangspunkt i den strategiske regnskabsanalyse, og budgetperioden som ligger til grund for værdiansættelsen er vigtig at få fastlagt så den stemmer overens med virksomhedens vækstmuligheder. Denne er fastlagt til 10 år samt en terminalperiode. Budgetteringen er estimeret ud fra de finansielle værdidrivere over den 10 årige budgetperiode hvorefter steady-state indtræffer i terminalleddet.

Værdiansættelsen af ICC har taget udgangspunkt i den kapitalværdibaserede DCF-model med kontrol ved hjælp af EVA-modellen. For at foretage en værdiansættelse via DCF-modellen fastlægges WACC'en. WACC'en bestemmes via CAPM. Den afgørende komponent i CAPM er beta-værdien, hvor ICC's beta er fundet på grundlag af en peer-gruppe af 7 sammenlignelige virksomheder. Den gennemsnitlige ugearede beta estimeres til 1,24 hvorefter aktiebeta er fastlagt til 1,41.

Den risikofrie rente på 2,98% er fastlagt ud fra en 10 årig dansk statsobligation, mens der er benyttet en markedsrisikopræmie på 4,5%. Samlet resulterer det i, at ejernes afkastkrav er 10,83%, Inkluderet i ejernes afkastkrav er et illikviditetstillæg på 1,5%, som ofte benyttes ved

værdiansættelser af mindre likvide virksomheder. , idet CAPM kan forekomme som værende en utilstrækkelig beskrivelse af afkastkravet.

Til estimering af terminalledet er anvendt Gordons vækstmodel, hvor der ud fra budgetteringen er antaget et væksthiveau på 2%. ICC's samlede WACC er dermed beregnet til 10,03%, hvilket medfører en aktiepris pr. 30.06.2011 på DKK 200.

Idet ændrede forudsætninger har betydning for virksomhedens værdi, er der foretaget en følsomhedsanalyse ud fra ændring i WACC samt vækst i terminalled. Denne analyse er i høj grad vigtig, idet hele 51% af enterprise value stammer fra kapitalværdien i terminalperioden. Det ses at en ændring i vækst på 1% i begge retninger, medfører en aktiepris i intervallet på DKK 188-215 ved uændret WACC.

Idet en værdiansættelse af en virksomhed bygger på en række antagelser og skøn, er det beregnede estimat blevet efterprøvet ved hjælp af multipelanalysen fra den udvalgte peer-gruppe. Denne multipelanalyse indikerer at ICC aktien bør handles til DKK 215. Det beregnede værdiestimat ved hjælp af DCF-modellen på DKK 200 er derved 7,5 % højere end det beregnede estimat i multipelanalysen. Grundet multipelanalysen anses som værende en quick and dirty tilgang til værdiansættelse af virksomheder, hvor der ikke tages hensyn til de fremtidige cash flows, tillægges resultatet ved brug af multipler ikke samme værdi som ved brug af DCF-modellen. Det kan dog konkluderes at estimatet på aktieprisen ved brug af DCF-modellen ligger sig forholdsvis tæt op af den estimerede værdi i multipelanalysen.

For afslutningsvis at vende tilbage til hovedopgavens problemstilling, som baseret på en strategisk regnskabsanalyse består i at estimere hvilken værdi ICC's aktie bør handles til pr. 30.06.2011, vurderes det på baggrund af den gennemførte værdiansættelse at ICC aktien bør handles til en værdi på DKK 200 pr. aktie. Denne kurs ligger en smule lavere end den aktuelle kurs pr. 30.06.2011 på DKK 221, hvorfor der ligger en overpris i ICC's aktie. Aktien vurderes derved som værende prissat for højt i markedet hvorfor en salgsanbefaling foreligger.

Tabel og figuroversigt

Tabel 1: Udvalgte hoved- og nøgletal for IC Companys	20
Tabel 2: Opsummering af PEST-analyse	26
Tabel 3: Opsummering af Porter's Five Forces	30
Tabel 4: SWOT analyse	36
Tabel 5: Egenkapitalforrentningen	39
Tabel 6: Finansielle nøgledata	40
Tabel 7: Overskudsgrad og omsætningshastighed	41
Tabel 8: Likviditetsgrad.....	46
Tabel 9: Nøgletal til langsigtet likviditetsrisiko	47
Tabel 10: Peergruppe til brug for WACC estimering.....	57
Tabel 11: Risikotillæg ved forskellige kreditratings	59
Tabel 12: værdiberegning IC Companys.....	60
Tabel 13: Værdiberegning ud fra EVA-model.....	61
Tabel 14: Multipel peergruppe og værdiansættelse	62
Tabel 15: Følsomhedsanalyse - ændring i WACC og vækst i terminalled	63
Figur 1: Opgavestruktur.....	7
Figur 2: Ejerstruktur pr. 30 juni 2010	13
Figur 3: Bestyrelse, IC Companys A/S.....	14
Figur 4: Ledelse, IC Companys A/S	14
Figur 5: Procentvis omsætning fordelt på brands 2009/10	16
Figur 6: Omsætning fordelt på brands	17
Figur 7: Omsætning og EBIT fordelt på retail og engros	18
Figur 8: Procentvis omsætning fordelt på geografisk spredning 2009/10.....	19
Figur 9: Porters Five Forces	27
Figur 10: Porters værdikæde	31
Figur 11: Du Pont model.....	39

Litteraturliste

Lærebøger:

Forfatter	Titel	År	Udgiver
T. Plenborg, C.V. Petersen	Regnskabsanalyse for beslutningstagere	2005	Forlaget Thomson A/S
Stephen H. Penman	Financial statement Analysis and security valuation	2006	McGraw. Hill International Edition
Ole Sørensen	Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang	2003	Gjellerup
Johnson, Scholes, Whittington	Exploring Corporate Strategy, Eighth edition	2008	Pearson Education Limited
Søndersted-Olsen	Finansiel Kommunikation	2005	Gyldendal
Koller, Goedhart, Wessels	Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies	2005	Wiley, John & Sons, Incorporated
Charlotte Kim Reeslev	En rebel bliver børsnoteret	2009	Gyldendal
Rådgivningsudvalget	Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele	2002	Foreningen af Statsautoriserede Revisorer

Årsregnskaber:

Type	Årstal
Årsrapport IC Companys A/S	2009/10
Årsrapport IC Companys A/S	2008/09
Årsrapport IC Companys A/S	2007/08
Årsrapport IC Companys A/S	2006/07
Årsrapport IC Companys A/S	2005/06

Avisartikler:

Avis / Netmedie	Dato	Titel	Forfatter
RB-Børsen	12.05.2010	Saint Tropez viser voldsom stor vækst	RB-Børsen
Børsen	23.05.2005	Dansk tekstil står til smæk på Kina-told	Nikolaj Sommer
Supply Chain Magasinet	15.10.2007	Importkvoter afskaffes	Supply Chain Magasinet
Berlingske	20.10.2010	Detailhandlen er slået fem år tilbage	Ritzau
Danmarks Statistik	22.06.2011	Forbrugertillid fortsat stabil	Danmarks statistik
Fashion Forum	30.03.2011	Danskerne er vilde med e-handel	Moussa Mchangama
Danmarks Statistik	29.04.2011	Befolkningens brug af internet – 2010	Danmarks Statistik
Manpower B. Solutions		Business case Hennes & Mauritz	Manpower B. Solutions
Bloomberg Businessweek	04.04.2006	Zara: Taking the lead in Fast-Fashion	Rachel Tiplady
Berlingske	07.07.2011	Kræftrisiko i børnetøj fra Bestseller	Ole Hall
PWC	Juli 2010	Prisfastsættelsen på aktiemarkedet	PWC
Berlingske	10.11.2004	Ny farce i IC Companys	Eigil Evert

Internetsider

www.iccompanys.com

www.borsen.dk

www.nationalbanken.dk

www.dst.dk

Bilag

Budgettering

DKKm	FY11F	FY12F	FY13F	FY14F	FY15F	FY16F	FY17F	FY18F	FY19F	FY20F	Terminal
<i>Omsætningsvækst i %</i>	11,5	10,3	5,0	4,5	4,0	3,5	3,0	2,5	2,0	2,0	2,0
<i>EBITDA-margin</i>	11,2	12,0	12,0	12,0	12,0	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5
<i>Effektiv skattesats i %</i>	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0
<i>Af- og nedskrivninger i % af imm. og mat. anlægsaktiver</i>	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6
<i>Vækst i anlægsaktiver</i>	6,0	6,0	5,0	4,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
<i>Varebeholdninger i % af omsætning</i>	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1
<i>Tilgodehavender i % af omsætning</i>	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
<i>Driftsgæld i % af omsætning</i>	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3	17,3
Revenues	3.897	4.299	4.514	4.717	4.905	5.077	5.229	5.360	5.467	5.577	5.688
Operational costs	(3.461)	(3.783)	(3.972)	(4.151)	(4.317)	(4.493)	(4.628)	(4.744)	(4.839)	(4.935)	(5.034)
EBITDA	436	516	542	566	589	584	601	616	629	641	654
Depreciation and amortization	(123)	(130)	(137)	(142)	(146)	(149)	(152)	(155)	(158)	(161)	(165)
EBIT	314	386	405	424	442	435	449	461	470	480	489
Tax of EBIT	(78)	(96)	(101)	(106)	(111)	(109)	(112)	(115)	(118)	(120)	(122)
Net operating profit less adjusted tax (NOPLAT)	235	289	304	318	332	326	337	346	353	360	367
Net financial costs	(14)	(15)	(15)	(16)	(17)	(17)	(17)	(18)	(18)	(18)	(19)
Tax of financial costs	3	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
Net result	225	278	292	306	319	313	324	333	339	346	353
Fixed assets	697	739	776	807	831	847	864	882	899	917	936
Inventories	511	563	591	618	643	665	685	702	716	731	745
Trade receivables	468	516	542	566	589	609	628	643	656	669	683
Trade payables	(674)	(744)	(781)	(816)	(849)	(878)	(905)	(927)	(946)	(965)	(984)
Nettodriftsaktiver (Investeret kapital)	1.001	1.074	1.128	1.175	1.213	1.243	1.272	1.300	1.326	1.352	1.379
Egenkapital primo	747	849	911	956	996	1.029	1.054	1.079	1.102	1.124	1.147
+ Nettoresultat	225	278	292	306	319	313	324	333	339	346	353
- Udbytte	(124)	(216)	(247)	(266)	(286)	(288)	(299)	(309)	(317)	(324)	(330)
Egenkapital ultimo	849	911	956	996	1.029	1.054	1.079	1.102	1.124	1.147	1.170
Nettorentebærende gæld	152	163	171	179	184	189	193	198	202	206	210
Passiver i alt (Investeret kapital)	1.001	1.074	1.128	1.175	1.213	1.243	1.272	1.300	1.326	1.352	1.379
Net operating profit less adjusted tax (NOPLAT)	235	289	304	318	332	326	337	346	353	360	367
Depreciation and amortization	123	130	137	142	146	149	152	155	158	161	165
Δ Inventories	(82)	(53)	(28)	(27)	(25)	(22)	(20)	(17)	(14)	(14)	(15)
Δ Trade receivables	(45)	(48)	(26)	(24)	(23)	(21)	(18)	(16)	(13)	(13)	(13)
Δ Trade payables	47	69	37	35	33	30	26	23	19	19	19
Operating cash flow	278	388	424	444	463	462	477	491	503	513	523
Capital expenditure	(162)	(172)	(173)	(173)	(170)	(166)	(169)	(172)	(176)	(179)	(183)
Free cash flow	116	216	250	271	293	296	308	318	327	333	340
Δ Net debt	18	11	8	7	6	5	4	4	4	4	4
Net financial costs after tax	(10)	(11)	(12)	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)	(14)	(14)	(14)
FCFE	124	216	247	266	286	288	299	309	317	324	330
Dividends	(124)	(216)	(247)	(266)	(286)	(288)	(299)	(309)	(317)	(324)	(330)
Excess Cash	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Analytisk resultatopgørelse

<i>Currency: DKKm</i>	FY06A	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A
Revenue*	3.022,0	3.353,8	3.737,2	3.621,1	3.495,3
COGS	(1.254,5)	(1.370,9)	(1.478,4)	(1.464,8)	(1.370,9)
Gross profit*	1.767,5	1.982,9	2.258,8	2.156,3	2.124,4
Staff costs*	(711,1)	(807,2)	(931,2)	(948,5)	(927,0)
Other operating expenses	(683,7)	(755,5)	(871,0)	(909,5)	(785,2)
Other gains and losses	11,0	16,2	5,5	10,5	-
Special items	20,3	-	-	-	-
EBITDA	404,0	436,4	462,1	308,8	412,2
Depreciation, amortisation and write down	(81,2)	(96,3)	(112,8)	(146,7)	(129,6)
Operating profit (EBIT)	322,8	340,1	349,3	162,1	282,6
Operational tax	(83,7)	(84,7)	(102,8)	(45,1)	(42,4)
Dirty surplus posteringer	(33,2)	9,5	(38,0)	4,7	13,3
NOPLAT	205,9	264,9	208,5	121,7	253,5
Net financial items	(19,9)	(19,7)	(31,9)	(10,8)	(5,2)
Tax of financial items	5,2	4,9	9,4	3,0	0,8
Profit for the period	191,2	250,1	186,0	113,9	249,1

Analytisk balance

DKKm	Jun06A	Jun07A	Jun08A	Jun09A	Jun10A	Dec10A
Goodwill	176,6	201,0	198,2	178,8	194,3	201,7
Software and IT systems	22,4	24,0	30,5	21,5	21,4	29,2
Trademark rights	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Leasehold rights	22,3	20,6	22,5	19,8	19,6	19,4
IT systems under development	-	-	1,0	-	13,6	0,9
Intangible assets	221,5	245,8	252,4	220,2	249,0	251,3
Land and buildings	159,7	177,6	174,6	167,3	161,5	158,6
Leasehold improvements	87,1	100,2	108,0	124,5	132,5	132,2
Equipment and furniture	83,7	122,8	129,8	119,6	106,9	106,7
Property, plant and equipment under	31,2	8,2	11,5	7,7	7,5	12,0
Total property, plant and equipment	361,7	408,8	423,9	419,1	408,4	409,5
Fixed asset	583,2	654,6	676,3	639,3	657,4	660,8
Inventories	391,1	466,4	532,4	439,6	428,7	504,1
Trade receivables	207,7	266,6	296,7	257,6	262,1	414,6
Other receivables	76,3	54,3	35,0	61,2	55,8	27,4
Prepayments	93,1	97,9	108,8	92,1	104,7	100,5
Trade payables	(287,4)	(296,8)	(313,8)	(291,7)	(354,8)	(303,7)
Income tax	(47,5)	(38,9)	(45,4)	(63,7)	(12,3)	(9,3)
Other debt	(219,4)	(210,4)	(278,0)	(250,1)	(260,5)	(340,5)
Working capital	213,9	339,1	335,7	245,0	223,7	393,1
Invested Capital	797,1	993,7	1.012,0	884,3	881,1	1.053,9
Equity attributable to equity holders of the	578,0	559,5	465,0	495,6	733,3	695,9
Minority interest	1,5	7,1	8,5	13,5	13,9	15,8
Equity	579,5	566,6	473,5	509,1	747,2	711,7
Deferred tax liabilities	19,9	29,0	44,9	39,3	47,5	51,9
Retirement benefit obligations	8,3	5,1	5,7	4,6	6,9	7,0
Financial institutions	117,5	168,0	168,0	168,0	140,0	140,0
Other Long-term debt	-	-	-	-	-	44,0
Capitalised lease liability	8,8	-	-	10,9	2,2	-
Financial institutions	333,0	534,5	603,0	447,3	175,3	344,1
Capitalised lease liability	42,2	-	-	-	-	-
Calculated income tax on the profit for the	-	-	-	-	-	68,0
Provisions	1,5	-	-	-	-	-
Financial assets	(21,8)	(24,4)	(25,6)	(35,4)	(36,0)	(33,2)
Deferred tax assets	(182,5)	(137,1)	(123,9)	(129,0)	(99,9)	(113,9)
Income tax receivable	(9,7)	(3,1)	(1,6)	(48,3)	(30,2)	(42,3)
Cash and cash equivalents	(99,6)	(144,9)	(132,0)	(82,2)	(71,9)	(123,4)
Net debt	217,6	427,1	538,5	375,2	133,9	342,2
Equity and net debt	797,1	993,7	1.012,0	884,3	881,1	1.053,9

Nøgletal

<i>DKKm</i>	FY06A	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A
Revenue	3.022,0	3.353,8	3.737,2	3.621,1	3.495,3
EBITDA	404,0	436,4	462,1	308,8	412,2
NOPLAT	205,9	264,9	208,5	121,7	253,5
Netto finansielle omkostninger	(14,7)	(14,8)	(22,5)	(7,8)	(4,4)
Netto resultat efter skat	191,2	250,1	186,0	113,9	249,1
Invested Capital	797,1	993,7	1.012,0	884,3	881,1
Invested Capital (average)	n/a	895,4	1.002,9	948,2	882,7
Net debt	217,6	427,1	538,5	375,2	133,9
Net debt (average)	n/a	322,4	482,8	456,9	254,6
Equity	579,5	566,6	473,5	509,1	747,2
Equity average	n/a	573,1	520,1	491,3	628,2
<i>Afkastningsgrad (ROIC) based on avg. IC</i>	<i>n/a</i>	<i>29,6</i>	<i>20,8</i>	<i>12,8</i>	<i>28,7</i>
<i>Overskudsgrad i %</i>	<i>6,8</i>	<i>7,9</i>	<i>5,6</i>	<i>3,4</i>	<i>7,3</i>
<i>Aktivernes omsætningshastighed</i>	<i>n/a</i>	<i>3,7</i>	<i>3,7</i>	<i>3,8</i>	<i>4,0</i>
<i>Netto låneomkostninger/lånerente (i pct.)</i>	<i>n/a</i>	<i>4,6</i>	<i>4,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>
<i>Spread</i>	<i>n/a</i>	<i>25,0</i>	<i>16,1</i>	<i>11,1</i>	<i>27,0</i>
<i>Finansiell gearing</i>		<i>0,6</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,4</i>
<i>Egenkapitalforrentning I</i>		<i>43,6</i>	<i>35,8</i>	<i>23,2</i>	<i>39,7</i>
<i>Egenkapitalforrentning II</i>		<i>43,6</i>	<i>35,8</i>	<i>23,2</i>	<i>39,7</i>
WACC	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%	10,03%
EVA	n/a	223,8	161,8	105,5	238,2