

Michael Kors' akkvisition af Jimmy Choo

- Med fokus på synergieffekter og finansielle aspekter

The acquisition of Jimmy Choo by Michael Kors
- Focusing on synergies and financial aspects

Kandidatafhandling af:

Louise Wendel Andersen, Cand.merc.FIR
Eksamensnummer: DE97728

Line Hyldgaard Sørensen, Cand.merc.ASC
Eksamensnummer: DE107295

Vejleder:

Ebbe Skoubo Nielsen

Anslag inkl. blanktegn/maks.: 272.980/273.000
Antal sider/maks: 113/120

15. Maj 2018

Copenhagen Business School – Department of Finance

Executive summary

The luxury market is becoming a more and more consolidated industry characterised by a significant number of large players. These large corporations house up to 60 different brands within the luxury segment. American Michael Kors has been a large stand-alone player on the luxury market, but to keep up with the large corporations, the company acquired English Jimmy Choo mid year 2017. This makes it interesting to examine and estimate the value of these potential synergies Michael Kors can realize after the acquisition of Jimmy Choo.

The method towards finding the intrinsic value of the potential synergies, initiates with a theoretical view on motives and synergies in mergers and acquisitions (M&A) and how these are specifically for the luxury industry. Followed by a detailed strategic and financial analysis of the companies and the personal luxury industry. This will act as the fundament for the forecast and valuation of Michael Kors and Jimmy Choo as stand-alone companies.

The potential synergies Michael Kors are expected to gain after the acquisition will then be identified and forecasted, which will add to the valuation of the consolidated company and thereby the value of the synergies. Sensitivity analysis and the use of secondary valuation methods will create a critical view of the estimated values.

The aim of the acquisition of Jimmy Choo was found to be the realization of potential synergies, and furthermore providing Michael Kors with a stronger presence within the luxury field. Additionally to this, Michael Kors seeks a greater focus on the luxury segment in comparison to the premium segment, but also to exploit cross-selling advantages and geographical expansion.

The intrinsic value of the synergies between Michael Kors and Jimmy Choo was estimated to USD 464 million as of the 1st of November 2017. The key synergies found in this thesis is revenue synergies and not traditional hard synergies, as cost savings, which is likewise the general trend in the luxury sector. The value of the synergies are not fully reflected in the price paid for the acquisition, given the higher expected value of the synergies together with the equity value of Jimmy Choo stand-alone compared to the acquisition price.

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDNING	5
1.1	PROBLEMFORMULERING	5
1.1.1	UNDERSØGELSESPØRGSMÅL	6
1.2	AFGRÆNSNING	6
1.3	STRUKTUR	9
1.4	METODE	10
1.4.1	TEORIVALG	10
1.4.2	EMPIRIVALG	11
1.4.3	KILDE- OG METODEKRITIK	12
	DEL I - TEORI OG CASE	14
2	VÆRDIANSÆTTELSESTEORI	15
2.1	DISCOUNTED CASH FLOW	15
2.1.1	KAPITALOMKOSTNING	16
2.2	MULTIPLER	20
3	M&A, MOTIVER OG SYNERGIEFFEKTER	21
3.1	M&A	21
3.2	MOTIVER FOR M&A	22
3.2.1	VÆKST	22
3.2.2	M&A MOTIV TEORIER	22
3.3	SYNERGIEFFEKTER	24
3.3.1	DEFINITION	24
3.3.2	GENERELLE SYNERGI TEORIER	25
3.3.3	BRANCHESPECIFIK SYNERGI TEORI	29
3.4	DELKONKLUSION	30
4	CASEN	31
4.1	MICHAEL KORS	31
4.1.1	HISTORIE	31
4.1.2	MARKEDET OG PRODUKTER	31
4.1.3	MISSION, VISION OG VÆRDIER	32
4.1.4	ØKONOMISK UD GANGSPUNKT	32
4.2	JIMMY CHOO	32
4.2.1	HISTORIE	33
4.2.2	MARKEDET OG PRODUKTER	33
4.2.3	MISSION, VISION OG VÆRDIER	34
4.2.4	ØKONOMISK UD GANGSPUNKT	34
4.3	TRANSAKTIONEN	34
4.4	DELKONKLUSION	35
5	UDVÆLGELSE AF SYNERGIEFFEKTER	36
	DEL II - ANALYSE	37

6	STRATEGISK ANALYSE	38
6.1	EKSTERN ANALYSE	38
6.1.1	OMVERDENSANALYSE	39
6.1.2	BRANCHEANALYSE	45
6.2	INTERN ANALYSE	48
6.2.1	VRIO - MICHAEL KORS	49
6.2.2	VRIO - JIMMY CHOO	51
6.3	DELKONKLUSION	53
7	FINANSIEL ANALYSE	55
7.1	RENTABILITETSANALYSE – MICHAEL KORS	55
7.1.1	AFKAST PÅ DRIFTSAKTIVITETER	56
7.1.2	AFKAST PÅ FINANSIERINGSAKTIVITETER	57
7.2	RENTABILITETSANALYSE – JIMMY CHOO	58
7.2.1	AFKAST PÅ DRIFTSAKTIVITETER	59
7.2.2	AFKAST PÅ FINANSIERINGSAKTIVITETER	60
7.3	DELKONKLUSION	61
8	STAND-ALONE FORECAST OG VÆRDIANSÆTTELSE	62
8.1	MICHAEL KORS	62
8.1.1	FORECAST	62
8.1.2	KAPITALOMKOSTNING	68
8.1.3	VÆRDIEN AF MICHAEL KORS STAND-ALONE	72
8.2	JIMMY CHOO	72
8.2.1	FORECAST	72
8.2.2	KAPITALOMKOSTNING	76
8.2.3	VÆRDIEN AF JIMMY CHOO STAND-ALONE	79
8.3	DELKONKLUSION	79
9	KONSOLIDERET FORECAST OG VURDERING AF SYNERGIEFFEKTER	81
9.1	MARKET POWER SYNERGIEFFEKTER	82
9.2	OPERATIONELLE SYNERGIEFFEKTER	84
9.3	LEDELSESSYNERGIEFFEKTER	90
9.4	FINANSIELLE SYNERGIEFFEKTER	91
9.5	OMSÆTNINGSVÆKST	92
9.6	EBIT-MARGIN	92
9.7	ARBEJDSKAPITAL	93
9.8	LÅNERENTE, RENTEBÆRENDE GÆLD OG SKATTESATS	93
9.9	DET FRIE CASH FLOW	94
9.10	DELKONKLUSION	95
10	KONSOLIDERET VÆRDIANSÆTTELSE	96
10.1	KAPITALOMKOSTNING	96
10.1.1	RISIKOFRI RENTE	96
10.1.2	MARKEDSRISIKOPRÆMIE	96
10.1.3	BETA	97
10.1.4	SELSKABSSPECIFIKT RISIKOTILLÆG	98
10.1.5	KAPITALSTRUKTUR	98

10.1.6	WACC	99
10.2	VÆRDIEN AF DEN KONSOLIDEREDE VIRKSOMHED	99
10.3	VÆRDIEN AF SYNERGIER	100
10.4	DELKONKLUSION	102
DEL III - DISKUSSION OG KONKLUSION		103
11	DISKUSSION	104
11.1	ORGANISK VÆKST	104
11.2	INVESTORPERSPEKTIV	104
11.3	FØLSOMHEDSANALYSE	104
11.3.1	KAPITALOMKOSTNING	104
11.3.2	OMSÆTNINGSVÆKST OG EBIT-MARGIN	105
11.3.3	RELATIV FØLSOMHEDSANALYSE	106
11.3.4	SYNERGIEFFEKTER	107
11.4	SEKUNDÆRE VÆRDIANSÆTTELSESMETODE - MULTIPLER	108
11.4.1	SAMMENLIGNELIGE AKKVISITIONER	109
11.5	DELKONKLUSION	110
12	KONKLUSION	111
13	PERSPEKTIVERING	113
13.1	MICHAEL KORS SOM AKKVISITIONSMASKINE?	113
13.2	DYNAMISKE FORBRUGERTENDENSER	113
14	REFERENCELISTE	114
15	APPENDIKS	122

1 Indledning

Luksusbranchen har historisk set været præget af organisk vækst og relativt snævre produktudbud, baseret på en stærk design profil, idet branchen for *personlig luksus* er opstået ud af små håndværksbevidste og familieejede virksomheder med fokus på ekstraordinær kvalitet og æstetik (Kapferer, 2009). Siden slutningen af 1990'erne har dette billede ændret sig markant, idet luksusbranchen herefter er karakteriseret ved vækst via akkvisitioner og fusioner (M&A). I de senere år har denne type vækst fået stadig stigende betydning og luksusbranchen er løbende blevet konsolideret og udgøres nu af relativt få globale aktører, som driver adskillige luksusbrands (Jackson, 2002).

Michael Kors (i denne afhandling forkortet MK) er en stor aktør i branchen for *personlig luksus*. Virksomheden forhandler luksus- og premium produkter såsom beklædning, tilbehør og sko. Trods virksomhedens globale profil, målt på både fysiske butikker og eCommerce, udgør det Nordamerikanske marked 70% af den samlede omsætning, hvilket skaber høj korrelation med udviklingen herpå (Michael Kors, 2016).

Jimmy Choo (i denne afhandling forkortet JC) er en engelsk sko-design virksomhed, der opererer inden for luksussegmentet og har stærke positioner i både Europa og Asien. Det blev d. 25/07-2017 offentliggjort, at MK havde i sinde at foretage deres første akkvisition, ved at opkøbe JC med henblik på at skabe væsentlige synergieffekter. MK bidrager dermed til den aktuelle konsolidering af luksusbranchen og jagter essentielle synergier, som forventes at opstå i årene efter akkvisitionen.

Synergier i luksusbranchen er typisk knyttet til forstærkede brandpositioner, cross-selling og distribution og i mindre omfang til de traditionelle *hårde* synergier, som gør sig gældende i eksempelvis produktionsvirksomheder (Ijaouane & Kapferer, 2012). Da MK har en defineret vækststrategi, vil denne første akkvisition blive fulgt nøje af markedet og investorer, med henblik på vurdering af evnen til at realisere synergier og fastholde indtjening.

1.1 Problemformulering

Ud fra ovenstående motivationen, er det relevant og ikke mindst interessant, at undersøge værdien af de potentielle synergieffekter, som findes attraktive ved MK's akkvisition af JC, samt hvorvidt disse synergieffekter er positive i lyset af akkvisitionsprisen. Dette udmøntes i følgende problemformulering:

"Hvad er markedsværdien af potentielle synergieffekter i forbindelse med Michael Kors' akkvisition af Jimmy Choo pr. 01/11-2017 og afspejles værdien af synergieffekterne i akkvisitionsprisen, set fra en aktionærsvinkel?"

1.1.1 Undersøgelsesspørgsmål

Til besvarelse af denne problemformulering vil følgende undersøgelsesspørgsmål blive anvendt, idet disse medvirker til en bedre forståelse af motivationen bag MK's akkvisition af JC og belyser effekter heraf. Disse undersøgelsesspørgsmål vil ligeledes danne fundamentet for selve afhandlingens disposition:

- Hvilke generelle motiver og synergieffekter forventes at udgøre den primære motivation for at foretage en akkvisition i luksusbranchen?
- Hvilke eksterne og interne faktorer kan påvirke Michael Kors som konsolideret virksomhed, herunder synergieffekterne?
- Hvordan har den historiske rentabilitet udviklet sig for Michael Kors og Jimmy Choo?
- Hvad er den teoretiske markedsværdi af Michael Kors som konsolideret virksomhed beregnet vha. DCF og RIDO pr. 01/11-2017 og dermed de potentielle synergieffekter?
- Hvordan påvirkes den teoretiske markedsværdi af Michael Kors som konsolideret virksomhed af ændringer i forecastet, herunder synergieffekterne?
- Hvad er markedsværdien af Michael Kors som konsolideret virksomhed ud fra multipel værdiansættelse ved sammenligning med peer group?
- Hvorledes anses akkvisitionsprisen for *fair* sammenlignet med historiske akkvisitioner i luksusbranchen?

1.2 Afgrænsning

Trods afhandlingens brede omfang, er det nødvendigt med relevante afgrænsninger og antagelser. Det fremgår af ovenstående problemformulering, at afhandlingen foretages ud fra en investorsynsvinkel, hvilket vil sige, at der i analysen kun anvendes offentligt tilgængelige data. Dette umuliggør en særdeles detaljeret og intern analyse og idet begge virksomheder er(var) børsnoterede, har det ikke været muligt at skaffe yderligere informationer end de offentlig tilgængelige data. Analysen foretages derfor ud fra års-, halvårs- og kvartalsrapporter fra begge virksomheder. Datagrundlaget og denne investorsynsvinkel uddybes nærmere i afsnit 1.4.2.

Ligeledes skal det påpeges, at følgende afhandling vil bygge på et væsentlighedsprincip, hvor kun de mest essentielle delelementer og parametre, som herved anses for at være centrale og af betydning i den videre analyse af synergieffekter for denne specifikke case, vil blive fremhævet. Dette væsentlighedsprincip vil derfor gøre sig gældende i identificering af motiver for M&A, samt udvælgelsen og analysen af synergieffekter mellem MK og JC, hvorfor udvælgelsen og analysen heraf ikke er altomfattende, men foretaget ud fra en vurdering af, hvilke synergieffekter der er mest essentielle af fremhæve i den valgte case.

Ligeledes vil væsentlighedsprincippet gøre sig gældende i både den strategiske og finansielle analyse, hvor kun de essentielle og mest centrale eksterne og interne faktorer samt reformulerede poster fremhæves, ud fra en vurdering af deres relevans i den videre analyse af synergieffekter. Idet formålet med denne afhandling udelukkende er, at identificere og analysere værdien af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC, vil der ikke blive fremført strategiske forbedringsforslag ud fra den analyserede strategiske og finansielle situation. Ydermere vil den

strategiske analyse af de eksterne forhold være afgrænset til USA, Europa og Asien, idet virksomhederne primært genererer deres omsætning på disse markeder.

Efterstående gennemgang af litteratur og materiale omhandlende M&A og de hertil knyttede motiver og synergieffekter, kan naturligvis ikke hævdes at være altomfattende. Dog forsøger afhandlingen at præsentere en bred variation af litterære tilgangsvinkler for emnet, som herved repræsenterer, ikke kun akademisk og videnskabelig litteratur, men også relevante praktisk orienterede bøger og artikler.

Denne afhandling vil kun benytte sig af teorien identificeret og diskuteret i kapitel 2, hvori der er foretaget en kort præsentation heraf, samt en begrænset diskussion af deres anvendelse i denne afhandling.

Da MK er en amerikansk virksomhed og JC en engelsk virksomhed, er der forskelle i regnskabspraksis, hvilket der er justeret for i forbindelse med reformulering af begge selskabers resultatopgørelser og balancer på det detaljeringsniveau, som de tilgængelige data tillader.

Omregning af valuta (Jimmy Choo til USD) danner støj, men dette ses der bort fra i analysen og omregning foretages ud fra årlige, gennemsnitlige valutakurser.

Der tages afsæt i MK's og JC's offentliggjorte årsregnskaber samt kvartals- og halvårsregnskaber for hhv. 2012-2018 og 2012-2016, hvilket uddybes nedenfor.

Det skal dog hertil pointeres, at MK's regnskabsår, ud fra et tidsmæssigt perspektiv i princippet svarer til forrige regnskabsår sammenlignet med JC, hvilket der vil blive taget højde for i sammenligning af nøgletal. Som eksempel herpå kan det nævnes, at MK's 2017 regnskab i tidsmæssige termer er 2016, hvorfor JC's 2016 regnskab er svarende hertil og disse derfor er nogenlunde sammenlignelige jf. nedenstående diskussion af 'skævt' regnskabsår. MK's rapporterede regnskab 2017 benævnes derfor 2016 i følgende afhandling og så fremdeles.

Figur 1.1 - Faktiske og anvendte regnskabsperioder

		01/01 - 31/03 2016	01/04 - 31-06 2016	01/08 - 30/09 2016	01/10 - 31/12 2016	01/01 - 31/03 2017	01/04 - 31-06 2017	01/08 - 30/09 2017	01/10 - 31/12 2017	01/01 - 31/03 2018
Faktiske Regnskabs- perioder	MK	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17	Q1 18	Q2 18	Q3 18	Q4 18
	JC	H1 16		H2 16		H1 17		H2 17		H1 18
Anvendte Regnskabs- perioder	MK	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	Q4 16	Q1 17	Q2 17	Q3 17	Q4 17
	JC	H1 16		H2 16		H1 17		H2 17		H1 18
					JC FY 2016	MK FY 2016			JC FY 2017	MK FY 2017

Kilde: Egen tilvirkning

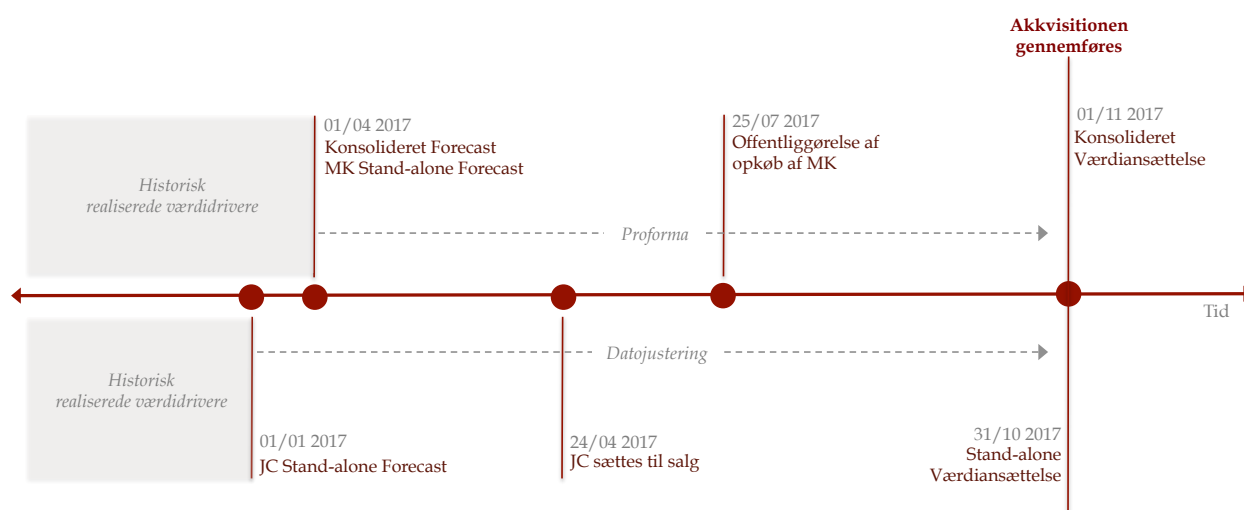
Note: Forklaring af justering for skævt regnskabsår og udspecificering af anvendt regnskabsperiode for MK (rød) og JC (grå)

Det er hertil essentielt at gøre opmærksom på, at virksomhederne anvender forskellige regnskabsår, idet JC anvender kalenderår, mens MK som sagt har 'skævt' regnskabsår. Det er muligt at korrigere for dette ved at tilpasse MK's regnskabstal til at matche kalenderåret, dog vurderes dette at have en vildledende effekt, idet ledelseskommmentarer i årsrapporten ikke vil referere til tallene.

Kvartalsregnskaberne indeholder ikke samme detaljerede informationsmængde, hvilket taler for anvendelse af de i årsrapporterne angivne tal. Hertil gør begge selskaber opmærksom på, at der indgår sæson i deres regnskabstal, hvilket gør sig til kende i Q3 for MK og i Q4 for JC, hvor omsætningen er højere end normalt, grundet begivenheder såsom thanksgiving og jul. Idet helåret både indeholder disse kvartaler med høj omsætning og kvartaler med lav omsætning, vurderes tallene at være sammenlignelige på trods af sæson, idet der ses på helårsbasis. Hertil skal det dog bemærkes, at udsving i den generelle økonomi kan have en effekt der er indeholdt i det ene regnskab, men ikke i det andet. Da der blot er tale om tre måneders forskel, vurderes dette ikke at have en stor effekt på helårsregnskabet, hvorfor dette understøtter konklusionen om at anvende de i årsrapporterne angivne tal.

Datoen for værdiansættelsen af JC og MK som stand-alone virksomheder er fastsat til 31/10-2017, mens værdiansættelsen af synergieffekterne er fastsat til 01/11-2017. Offentliggjort information efter disse datoer for hhv. stand-alone og konsolideret værdiansættelse vil derfor ikke blive inddraget, selvom disse eventuelt kunne have indflydelse herpå.

Figur 1.2 - Tidslinje over transaktionen



Kilde: Egen tilvirkning

Note: Tidslinje over forløbet af transaktionen med indikation af væsentlige datoer frem til akkvisitionen.

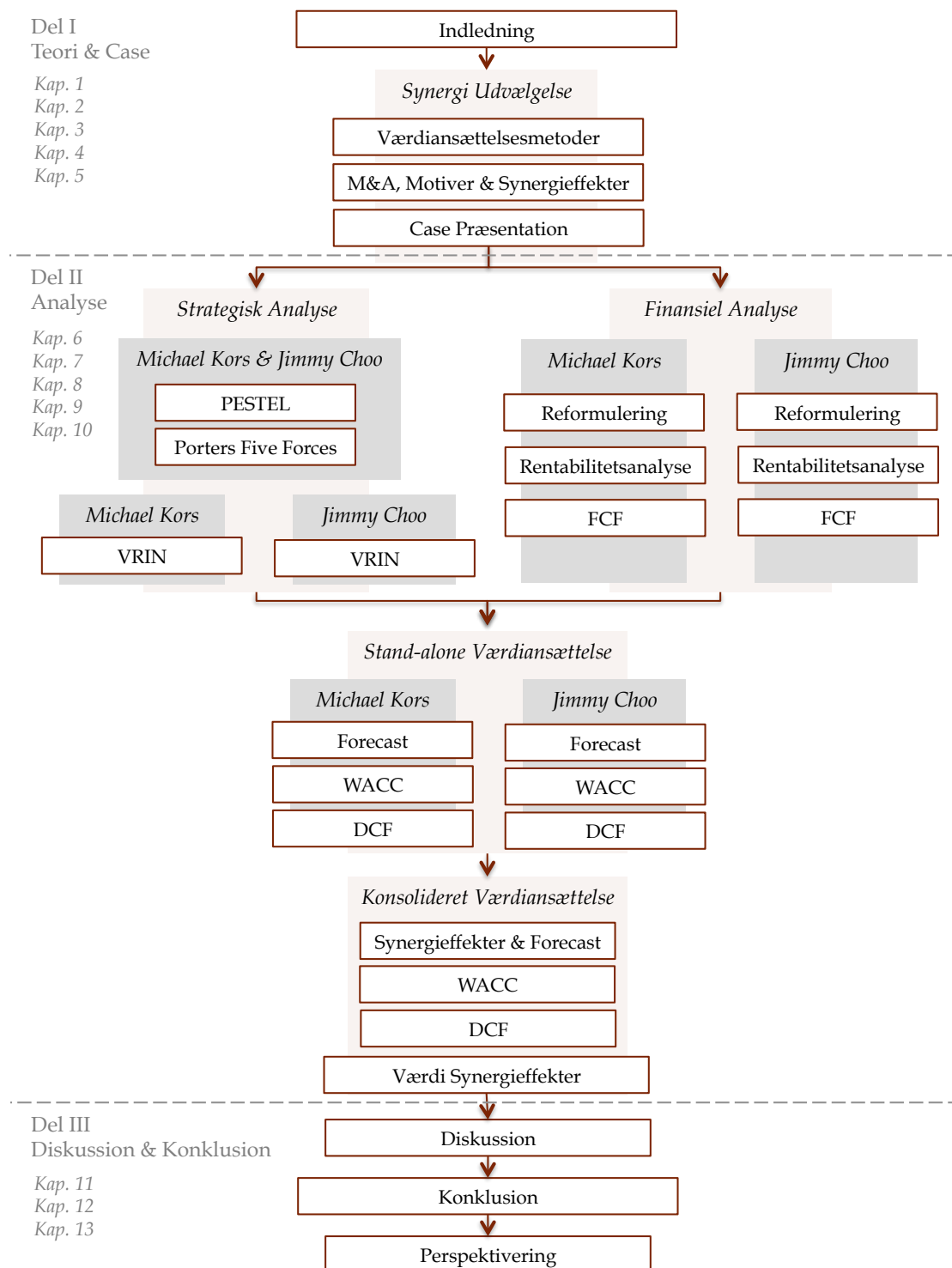
Hertil skal der gøres opmærksom på, at de i afhandlingen estimerede stand-alone virksomhedsværdier er foretaget ud fra et stand-alone synspunkt frem til dagen før gennemførelsen af akkvisitionen d. 31/10-2017. Dette med henblik på at undgå støj i værdiansættelsen, fra annonceringen af akkvisitionen i perioden frem til gennemførelsen af akkvisitionen. Værdierne anvendt i estimeringen af virksomhedsværdierne stand-alone skal derfor pointeres at afvige fra de af markedet forventede værdier, grundet denne korrektion for støj frem til akkvisitionstidspunktet, hvilket følgende afhandling vil afgrænse sig fra.

Ud fra dette og en samtidig mangel på regnskabsdata på helårsbasis efter hhv. d. 31/03-2017 og 31/12-2016, antages en forecastperiode gældende fra hhv. 01/04-2017 og 01/01-2017 med dato- og proforma justering frem til 31/10-2017. Virksomhedsværdierne stand-alone estimeres derfor pr. 31/10-2017, som er den sidste dag, disse fremstår som separate enheder, mens den konsoliderede virksomhedsværdi estimeres pr. 01/11-2017. Dette er illustreret i ovenstående figur 1.2.

1.3 Struktur

Strukturen for denne afhandling er illustreret i figur 1.3 nedenfor. Afhandlingens struktur bygger på tre dele, ud fra de taksonomiske niveauer, hvilke tilsammen vil danne rammerne for den overordnede struktur i denne afhandling.

Figur 1.3 - Elementer i værdiansættelsen af synergieffekter



Kilde: Egen tilvirkning

Note: Illustration over afhandlingens struktur med indikation af delafsnit og de dertilhørende kapitler og emner

1.4 Metode

Der er i følgende afhandling anvendt både en deduktiv og induktiv tilgang til at identificere og analysere værdien af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC. Værdiansættelsen, både af MK som konsolideret virksomhed og virksomhederne JC og MK som stand-alone, er foretaget ved at anvende allerede eksisterende generelle modeller og teorier. Betæneligheder omkring anvendelse af teoretiske modeller og antagelserne og forudsætningerne heri, uddybes i senere afsnit 1.4.3.

Sammen med den deduktive metode anvendes ligeledes en induktiv tilgang, idet der ikke foreligger nogle helt specifikke modeller og metoder for, hvorledes synergieffekter værdiansættes i modebranchen, herunder luksusbranchen. Dette sammenkoblet med, at omfanget af synergieffekter er mange, hvorfor disse tager udgangspunkt i den specifikke case. Der er derfor tale om anvendelse af både deduktiv og induktiv metode, idet der ud fra den konkrete case forsøges at udlede en sammenhæng, samtidig med at der tages udgangspunkt i teorien og generelle antagelser.

1.4.1 Teorivalg

Mere konkret kan det, i forlængelse af ovennævnte struktur for denne afhandling, nævnes, at der i den teoretiske Del I, mht. forståelsen af de bagvedliggende motiver, der kan ligge til grund for udførelsen af M&A, primært tages udgangspunkt i Trautweins's *'Merger Motive Model'*. Denne har til hensigt at give et indblik i, hvorfor udførelse af M&A forekommer og er derfor essentiel i den indledende forståelse af, hvad der har skabt grobund for denne case; MK's akkvisition af JC. Denne suppleres med andre teorier omhandlende motiver for M&A.

Som supplement til Trautwein's teori om motiver for M&A, anvendes teorier og empiriske studier foretaget af Godbole (2013), Gaughan (2007) og Knoll (2008) til udvælgelse af essentielle synergieffekter, der kan forventes at forekomme som følge af MK's akkvisition af JC. Dette da disse påviser en række alternative, men dog indholdsmæssigt lignende tilgange til identificering og gruppering af synergieffekter, hvilke tilsammen vurderes at supplere hverandre og herved danne et bredt omfattende teoretisk grundlag for potentielle synergieffekter.

Til estimering af værdien af synergieffekterne, som forventes at opstå i forbindelse med MK's akkvisition af JC anvendes Gaughan's (2007) *Net Acquisition Value Model*, hvor værdien af synergieffekterne analyseres ud fra den kombinerede værdi af de to virksomheder, samt virksomhederne stand-alone i forhold til præmien og udgifterne ifm. transaktionen. Anvendelse af denne model bidrager med en konkret, detaljeret, altomfattende og grundig tilgang til estimering af værdien af potentielle synergieffekter, idet værdiestimatet baseres på en dybdegående analyse og værdiansættelse af både MK som konsolideret virksomhed og JC og MK stand-alone, hvorved alle aspekter inddrages.

I den efterfølgende analyse i Del II, vil værdiansættelsen af JC og MK stand-alone samt MK som konsolideret virksomhed og de herunder foreliggende synergieffekter, foretages ud fra DCF værdiansættelsesmetoden. Dette da denne metode anses for at være den mest anvendte model i praksis, samtidig med at den foranlediger en mere realistisk værdiansættelse af virksomheden, idet metoden fokuserer på fremtidige cash flow frem for historisk indtjening.

Forud for værdiansættelsen og med henblik på at underbygge forventningerne til fremtiden, samt vurdering af synergieffekter der kan opstå i MK's akkvisition af JC, analyseres MK's og JC's interne værdidrivere gennem Barney's (1995) VRIO model. Denne skaber et indblik i virksomhedens interne ressourcer og kapabiliteter, der agerer som kilde til vedvarende konkurrencemæssig fordel. Hertil analyseres de eksterne faktorer, som udgøres af markedet, hvorpå begge virksomheder opererer, i form af en makroøkonomisk, industri- og virksomhedsspecifik analyse gennem PESTEL-modellen og Porters' Five Forces model, for herved at sikre en sammenhængende og grundig analyse (Porter, 1985).

Som opsummering på den strategiske analyse anvendes SWOT-modellen, for dermed at danne et overblik over de strategiske værdidrivere, herunder de væsentligste karakteristika ved markedet samt virksomhedernes interne ressourcer og kompetencer, med henblik på at underbygge forventningerne til fremtiden samt vurdering af, hvilke synergieffekter der kan opstå i MK's akkvisition af JC.

1.4.2 Empirivalg

Hvorvidt afhandlingens undersøgelsesmetode bør indeholde ekstern og/eller intern data indhentning, afhænger af den konkrete effiente markedshypotese, gældende for denne specifikke case. Hypotesen om stærk markedsefficiens er udtrykt ved, at markedet reflekterer al offentlig tilgængelig data samt ligeledes insider/privat information. Hypotesen om semi-stærk markedsefficiens antyder derimod, at markedet reflekterer al offentlig information men ingen insider information. Slutteligt udtrykker hypotesen om svag markedsefficiens, at markedet reflekterer markedspriserne og herved den historiske information (Bodie et al., 2011). Fordele ved indhentning af interview vil derfor være begrænset ved hypotesen om stærk markedsefficiens, mens hypotesen om semi-stærk og svag markedsefficiens vil drage fordel af interviews. Ud fra tidligere empiriske studier, antydes markedet for denne afhandlings pågældende case, at være mest sammenlignelig med hypotesen om semi-stærk markedsefficiens (Bodie et al., 2011).

Følgende afhandling er udarbejdet med udgangspunkt i eksternt data, uden anvendelse af intern data i form af interview eller lignende. Dette begrundes med, at de berørte virksomheder og disses virksomhedsspecifikke overvejelser ved potentielle og for nyligt foretagne akkvisitioner, er underlagt en høj grad af fortrolighed. Dette har herved vanskeliggjort muligheden for at indhente specifik information og viden om virksomhedens konkrete betænkninger ved akkvisitionen og det hertil overvejede synergieffekt potentiale.

Der er derfor i afhandlingen anvendt både kvantitativ og kvalitativ data, i form af offentlig tilgængelig virksomhedsspecifik data, indhentet fra MK's og JC's virksomhedsrapporter, som er års-, halvårs- og kvartalsrapporter, samt investorpræsentationer. Afhandlingen kan derfor, ud fra ovenstående pointer, påpeges at være udarbejdet fra en investorsynsvinkel grundet det begrænsede datagrundlag. Dette diskuteres yderligere i det senere kapitel 11.

Derudover anvender afhandlingen tilmed sekundær data fra akademisk litteratur, hvilket er en kombination af faglitterære lærebøger og undervisningslitteratur om værdiansættelse og metoderne herfor, udgivelser og artikler omhandlende værdiansættelse og synergieffekter i M&A samt andre relevante videnskabelige artikler. Hertil anvendes ligeledes andre empiriske studier

omhandlede synergieffekter som følge af M&A. Der er derfor, ved brug af denne ovenstående brede vifte af datagrundlag, forsøgt at skabe en højere grad af pålidelighed i data.

1.4.3 Kilde- og metodekritik

I forlængelse af det ovenstående valg af teori og empiri, skal der påpeges, at være tilknyttet en vis kritik i anvendelse heraf.

Overordnet set kritiseres teoretiske modeller generelt for at være statiske og opbygget på baggrund af en række antagelser og forudsætninger, hvilket kan sætte spørgsmålstejn ved deres realitet og anvendelse på virkelige virksomheder. Dog anses forfatterne af de i denne afhandling anvendte teorier jf. afsnit 1.4.1 alle at være anerkendte, hvorfor disse kilder og anvendelse af disse modeller og teorier ligeledes anses for værende pålidelige og valide.

Det skal bemærkes, at der foreligger nogle kritikpunkter for den anvendte DCF værdiansættelsesmetode. Dette til trods for, at denne metode er hyppigt anvendt og anerkendt i praksis. Graden, hvori forfatteren opnår indblik i den specifikke strategiske situation og finansielle præsentation gældende for virksomhederne, påvirker kvaliteten af forecastet og herved ligeledes værdiestimatet fremfundet ved denne metode. Der kan herved siges, at være tale om fænomenet *Garbage in – Garbage out*, som indikerer, at kvaliteten af output er kun ligeså godt som kvaliteten af det anvendte input. Ligeledes vægter terminalperioden højt på den endeligt estimerede værdi, hvilken kan siges at være tildelt usikkerhed, grundet tidshorizonten for forecastperioden. Disse kritikpunkter forsøges dog mindsket gennem anvendelse af en følsomhedsanalyse og multipel værdiansættelse, som supplement til understøttelse af resultaterne fremfundet gennem DCF værdiansættelsesmetoden.

Generelt for de i afhandlingen anvendte modeller til den eksterne analyse, kritiseres disse for i høj grad at være baseret på fortidens trends og tendenser frem for fremtidens. Dog kan der argumenteres for anvendelse heraf, idet fremtiden kan siges bedst at kunne forudsiges ud fra fortidens udvikling og tidligere tendenser. Dette dog med forbehold for, at omverdenen og de eksterne faktorer kan antages at være relativt stabile i deres udvikling, hvilket må antages at være gældende for følgende afhandling omhandlende modebranchen.

Mere konkret kritiseres PESTEL-modellen for at være statisk uden at inddrage effekter fra virksomhedsspecifikke faktorer i analysen. Dog vil der i afhandlingen fokuseres på trends og tendenser i de forskellige elementer af modellen, frem for det på analysetidspunktets status quo, hvilket formodes at afværge denne kritik. Hertil kan Porter's Five Forces modellen ligeledes nævnes at blive kritiseret for mangel på dynamik, samt ikke at inddrage interaktionen mellem konkurrenterne i en given branche. Dette kan forekomme som en bekymring for denne afhandling, idet der i modebranchen, herunder den personlige luksusbranche, er set en tendens i flere M&A's, hvorved konkurrencesituationen i øjeblikket kan siges at ændre sig.

Dette kunne være undgået ved brug af spilteori, idet denne inddrager interaktionen konkurrenterne imellem gennem et teoretisk svar på, hvorledes konkurrenterne forventes at reagere. Dog kritiseres spilteori for ikke at afspejle det som faktisk sker i realiteten, hvorfor kritikken af Porter's Five Forces model i denne afhandling vurderes mindre kritisk og derfor anvendes. VIRO-modellen derimod, er kritiseret for, kun at anskue de interne faktorer og inddrager herved ikke de eksterne faktorer i dens analyse. Dette er dog imødekommet ved at anvende VIRO-modellen i kombination med de ovenfor nævnte eksterne analysemodeller.

Ovenstående nævnte anvendelse af data som virksomhedsspecifikke oplysninger i form af årsrapporter, investor præsentationer mv. skal hertil påpeges at være tilknyttet en højere grad af subjektivitet. Denne formodning om en vis subjektivitet i data indhentet fra virksomhedernes årsrapport og investorpræsentationer er der dog forsøgt korrigeret for, i afhandlingen gennem brug af samme databaser, for herved at skabe en højere grad af konsistens og ensartethed i datagrundlaget. Data anvendt i denne afhandling er alene kvantitativ information, indhentet gennem sekundære kilder som alle antages for at være af høj videnskabelig kvalitet. Data er indhentet fra Bloomberg, som er anset for værende en pålidelig kilde til information.

Udvælgelsen af hvilke synergieffekter der kan forventes ved MK's akkvisition af JC, herunder omfang, tidsrum, udfald m.v. er derimod udført på et mere subjektivt grundlag, men afhænger dog i høj grad af den allerede eksisterende, anerkendte teori og empiriske studier foretaget inden for synergieffekter ved M&A, hvorfor subjektiviteten vurderes begrænset.

Det skal derfor påpeges, at der i denne afhandling er lagt stor vægt på, at holde sig kritisk til de valgte forudsætninger, udarbejdede analyser og konklusioner. Dette med henblik på at sikre kvalitet i både teoretisk grundlag og data gennem pålidelighed, validitet og en kontinuerlig diskussion af overholdelse af disse kvalitetskrav.

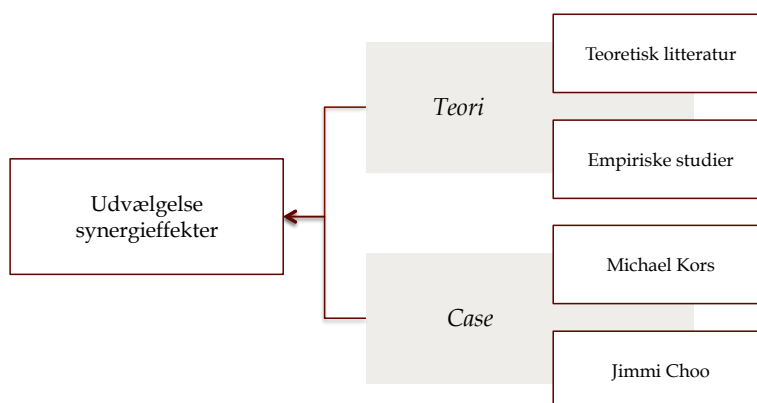
DEL I - Teori og Case

Formålet med denne afhandling er, som tidligere nævnt, at identificere og analysere værdien af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC.

For at være i stand til at analysere værdien af disse synergieffekter, er det essentielt at foretage en udvælgelse af de relevante synergieffekter, som skal danne udgangspunktet for analysen af akkvisitionen. Denne proces bør baseres på passende teori og akademisk litteratur, omhandlende M&A, værdiansættelsesmetode samt case præsentation og tilhørende transaktion, der giver en rationel begrundelse for udvælgelsen af synergieffekter til den videre analyse af akkvisitionen.

Første del af denne afhandling består derfor i at sikre dette grundlag, for herved at muliggøre en passende udvælgelse af, hvilke synergieffekter der skal danne fundamentet og anvendes i den videre analyse af akkvisitionen. Nedenstående figur illustrerer første del af afhandlingen og derfor fremgangsmåden, hvori fundamentet for udvælgelsen af synergieffekter til den videre analyse opstår.

Figur 1.4 - Synergiudvælgelse



Kilde: Egen tilvirkning

En undersøgelse i form af identifikation af værdiansættelsesmetode og definition af M&A samt de tilhørende motiver og forskellige synergieffekter, vil derfor blive foretaget i kapitel 2 og 3, for herved at danne, både et teoretisk fundament samt en forståelse for den senere analyse. For at være i stand til at identificere og tilmed analysere, hvilke synergieffekter der opstår i den pågældende case, er det vigtigt med en generel forståelse af, hvorfor M&A opstår, samt mulige effekter der kan forekomme heraf.

Ydermere vil casen, transaktionen og virksomhederne omfattet af transaktionen; MK og JC blive præsenteret i kapitel 4. Dette indblik i virksomhederne, casen og den tilhørende transaktion giver et relevant udgangspunkt for udvælgelsen af de synergieffekter, som anses for relevante og centrale ift. denne afhandling.

2 Værdiansættelsesteori

Følgende afsnit har til hensigt at diskutere forskellige værdiansættelsesmetoder, der kan tages i anvendelse i værdiansættelsen af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC. Det skal påpeges, at der findes adskillige måder og herved værdiansættelsesmodeller, hvorpå virksomheder kan vurderes og værdiansættes. Dog er der i følgende afhandling prioriteret en dybdegående analyse, hvorfor nedenstående gennemgang af værdiansættelsesmodeller ikke vil blive fremført som altomfattende.

Der findes fire fundamentale tilgange til værdiansættelse af virksomheder; *Contingent Claim*-, *Asset based*- og *Accounting based valuation* samt værdiansættelse gennem brug af multipler (Plenborg & Petersen 2012).

Contingent claim er anvendelig til værdiansættelse af lancering af nye projekter, idet denne giver mulighed for at inddrage værdien af optionen/muligheden for at opgive et projekt. Denne metode er dog sjældent anvendt i praksis grundet metodens høje grad af kompleksitet, samtidig med at denne projektorienterede synsvinkel ikke synes at være essentiel for værdiansættelsen af case virksomhederne MK og JC, hvorfor denne metode vurderes ikke at foretrækkes (Plenborg & Petersen 2012).

Asset based valuation i form af *liquidation value* værdiansættelsesmetode er bedst anvendelig til at analysere nødlidende virksomheder. Denne metode vil derfor ikke blive anvendt i følgende afhandling, da hverken MK eller JC vurderes at være inden for denne kategori (Plenborg & Petersen 2012).

Der findes fire *accounting based* værdiansættelsesmetoder. *Dividend discount* modellen er en forholdsvis simpel tilgang, som kræver, at virksomhederne udbetaler udbytte. Dog er denne model karakteriseret ved begrænset link til essentielle værdidrivere og herved i indblikket i virksomhedernes evne til at skabe værdi. Denne metode anses derfor for ikke at være relevant for denne afhandling (Plenborg & Petersen 2012).

2.1 Discounted cash flow

De resterende tre *accounting based* værdiansættelsesmetoder; Discounted cash flow (fremadrettet DCF), Residual income (herefter RIDO) og Economic value added tager alle udgangspunkt i samme input og forecaster værdidrivere, for herefter at tilbagediskontere disse ved brug af en hensigtsmæssig diskonteringsfaktor, hvorfor valget mellem disse værdiansættelsesmetoder ikke ændrer den estimerede/beregnete virksomhedsværdi.

Grundet afhandlingens begrænsede omfang, vil derfor kun en af disse værdiansættelsesmetoder blive anvendt; DCF. Dog med supplement af Residual income værdiansættelsesmetoden, med det formål at agere som en gensidig kontrol og fejlsikring i estimeringen af virksomhedsværdierne. Valget af Discounted cash flow metoden er baseret på, at denne er den mest anvendte model i praksis, da denne har fokus på virksomhedernes cash flow frem for indtjening. Ved anvendelse af DCF metoden værdiansættes virksomheden og de hertil forventede synergier ud fra nutidsværdien, hvilket estimeres ved tilbagediskontering af det frie cash flow til investorerne med kapitalomkostningen:

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Ydemere kan det fremhæves, at DCF værdiansættelsesmetoden er en to-trins model, bestående af en forecastperiode med en terminalperiode til følge. Hvoraf forecastperioden er defineret som den tidsperiode, hvori virksomhedens værdidrivere estimeres frem til terminalperioden, som herefter reflekterer værdien i virksomhedens steady state dvs. antagelsen om, at virksomheden vil nå et niveau af konstant vækst efter forecastperioden (Plenborg & Petersen 2012). Terminalperioden udgør ofte en stor andel af den samlede estimerede virksomhedsværdi ved brug af DCF metoden, hvorfor der i følgende afhandling er tillagt særlig stor nænsomhed i fastlæggelsen af denne.

I denne afhandlings værdiansættelse af MK's akkvisition af JC og de hertil forventede synergieffekter, anvendes ligeledes følgende formel til korrektion af tidsforskelle mht. datoer for estimering af stand-alone værdiansættelsen og akkvisitionsdato:

$$\text{Enterprise Value}_{\text{Akkv.dato}} = \text{Enterprise Value}_{\text{Værdians.dato}} * (1 + \text{WACC})^{\text{Tidsforskel}}$$

hvor:

$$\text{Tidsforskel} = \frac{\text{Akkvisitionsdato} - \text{Værdiansættelsesdato}}{360}$$

Værdien af JC og MK som stand-alone virksomheder estimeres på helårsbasis for 2016, mens akkvisitionen finder sted november 2017, hvorfor der ses et behov for en tilvækst i den estimerede værdi gældende for denne tidsperiodeforskel. Korrektionen heraf foretages ved brug af WACC som proxy for, hvorledes virksomheden forventes at vokse hvert år, hvorefter den estimerede virksomhedsværdi på værdiansættelsestidspunktet antages at vokse med den del af året, der er gået frem til akkvisitionstidspunktet. Denne formel for korrektion af tidsforskelle anvendes i forsøg på simplificering og ensartet estimeringsmetode af virksomhedsværdierne, idet der for begge virksomheder er mangel på offentliggjort regnskabsdata helt frem til akkvisitionstidspunktet.

2.1.1 Kapitalomkostning

DCF værdiansættelsesmetoden kan dog ligeledes siges at være særligt sensitiv overfor den anvendte WACC til tilbagediskonteringen af virksomhedens fremtidige cash flows:

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

Dette fremgår af diskussionen i kapitel 11, hvorfor dette ikke vil behandles yderligere her. Der kan siges at være tale om fænomenet *Garbage in – Garbage out*, som indikerer, at kvaliteten af output kun er ligeså godt som kvaliteten af det anvendte input. Ovenstående formel udtrykker den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning, hvor første led er fremmedkapitalomkostningen og udgøres af r_d der er afkastkravet på gælden samt D/V er andelen af gældsfinansieringen og er justeret for selskabsskatten. Andet led i formlen er egenkapitalomkostningen der udgøres af afkastkravet på egenkapitalen, r_e , samt E/V der er andelen af egenkapitalsfinansiering (Petersen & Plenborg, 2012). Disse delelementer af WACC vil i nedenstående afsnit uddybes nærmere.

2.1.1.1 Kapitalstruktur

Andelen af gælds- og egenkapitalsfinansiering er et væsentligt delelement af WACC og disse estimeres ud fra markedsværdien af egenkapitalen, da dette er svarende til den aktuelle værdi eventuelle investorer vil betale for en ejerandel af virksomheden (Koller et al., 2015). Begrundelsen for ikke at anvende den bogførte værdi af egenkapitalen er, at der er tale som en *sunk cost*, hvorfor dette er karakteriseret som allerede afholdte omkostninger, som dermed ikke afspejler den aktuelle værdi. Ydermere anvendes netto finansielle forpligtelser, hvilke defineres ved rentebærende gæld justeret for likvider (Koller et al., 2015).

2.1.1.2 Egenkapitalomkostning

Virksomhedens afkastkrav til egenkapitalen afspejler aktionærernes krævede afkast på deres investering i virksomheden. Aktionærerne vil 'alt andet lige' kræve et større afkast end hvad en mindre risikofyldt investering ville give i afkast. Der findes flere alternative metoder til estimering af egenkapitalomkostningen. Det mest almindelige er Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), Fama-French 3-faktor model og Arbitrage Pricing modellen.

CAPM er den mest anvendte metode til estimering af egenkapitalomkostningen, dette trods modellen har signifikante ulemper, der er adresseret af flere forskellige teoretikere. Petersen & Plenborg (2012) nævner fire implikationer; mangel på stabilitet, mangel på likviditet, historiske prisobservationer og mangel på observationer.

Et selskabs beta bør afspejle den underliggende risiko, hvilket betyder at beta udelukkende burde ændres, når risikoen forbundet med virksomheden ændres. Selskaber med lave betaer har historisk set været observeret for illikvide aktier, idet disse ikke blive handlet i stort omfang. Dette får disse aktier til at syne mindre volatile, men dette reflekterer ikke en lavere risiko for disse illikvide virksomheder (Petersen & Plenborg, 2012). I et forsøg på at tage højde for denne udfordring ved CAPM, foreslår Acharya & Pedersen (2005) at tilføje en likviditetspræmie til denne type selskaber, for dermed at repræsentere den højere risiko investorer i disse selskaber påtager sig.

Fama-French 3-faktor modellen estimerer egenkapitalomkostningen, ved at tage højde for påvirkningen af størrelsen og værdien i forhold til effekten for markedet. Denne model anvendes i praksis, idet den har stærke empiriske resultater (Koller et al., 2015). Dette er på trods af at modellen har samme ulemper, i forbindelse med estimation, som CAPM. Fama-French 3-faktor modellen kræver at selskabet er børsnoteret, da det ikke er muligt at udregne book-to-market effekten uden en observerbar markedsværdi (Koller et al., 2015).

Arbitrage Pricing modellen anses som en udvidet version af Fama-French 3-faktor modellen, da denne inddrager flere end tre faktorer. Der inddrages oftest økonomiske faktorer, så som renterisiko, råvarepriser og inflationsrisiko (Bodie et al., 2011). Eftersom følsomheden overfor de forskellige faktorer er selskabsspecifik, giver det teoretisk mening at inddrage flere faktorer, selvom dette øger kompleksiteten af modellen. Af den grund anvendes modellen sjældent i praksis, hvilket også begrundes med antallet af faktorer der skal medtages og hvordan disse skal måles (Koller et al., 2015).

Trods ovenfor nævnte udfordringer ved CAPM, anvendes denne i afhandlingen til estimering af egenkapitalomkostningen, idet denne model ifølge Petersen & Plenborg (2012) vurderes som den bedste model:

$$r_e = r_f + \beta_e \cdot (r_m - r_f)$$

Som led i estimeringen af egenkapitalomkostningen indgår den risikofrie rente, beta og markedsrisikopræmien og disse uddybes nedenfor.

Risikofri rente

Den risikofrie rente er et udtryk for afkastet en investor opnår, helt uden af påtage sig kreditrisiko, hvilket udelukkende er opfyldt hvis følgende to forudsætninger holder 1) ingen konkursrisiko, 2) ingen usikkerhed forbundet med geninvesteringsrenten (Petersen & Plenborg, 2012).

Til estimering af den risikofrie rente kan anvendes flere forskellige alternativer, herunder den amerikanske eller engelske nulkupon-statsobligation, idet disse anses for værende risikofri (Petersen & Plenborg, 2012). Da der er tale om en nulkuponobligation opfylder denne 2) idet der ikke tilfalder nogen kupon, der kan geninvesteres. Idet det cash flow der generes hvert år skal tilbagediskonteres med den risikofrie rente der har samme løbetid som cash flowet, hvilket betyder at det cash flow der skabes om 2 år skal tilbagediskonteres med den 2-årige nulkuponobligation etc. Resultatet af dette vil være en ny kapitalomkostning i hver periode (år), hvilket vil besværliggøre estimatet af en risikofrie rente i terminalperioden (Christensen, 2014). Koller et al., (2015) foreslår derfor at anvende én risikofrie rente i forbindelse med beregningen af selskabets WACC.

Det væsentlige er at den risikofrie rente afspejler investeringsbeslutningen, hvilket taler for anvendelse af en 10-årig statsobligation, idet denne er mest sammenlignelig med en langsigtet investeringsbeslutning (Koller et al., 2015). Koller et al. (2015) anser køb og salg af virksomheder for værende en langsigtet investeringsbeslutning og vurderer det desuden som mest retvisende hvis den risikofrie rente denomineres i samme valuta som virksomhedens cash flow.

Beta

En investor skal kompenseres for den risiko investoren påtager sig i forbindelse med erhvervelse af en ejerandel i selskabet. Beta er delelementet af WACC der måler denne risiko og afspejler at ved større risiko forventes et højere afkast der dermed kompenserer for risikoen (Sørensen, 2012). Tilmed definerer Koller et al. (2015) risikoen forbundet med en aktie som volatiliteten, hvilket vil sige den udstrækning hvormed aktien svinger op og ned i takt med markedsindekset.

Til estimering af beta, findes både kvantitative og kvalitative metoder, hvor sidstnævnte primært anvendes til unoterede virksomheder (Petersen & Plenborg, 2012). Den kvantitative tilgang til estimering af beta er en regressionsmodel der består af den afhængige variabel, historiske afkast, og den uafhængige variabel, markedsafkastet:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

Koller et al. (2015) anser denne model for værende mest retvisende til estimering af den systematiske risiko for et børsnoteret selskab. Denne estimering bygger, som nævnt ovenfor på historiske data, hvilket formodentlig ikke resulterer i et retvisende estimat for fremtiden. I et forsøg på at korrigere for daglige irrationelle udsving foreslår Koller et al. (2015) at anvende ugentlige afkast for en 10-årig periode. Groenewold & Fraser (2000) har undersøgt

væsentligheden af den tidsperiode der anvendes til at estimere beta og fandt, at beta ændrede sig signifikant over forskellige tidshorisonter. Ydermere skal markedsindekset fastlægges som en veldiversificeret markedsportefølje (Koller et al., 2015).

Ovenstående metode estimerer en råbeta, men denne kan justeres vha. beta smoothing der korrigerer beta estimatet til at nærme sig beta for markedsporteføljen, hvilket er værdien 1:

$$\text{Adjusted } \beta = \frac{1}{3} + \frac{2}{3} \beta_{\text{raw}}$$

Denne justering af beta opjusterer en ellers lav råbeta og nedjusterer en relativt høj beta til at nærme sig den gennemsnitlige beta for markedet (Koller et al., 2015). Tilmed er det nødvendigt at korrigere betaestimatet for kapitalstrukturen, hvorfor β_{levred} justeres til β_{ulevered} (Koller et al., 2015).

$$\beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E}\right]}$$

Markedsrisikopræmien

Markedsrisikopræmien er et udtryk for det overskydende afkast, der forventes ved at investere i aktiemarkedet fremfor det risikofrie aktiv. Markedsrisikopræmien og beta repræsenterer dermed samlet set, den compensation investorerne forventer at få for den systematiske risiko, de påtager sig (Koller et al., 2015). Bodie et al. (2011) påpeger den underliggende antagelse, i form af at investorer ikke vil investere i en risikofyldt portefølje uden at få en passende compensation. Den forventede markedsrisikopræmie kan ifølge Koller et al. (2015) estimeres på følgende tre metoder: 1) den historiske tilgang 2) *survey* tilgang, og 3) den implicitte tilgang.

Den historiske tilgang antager, at de historiske afkast er en god indikator for den fremtidige risikopræmie, idet den risikofrie rente fratrækkes de historiske afkast på aktiemarkedet over tid (Petersen & Plenborg, 2012). Valget mellem en kort eller lang tidsperiode anses som tvetydig, idet en kort tidsperiode reflekterer et mere nutidigt billede af investorerne forventede afkast, mens en lang tidsperiode mindsker fejleddet (Koller et al., 2015). Forventningerne til den fremtidige markedsrisikopræmie er på nuværende tidspunkt påvirket af det historisk lave renteniveau og den flerårige lempelige pengepolitik, har medført makroøkonomisk stabilitet og kursstigninger på aktiemarkedet.

Markedsrisikopræmien kan ligeledes estimeres vha. *survey* tilgangen, denne bygger en på en undersøgelse af forventningerne til afkastet på investeringer i aktiemarkedet. Investorer, ledere og akademikere bliver bedt om at svare på hvilket afkast der forventes. Modsat den historiske tilgang, reflekterer *survey* tilgangen forventningerne til fremtiden, idet forventningerne fra eksperter udgør markedsrisikopræmien. Det bør påpeges, at svaret er meget afhængigt af den eksakte formulering af spørgsmålet, hvilken gør denne metode svær at sammenligne med andre undersøgelser (Damodaran, 2017c).

Den implicitte tilgang afhænger af væsentlige antagelser, idet metoden kræver estimering af indtjeningen i fremtidige perioder, for dermed at estimere den implicitte egenkapitalomkostning baglæns (Koller et al., 2015). Ulemperne ved metoden er at estimering af fremtidig vækst bygger på signifikante antagelser og er dermed forbundet med usikkerhed. Fordelen ved anvendelse af den implicitte tilgang er, at denne bedst afspejler den markedsrisikopræmie investorer faktisk betaler.

2.1.1.3 Fremmedkapitalomkostning

Afkastkravet på virksomhedens finansielle forpligtelser defineres som fremmedkapitalomkostningen og udtrykkes ved nedenstående formel, hvor den risikofrie rente er betegnet r_f og r_s angiver det selskabsspecifikke risikotillæg (Petersen & Plenborg, 2012):

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

Selskabsspecifikt risikotillæg

Risiko der er selskabsspecifik og ikke allerede indbefattet i andre delelementer af kapitalomkostningen, karakteriseres som det selskabsspecifikke risikotillæg. Dette tilføjes i estimeringen af fremmedkapitalomkostningen idet kreditorerne pålægger virksomheden et tillæg som skal kompensere for den risiko de påtager sig (Koller et al., 2015). Dette tillæg kan estimeres med udgangspunkt i virksomhedens lånerente, eftersom denne allerede repræsenterer kreditorernes risikokompensation.

Dette tillæg kan udregnes på to metoder: 1) kreditrating af virksomheden, eller 2) udregning af *yield to maturity* på virksomhedsobligationer. Sidstnævnte metode kan udelukkende anvendes, hvis virksomheden har virksomhedsobligationer. Kreditrating af en virksomhed kan udregnes vha. flere forskellige rating bureauer, hvoraf de mest anerkendte er Standard & Poors (S&P), Moody's & Fitch der alle estimerer kreditværdigheden af virksomheden som låntager, men i generelle termer og ikke med udgangspunkt i en bestemt type af gæld (Damodaran, 2017a).

Selskabsskat

Det fremgår af ovenstående formel at skattesatsen t ligeledes indgår som en del af fremmedkapitalomkostningen, hvorfor det er relevant at tage stilling til, hvad denne teoretisk set bør være. Ifølge Koller et al. (2015) bør skattesatsen matche niveauet i det land hvor virksomhedens drift finder sted.

2.2 Multipler

Endeligt kan der drages anvendelse af multipel værdiansættelse, hvor estimering af virksomhedsværdien udføres på baggrund af sammenlignelige virksomheder, samt markedets forventninger til disse (Koller et al, 2015). Der forekommer forskellige multipler, hvoraf denne afhandling vil tage anvendelse af multipler beregnet ud fra *Enterprise value*, samt hhv. EBITDA og EBIT som følge af anbefaling fra Koller et al. (2015) samt det faktum, at multipler baserede på *Equity value* anses som værende følsomme overfor forskelle i kapitalstrukturer og regnskabsprincipper:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1 - t) \left(1 - \frac{g}{ROIC} \right)}{WACC - g}$$

Ved anvendelse af multipler forekommer herved en indikation af, hvorvidt virksomheden kan betragtes som værende billigere eller dyrere i sammenligning med deres peers. Hertil skal det påpeges, at evalueringen gennem multipler blot indikerer virksomhedsværdien relativt til virksomhedens peers og tager derfor ikke højde for, hvorvidt hele branchen er 'billig' eller 'dyr' (Koller et al, 2015 & Damodaran, 2005). Værdiansættelse gennem multipler anbefales og multipler vil derfor i følgende afhandling blive anvendt som supplement til værdiansættelsen gennem DCF, som en form for *sanity check*, for herved at foretage en evaluering af den i DCF beregnede virksomhedsværdi, set i forhold til markedets værdiansættelse af virksomhedernes peers.

3 M&A, motiver og synergieffekter

Der siges at foreligge flere forklaringer på, hvorfor M&A forekommer, samt adskillige effekter som følge af udførelsen af M&A. Følgende afsnit vil derfor definere M&A og de dertilhørende motiver, som siges at ligge til grund for udførelsen af M&A, samt identificere de forskellige synergieffekter, der kan opstå som følge af M&A. Hertil følger en identificering af metoden, hvorpå de fremanalyserede synergieffekter værdiansættes.

3.1 M&A

Indledningsvist er det essentielt at definere termene fusion og akkvisition, idet disse danner rammerne for følgende afhandling og herved vil blive anvendt gennem afhandlingen.

Akkvisitioner og fusioner kan overordnet set, defineres som værende en integrering af virksomheder (Sudardanam, 1995).

Fusioner defineres som værende en kombination af to (eller flere) virksomheder ved en kombination/forening af aktiver, driftsaktiviteter og ledelse, således at disse virksomheder sammensmeltes til en ny virksomhed, hvorved en ny organisationsstruktur bliver dannet (Bruner, 2004 & Godbole, 2013 & Sudarsanam, 1995). En fusion er således en kombination af to virksomheder, hvori kun den ene virksomhed, opkøbsvirksomheden består og den anden virksomhed, den såkaldte målvirksomhed, ophører i dens eksistens (Godbole, 2013 & Gaughan 2007). Dette indikeres som følgende:

$$V_A + V_B = V_A$$

hvor virksomhed B er fusioneret ind i virksomhed A.

En fusion er forskellig fra en akkvisition, eftersom sidstnævnte defineres som et forsøg eller en proces, hvorved en virksomhed eller en gruppe af individer erhverver kontrol over en anden virksomhed, en såkaldt målvirksomheds aktiver, driftsaktiviteter og ledelse (Godbole, 2013 & Sudarsanam, 1995). At erhverve kontrollen over en virksomhed, er ensbetydende med en erhvervelse af retten til at kontrollere dennes ledelsesmæssige og politiske beslutninger. Dette indikerer tilmed en erhvervelse af retten til at udpege og fjerne flertallet af direktionen i virksomheden. I modsætning til en fusion kan målvirksomhedens identitet således siges, at forblive intakt ved en akkvisition, idet ændringen ses i opkøbsvirksomhedens overtagelse af kontrol (Godbole, 2013).

Dette kan indikeres som følgende:

$$V_A + V_B = V_{AB}$$

hvor virksomhed A har foretaget en akkvisition af virksomhed B.

Akkvisitioner og fusioner er tilmed ofte kategoriseret som horisontale, vertikale eller konglomerater i form af en diversifikationsproces (Gaughan 2007 & Seth, 1990). Hvoraf horisontale akkvisitioner og fusioner opstår, når to konkurrenter der opererer inden for samme branche og forretningsområde samt på samme niveau i forsyningskæden, kombineres. Vertikale akkvisitioner og fusioner omhandler virksomheder, der ligeledes opererer inden for samme forretningsområde men på forskellige niveauer i forsyningskæden og herved besidder en såkaldt køber-sælger relation. Konglomerater opstår derimod ved en kombination af virksomheder, som opererer inden for forskellige forretningsområder og/eller forskellige brancher, hvorved der skabes mulighed for udbredelse og vækst vha. adgang til nye forretningsområder (Gaughan, 2007 & Seth, 1990).

3.2 Motiver for M&A

Som nævnt tidligere kan der foreligge flere forklaringer på, hvorfor M&A opstår. At opnå et indblik i hvilke bagvedliggende motiver, der kan ligge til grund for udførelsen af M&A, er essentielt for at opnå en større forståelse af, hvorfor virksomheder engagerer sig i M&A.

3.2.1 Vækst

Først og fremmest anses det primære og mest fundamentale motiv for udførelse af M&A at være et ønske om vækst. Ifølge Godbole (2013) forekommer M&A primært som et resultat af, at virksomheder har et strategisk ønske om vækst, hvortil M&A anses som værende en stærk og betydelig strategi for øjeblikkelig vækst. I tilfælde heraf kan M&A derfor siges at fungere som en vækststrategi.

I forlængelse hertil påpeger Gaughan (2007), at virksomheder med et strategisk ønske om vækst opnår en hurtigere proces ved at foretage et strategisk valg om vækst gennem M&A frem for intern vækst, som kan synes langsom og usikker. Til dette kan der drages paralleller til Ansoff's produkt matrix, hvoraf de forskellige klassifikationer for vækst; Markedspenetrering, Produktudvikling, Markedsudvikling og Diversifikation, ifølge Godbole (2013), kan sammenholdes med muligheder for M&A for hver af disse strategiske vækstmuligheder (Ansoff, 1957).

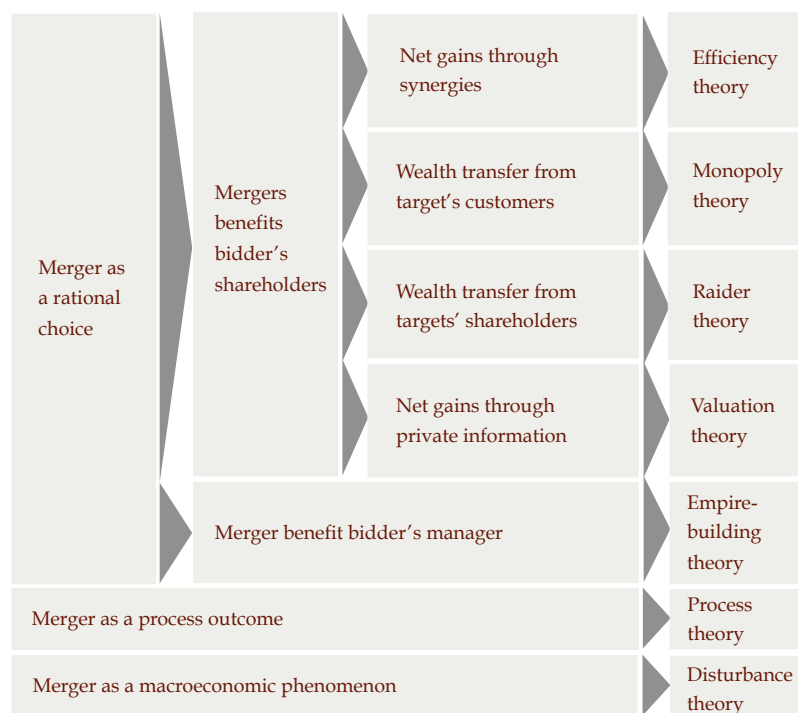
Hertil påpeges det, at M&A, udover at være det hurtigste strategiske alternativ til vækst, tilmed er det alternativ tilknyttet lavest risiko, eftersom eventuelle hindringer og uvidenhed, der kan være forbundet med ovennævnte vækstmuligheder, omgås gennem M&A frem for intern udvikling, hvor omstændighederne synes mere usikre og udenforstående (Gaughan, 2007).

3.2.2 M&A Motiv teorier

Udover ovennævnte primære motiv for M&A i form af vækststrategi, er det ligeledes interessant at fremholde de underliggende teorier om motiver for M&A. Til dette kan Trautwein's (1990) studie angående teorier om M&A motiver og disses relationer til forskrifter for M&A strategier med fordel fremhæves. Studiet undersøger og giver et kritisk overblik over mulige motiver for M&A, hvori syv forskellige teorier om motiver for M&A sammenholdes i den såkaldte *Merger Motive Model* og derfor danner et solidt standpunkt for identificeringen af, hvilke motiver der kan ligge til grund for udførelsen af M&A.

Først og fremmest kan Trautwein's (1990) identificerede *Monopoly Theory* nævnes i forlængelse af ovennævnte primære motiv for M&A i form af vækststrategi, idet denne teori forklarer M&A som værende opstået med henblik på, at opnå markedsandele og styrke positionen på markedet. Mere konkret siges *Monopoly Theory* at kunne udfolde sig på forskellige måder. Dette kan være i form af en markedsleders forsøg på yderligere at konsolidere deres position på markedet, profitable virksomheders forsøg på, at opnå position som markedsleder eller en strategi om at komme ind på nye markeder. Disse motiver for M&A anses derfor, udover at være et rationelt valg, at være fordelagtige for aktionærene set fra opkøbers synspunkt og samtidig en form for formueoverførsel fra målvirksomhedens kunder (Trautwein, 1990 & Godbole, 2013). Sagt på anden vis, så påpeger og ikke mindst bekræfter denne teori, at M&A kan anvendes som en vækststrategi.

Figur 3.1 - Trautwein (1990)



Kilde: Trautwein (1990) samt egen tilvirkning.

Herudover identificerer Trautwein (1990) ligeledes den såkaldte *Efficiency Theory*, som anser M&A for at være planlagt og udført med henblik på at opnå gevinster gennem synergieffekter. Rationalet heri er at skabe værdi, som hidtil ikke har været eksisterende, ved at sammenkoble forretningsenheder mellem opkøbsvirksomheden og målvirksomheden. Ifølge *Efficiency Theory* anses M&A herved for værende fordelagtig for opkøbsvirksomhedens aktionærer, idet effekter af sammenkoblingen synes at generere en højere værdi end summen af de separate effekter (Trautwein, 1990 & Godbole, 2013). Yderligere identificering og ikke mindst specificering af synergieffekter og de forskellige typer heraf, vil blive uddybet i det efterfølgende kapitel 3.

Trautwein (1990) identificerer hertil også den såkaldte *Raider Theory*, der udover, ligeledes at være til fordel for aktionærerne og et rationelt valg, forklarer M&A for værende med henblik på, blot at flytte værdi fra målvirksomhedens aktionærer til sig selv. Dette gennem akkvisition af et selskab til en meget lavere værdi end den potentielle værdiansættelse, uden strategisk hensigt om at drive selskabet efterfølgende. Dette udtrykker sig ofte i form af greenmail eller overdreven kompensation, efter en succesfuld overtagelse af målvirksomheden (Trautwein, 1990 & Godbole, 2013).

Valuation Theory antyder derimod, at M&A kan forklares at være opstået, som følge af en besiddelse af, ikke mindst bedre men tilmed højere grad af, information om værdiansættelsen af målvirksomheden, relativt til den af aktiemarkedet. Dette skaber hermed incitament til M&A, idet denne bedre information resulterer i, at målvirksomhedens *intrinsic value* estimeres højere end dennes nuværende markedsværdi (Trautwein, 1990 & Godbole, 2013).

En anden teori, der siges at udspille sig fra teorien om incitamentsproblemer, som følge af adskillelse mellem ejerskab og kontrol i virksomheder, betegnes som *Empire Building Theory*. Denne teori forklarer, at M&A planlægges og udføres af virksomhedens ledelse med fokus på egeninteresse, med henblik på at opbygge, udvide og styrke deres eget 'imperium' og position, som herved maksimerer deres nytte, fremfor at fokusere på værdiskabelse for aktionærene. Sådanne motiver skal pointeres at være et rationelt valg, som ikke nødvendigvis forekommer i den bedste interesse for aktionærene (Trautwein, 1990 & Godbole, 2013).

Process Theory og *Disturbance Theory* vil i denne afhandling ikke blive uddybet nærmere, da disse ikke er omfattet af afhandlingens *scope*. Der er ligeledes blevet påvist andre motiver for M&A af andre teoretikere, hvilke fremgår af app. 15.1.

3.3 Synergieffekter

Det er tidligere nævnt, at der ved udførelse af M&A kan forekomme adskillige effekter som følge heraf. Ovenstående identificerede motiver for M&A, heriblandt Trautwein's (1990) *Efficiency Theory*, hvori det understreges, at M&A planlægges og udføres med henblik på at opnå synergieffekter og dermed øge værdien af koncernen, indikerer herved, at motiver tilmed kan være udtrykt som en eller flere synergieffekter, hvilke kun kan realiseres på et konsolideret niveau og derved gøre en akkvisition attraktiv på et højere plan end blot vækstmotivet som nævnt ovenfor (Bruner, 2004).

3.3.1 Definition

Begrebet synergi stammer fra det græske ord *synergos*, hvilket betyder 'at arbejde sammen'. I forretningsammenhæng refererer begrebet til en situation, hvor to forretningsenheder (eller flere) arbejder sammen og på den måde genererer højere værdi ved at arbejde sammen, end de ville være i stand til hver for sig (Campbell & Goold, 1998 & Knoll, 2008). Synergieffekter kan beskrives helt traditionelt som 'et regnestykke der ikke går op', hvilket Bruner (2004) udtrykker som $2+2=5$. I en akkvisition vil dette sige, at summen af de to virksomheder er større samlet end hver for sig (Weston & Weaver, 2001). Bradley et al. (1988) beskriver dette ved, at opkøbsvirksomheden opnår kontrol over målvirksomheden, hvorved opkøbsvirksomheden får adgang til de kombinerede aktiver for begge virksomheder, hvilket skal udnyttes til en højere værdi. Hertil kan det tilmed nævnes, at Porter (1985) ligeledes belyser synergieffekter, som værende effekter der opnås, når to virksomheder integreres og opnår en forbedret konkurrencemæssig fordel.

De forventede synergieffekter, som opkøbsvirksomheden regner med at opnå ved integration, danner ofte grundlag for selve transaktionen og er en væsentlig komponent af opkøbsprisen (Gaughan, 2007). Gaughan (2007) nævner ligeledes, at synergieffekter er tættere relateret til fysikken end til økonomi og finansiering. Eksempelvis kan en synergi beskrives ved en kemisk reaktion, når to kemikalier kombineres og producerer en kraftigere reaktion end summen af de separate effekter, hvilket refererer tilbage til det tidligere nævnte simple regnestykke, der 'ikke synes at gå op'.

I M&A oversættes dette til evnen, der opstår ved en konsolidering af virksomheder, til at være mere profitabel end de individuelle dele af virksomhederne, der kombineres.

Dette kan udtrykkes på følgende vis, idet synergieffekter kan føre til, at den samlede virksomhed opnår en positiv *Net Acquisition Value (NAV)*:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

hvor:

V_{AB} = den kombinerede værdi af de to virksomheder

V_A = værdien af A

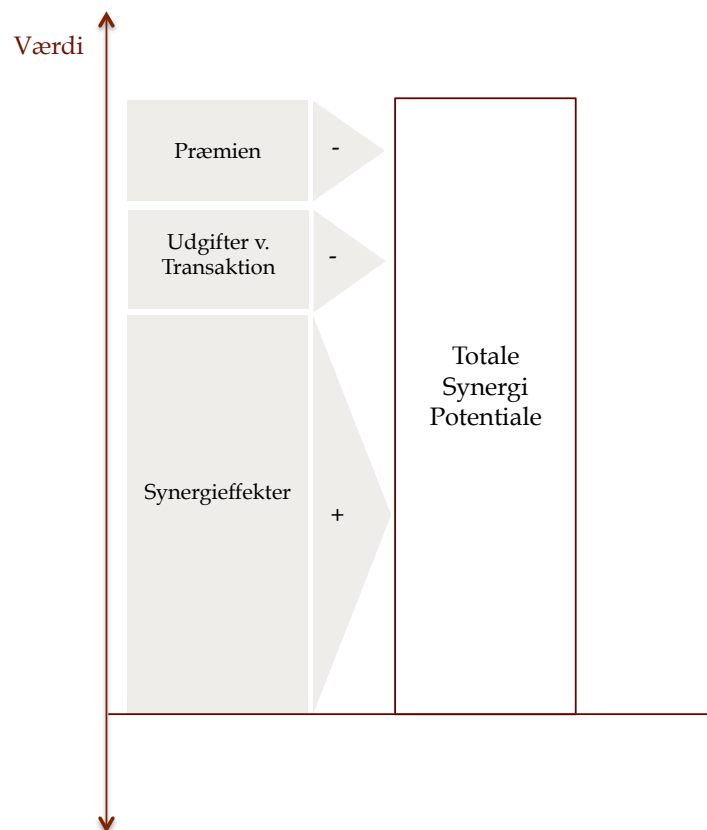
V_B = værdien af B

P = præmien betalt for B

E = udgifter ved transaktionen

Ligningen ovenfor er udarbejdet af Gaughan (2007), hvor udtrykket i parentes til venstre er synergieffekterne, og ovenstående understreger, at denne effekt skal være større end summen af præmien og transaktionsudgifter for at kunne retfærdiggøre transaktionen, hvilket tilmed er illustreret i nedenstående figur 3.2 (Gaughan, 2007).

Figur 3.2 – Totale synergipotentiale



Kilde: Gaughan (2007) samt egen tilvirkning

Note: Illustration af det totale synergipotentiale ud fra de påvirkende delelementer

3.3.2 Generelle synergiteorier

I forlængelse af de i det tidligere afsnit identificerede motiver, findes forskellige kilder til synergieffekter, samtidig med at flere teoretikere opstiller deres bud på, hvad fundamentet for synergieffekter er. Carpenter and Sanders (2007) nævner fem kilder til synergier; reducere af trusler, øget market power, omkostningsbesparelser, øget finansiell styrke og gearings kapabilitet.

Campbell and Goold (1998) har tidligere identificeret seks meget lignende former for synergieffekter i form af; deling af ekspertviden, fælles aktiver, øget forhandlingsstyrke, koordinerede strategier, vertikal integration og skabelsen af en samlet forretning ved at kombinere ekspertviden fra forskellige forretningsenheder.

Dette vil i følgende afsnit videreføres i form af en bredt omfattende gennemgang af teorier og empiriske studier, omhandlende synergieffekter som følge af M&A. Dette er baseret på en dybdegående gennemgang af akademisk litteratur og udgivelser samt ligeledes relevante videnskabelige artikler.

3.3.2.1 Omsætningsgenererende og omkostningsreducerende synergieffekter

Indledningsvis forelægger Godbole (2013) og Gaughan (2007) to overordnede kategorier af synergieffekter:

- Omsætningsgenererende synergieffekter
- Omkostningsreducerende synergieffekter

Med udgangspunkt i ovenstående definition af en synergi, kan omsætningsgenererende synergieffekter beskrives ved, at virksomheder opnår en meget højere vækstrate og omsætning, end det virksomhederne ellers kunne under individuel drift. Hertil tilføjer Gaughan (2007), at en stigning i omsætningen har flere potentielle kilder og varierer fra transaktion til transaktion. Synergieffekter opstår, idet marketing aktiviteter sammenlægges for de to virksomheders produkter og ved et bredere produktsortiment argumenteres det, at hver virksomhed kan sælge flere produkter og services. Der er her tale om *cross-marketing*, idet omsætningen kan forøges hurtigere ved at kombinere marketingaktiviteterne.

På den anden side kan en konsolidering af virksomheder muliggøre omkostningsreducering, der ellers ikke er mulig, hvis virksomhederne er drevet uafhængigt.

Det bør tilmed nævnes, at omsætningsgenererende synergieffekter forekommer sværere at realisere end omkostningsreducerende synergieffekter, hvilket skyldes, at disse er sværere at kvantificere og dermed estimere værdien af, modsat omsætningsgenererende synergieffekter, der optræder i form af dupliserede ressourcer (Godbold 2013).

Ved en mere detaljeret tilgang til kategorisering af potentielle synergieffekter påviser bl.a. Godbole (2013), Gaughan (2007), Trautwein (1990) og Knoll (2008) en række alternative, men dog indholdsmæssigt lignende tilgange til identificering og gruppering af synergieffekter. Disse vurderes tilsammen at supplere hverandre og herved danne et bredt omfattende teoretisk grundlag for potentielle synergieffekter.

Den tidligere inddeling, i omsætningsgenererende- og omkostningsreducerende synergieffekter, skal hertil siges at agere som en krydsklassificering der kan overføres til hver af de, i det følgende, identificerede kategorier for synergieffekter.

I afsnit 3.2.2 blev Trautwein's (1990) *Efficiency Theory* for M&A motiver gennemgået. Hertil følger de forventede synergieffekter, hvilke Trautwein (1990) inddeler i tre kategorier; *finansielle, ledelses- og operationelle synergieffekter*. I forlængelse af Trautwein's (1990) teoretiske opstilling af synergieffekter, følger en lignende tilgang fra Gaughan (2007), der opdeler synergieffekter i to grupper hhv. *operationelle og finansielle synergieffekter*.

Hertil kan potentielle synergieffekter ifølge Godbole (2013) inddeles i følgende fem kategorier; *produktion, operationelle, marketing, skattemæssige og finansielle synergieffekter*.

Herudover kan Knoll's (2008) undersøgelse af *cross-business synergies* påpeges, hvori Knoll (2008) klassificerer synergieffekterne i følgende kategorier; *operationelle*, *market power*, *ledelsesmæssige* og *finansielle*.

3.3.2.2 Operationelle synergieffekter

Ifølge Godbole (2013) involverer operationelle synergieffekter, rationalisering af den kombinerede drift, hvilket forekommer når performance fordele opstår ved at udnytte driftsrelaterede ressourcer på tværs af relaterede virksomheder.

Dette kan forekomme gennem deling af fælles faciliteter såsom økonomiafdeling, skat, HR, administration, transport osv. Herved undgås duplikering af fælles ressourcer, hvilket kan resultere i forbedringer eller omkostningsbesparelser (Godbole, 2013).

Operationelle synergieffekter indebærer således en kombination af driften for de separate forretningsenheder eller en form for vidensdeling. Dette kan både medføre lavere omkostninger, eller at den kombinerede virksomhed er bedre rustet til at udvikle og udbyde unikke produkter og services (Trautwein, 1990).

Denne kategorisering af operationelle synergieffekter identificeres ligeledes af Gaughan (2007). Her påpeges det, at disse synergieffekter, der skaber omkostningsreduktioner, kan opnås som stordriftsfordele, hvilket vil sige et fald i enhedsomkostningerne som et resultat af et udvidet omfang for virksomhedens aktiviteter. Her nævnes *spreading overheads* som et eksempel på, hvorledes en sådan synergieffekt kan tage form af en omkostningsbesparelse, hvori volumen øges som følge af M&A og enhedsomkostningerne dermed falder. Af andre potentielle kilder til denne type synergieffekt kan nævnes; specialisering af arbejdskraft og ledelse samt mere efficient brug af kapitaludstyr.

I forlængelse heraf identificerer Knoll (2008) ligeledes denne type synergieffekt som *efficiens synergieffekter*, idet en efficient udnyttelse af fælles ressourcer i den kombinerede virksomhed giver en fordel. Hertil kan der være tale om *economies of scope*, hvor deling af viden i koncernen medfører udvikling af separate produkter. Ydermere har Knoll (2008) fokus på vækst synergieffekter, der skaber profitable vækstmuligheder for den kombinerede virksomhed, idet komplementære ressourcer deles på tværs af virksomhederne. Målet med denne type synergieffekt er primært at øge omsætningen gennem innovation og kundefokus.

3.3.2.3 Finansielle synergieffekter

Herudover kan der, som følge af udførelsen af M&A, forekomme finansielle synergieffekter, hvilket ifølge Godbole (2013) og Gaughan (2007) involverer en kombineret af både opkøbs- og målvirksomhedens balancer, med henblik på at opnå enten en reduktion i kapital-omkostninger (WACC), en bedre gearingsratio eller forbedring af andre finansielle parametre. Finansielle synergieffekter kan således opstå i form af en lavere kapitalomkostning (WACC) gennem diversifikation som led i at investere i en virksomhed, der ikke er relateret til den oprindelige virksomhed (Trautwein, 1990).

I forlængelse heraf nævner Knoll (2008) finansielle synergieffekter i form af: reduktion af virksomhedsrisiko, internt kapitalmarked, skattemæssige fordele og finansielle stordriftsfordele. Negativt korrelerede pengestrømme driver fordele for *coinsurance effect* og øger villigheden fra

stakeholders til at investere, dette som resultat af reduceret virksomhedsrisiko ved M&A (Knoll, 2008 & Gaughan, 2007). Finansielle synergieffekter kan også tage form af et internt kapitalmarked, der etableres med henblik på minimering af de finansielle omkostninger, øget finansiell fleksibilitet og en bedre allokering af kapital. Under denne koncernstruktur har selskaberne en ensartet kapitalomkostning, sådan at datterselskaber betaler det samme for interne koncernlån og eksterne lån puljes. Finansielle stordriftsfordele opnås som et led i reducere af transaktionsomkostninger, når gæld optages og egenkapital udstedes (Knoll, 2008).

3.3.2.4 Skattemæssige synergieffekter

I forlængelse af Knoll's (2008) ovenstående nævnte skattemæssige fordele definerer (Godbole, 2013) ligeledes skattemæssige synergieffekter, hvilket ligesom den finansielle synergieffekt kun er realiserbar i tilfælde af, at balancerne kombineres. I tilfælde af at en underskudsgivende virksomhed sammenlægges med en overskudsgivende virksomhed, opnår sidstnævnte skattemæssige fordele.

3.3.2.5 Ledelsessynergieffekter

Knoll (2008) identificerer tilmed ledelsessynergieffekter, som opstår, når ledelsesmæssige ressourcer kan udnyttes på tværs af virksomheder. Hver virksomhed inden for koncernen kan performe på et højere niveau, end det var muligt som individuel virksomhed. Der skal hertil påpeges, at denne type synergieffekt adskiller sig fra operationelle synergieffekter, idet ledelsessynergieffekter hovedsageligt fokuserer på fordelene fra det vertikale forhold mellem koncernen og de individuelle forretningsenheder, hvorimod operationelle synergieffekter ifølge Gaughan (2007) fokuserer på horisontale forhold mellem forretningsenheder. I forlængelse heraf påpeger Trautwein (1990), at ledelsessynergieffekter realiseres, når opkøbsvirksomhedens ledelse besidder bedre planlægnings- og kontrolevner, hvilket målvirksomheden kan drage fordel af og dermed forbedre performance.

3.3.2.6 Market power synergieffekter

Herudover fremhæver Knoll (2008) market power synergieffekter, som omhandler opnåelsen af fordele ved udnyttelse af markedsposition på forretningsniveau. Argumentet for dette er, at reduceret konkurrence bidrager til øgede priser og dermed omsætningen, hvilket skaber en synergieffekt. Der er flere forskellige måder, hvorved denne type synergieffekt kan opnås, herunder *predatory pricing*, hvor profit fra en virksomhed anvendes til at muliggøre en koncernintern virksomhed at sælge til under markedspris og dermed tvinge konkurrenter ud af markedet. Derudover kan *bundling* anvendes som en strategi, hvor produkter sælges samlet i såkaldte bundter, hvilket kan svække konkurrenter og herved skabe market power synergieffekter.

3.3.2.7 Produktionssynergieffekter

Godbole (2013) identificerer desuden produktionssynergieffekter, som siges at opnås, når virksomheders kernekompetencer kombineres, hvilket kan forekomme inden for forskellige områder såsom produktion, teknologi, design og udvikling. Rationalisering af produktionskapacitet kan ifølge Godbole (2013) også opnås ved denne type synergi.

3.3.2.8 Marketing synergieffekter

Ydermere identificerer Godbole (2013) marketing synergieffekter, som vedrører anvendelse af fælles salgsstyrke eller distributionskanal til at gøre forbrugeren opmærksom på produkter og

brands for både målvirksomheden og opkøbsvirksomheden. Synergieffekten opstår, idet omkostningen er lavere for den kombinerede virksomhed end de to omkostningssummer under individuel drift (Godbole, 2013). Synergieffekten involverer også udnyttelse af *brand equity*, hvor en virksomheds brand equity, dvs. den værdi præmie genereret fra produkter med et genkendeligt navn, har en positiv indflydelse på salget af den anden virksomheds produkter. Udover disse kan marketing synergieffekter ligeledes indebære forbedret forhandlingsstyrke i forbindelse med pris ved brug af komplementære marketingsstrategier i stedet for konkurrerende.

3.3.3 Branchespecifik synergi teori

Akkvisitioner sker inden for mange forskellige brancher, men nogle brancher er bedre egnet til akkvisitioner og fusioner end andre, hvorfor denne vækststrategi ofte præger disse brancher. Luksusbranchen er kendetegnet ved større koncerner, der opererer inden for mange brands inden for samme branche, hvilket har gjort det særligt interessant at undersøge synergieffekter inden for denne branche nærmere. En uddybende analyse af luksusbranchen og konsolideringer findes i den strategiske analyse i kapitel 6.

For at kunne vokse søger mange familieejede luksusmærker at blive en del af eksisterende konglomerater eller at danne nye koncerner, dette mod at opgive, helt eller delvist, deres autonomi. Niveauet for integration er ofte moderat, dette reflekterer en balance mellem søgen efter synergieffekter og præservering af autenticiteten ved luksus brandet, der er essentielt for at bevare deres symbolske status og dermed konkurrencemæssige fordele. Tidligere har Campbell & Goold (1998) argumenteret, at udviklingen af et luksusbrand gennem deling af koncernressourcer er de primære fordele, som en luksuskoncern kan skabe. Andre teoretikere har dog senere hen udfordret dette udgangspunkt.

I luksusbranchen er kendetegnet, at motivet for M&A ikke kun skal være drevet af synergier på omkostningssiden, da dette umuliggør værdiskabelsen i denne branche, hvor kendetegnet er eksklusive og unikke produkter. Værdiskabelsen på et konsolideret niveau for luksus brands sker ifølge Knoll (2008) både vertikalt på koncernniveau og mellem virksomheder samt horisontalt mellem de forskellige virksomheder. Med udgangspunkt i dette, tilpasser Ijaouane & Kapferer (2012) de klassiske synergieffekter ved akkvisitioner specifikt til denne branche og dette udmøntes i følgende synergieffekter; *operationelle, market power, finansielle og ledelsessynergieffekter*.

Dog er det essentielt indledningsvist at pointere, at virksomheden, der tilføjes til koncernen ved en akkvisition, bør skabe værdi for hele gruppen og omvendt bør gruppen skabe værdi for brandet (Ijaouane & Kapferer, 2012).

3.3.3.1 Operationelle synergieffekter

Ijaouane & Kapferer (2012) konkluderer, at luksusbranchen adskiller sig fra andre, ved at operationelle synergieffekter ikke anses for værende relevante i samme omfang som i andre forbrugsvarer brancher. De mest væsentlige er efficiens- og vækstsynergieffekter, der opstår henholdsvis ved *economies of scope* og ved at samle fælles ressourcer. Med udgangspunkt i værdikæden kan sidstnævnte inddeles i supportaktiviteter og ressourcer, der kræves i produktionen. At samle på et konsolideret niveau for et luksusbrand kan være altødelæggende for brandets image, da kundernes perception af brandet ændres, hvis særskiltheden ikke opretholdes for det enkelte brand. Dette betyder dog ikke, at der ikke kan opnås synergieffekter inden for

denne kategori og som eksempler kan nævnes R&D inden for kosmetik og råvarer såsom læder. For supportaktiviteter er synergieffekterne mere åbenlyse, da disse ofte vil være ens på tværs af virksomhederne inden for denne branche og dermed nemmere kan centraliseres. Her kan omkostninger, der ikke er *intrinsic* for selve luksusproduktet, samles på et konsolideret niveau og dermed bidrage til *economies of scope*. Efterhånden er store luksusbrands tilstede på et globalt plan, hvilket ofte skaber et behov for regionale supportfunktioner, der inkluderer logistik, lager, og IT.

På et konsolideret niveau muliggøres også deling af branchespecifik know-how, hvilket både kan skabe efficiens- og vækstsynergieffekter. Førstenævnte opnås ved at reducere diverse omkostninger, mens sidstnævnte opnås ved at udvide til nye markeder og produktkategorier.

Luksusbranchen adskiller sig særligt fra traditionelle forbrugsvarer, ved at distribution og kreativitet er synergieffekter, der ikke kan opnås inden for denne branche. Eksklusiv distribution er ideel for at kunne sælge singulariteten ved perceptionen om brandet og risikoen ved at centralisere denne anses som værende væsentlig.

3.3.3.2 *Market power synergieffekter*

Denne type af synergieffekter er ifølge Ijaouane & Kapferer (2012) ikke attraktivt på samme niveau som i andre brancher. Dette skyldes, at luksusbrands ikke konkurrerer på traditionel vis, eksempelvis priskonkurrence. Derudover ønsker mange konglomerater ikke at samle deres brands over for deres forretningspartnere, da risikoen for at skade images er relativt stor. Dog nævnes nogle market power synergieffekter i form af eksempelvis forhandlingsstyrke overfor forskellige stakeholders, hvilket særligt gør sig gældende i de såkaldte luksusvarehuse.

3.3.3.3 *Finansielle synergieffekter*

Ligesom supportaktiviteterne kan centraliseres, gør det samme sig gældende for de finansielle ressourcer for luksuskoncerner og synergieffekterne herfra er ofte substantielle (Ijaouane & Kapferer, 2012). På dette område adskiller luksusbranchen sig ikke fra andre brancher, hvor M&A gennemføres.

3.3.3.4 *Ledelsessynergieffekter*

Inden for luksusbranchen kan synergieffekter på ledelsesniveau ofte være markante, idet kompetencer, initiativer, planlægning, kontrol og udvikling kan konsolideres (Ijaouane & Kapferer, 2012). Ekspertise på koncernniveau kan bidrage til hvert enkelt virksomhed og konglomerater i denne branche har ofte essentiel viden inden for branding, distribution og licenser. Synergieffekter på dette plan differentierer sig ikke markant fra andre brancher, hvorfor der henvises til tidligere gennemgang af disse.

3.4 **Delkonklusion**

Synergieffekter har længe været et relevant og interessant emne at undersøge i forbindelse med M&A transaktioner. Det primære motiv i luksusbranchen udgøres af en vækststrategi, mens de hertil væsentligste motiver ligeledes består af opnåelse af markedsandele og en styrket markedsposition, samt opnåelse af gevinster gennem synergieffekter.

De generelle synergieffekter udgøres af operationelle, finansielle, ledelses, skattemæssige, produktions og marketing synergieffekter, hvilke kan realiseres på enten omsætnings- eller omkostningssiden. Hertil kommer market power synergieffekter som sammen med operationelle, finansielle og ledelsessynergieffekter gør sig gældende for luksusbranchen.

4 Casen

I processen med at undersøge og ligeledes foretage en udvælgelse af relevante synergieffekter til den videre analyse af akquisitionen mellem MK og JC, er det essentielt at foretage en præsentation af disse virksomheder, casen og den dertilhørende transaktion.

Dette vil fremgå i det følgende afsnit, hvilket i kombination med det tidligere identificerede teoretiske fundament omhandlende M&A, vil danne en rationel begrundelse for udvælgelsen af synergieffekter, der anses for relevante for netop denne afhandling. Nedenfor introduceres begge virksomheder i en kronologisk gennemgang af virksomhederne historisk frem til i dag, hvor relevante informationer inddrages.

4.1 Michael Kors

Michael Kors Holdings Limited er et verdensomspændende modebrand med produkter i både premium- og luksus kategorierne.

4.1.1 Historie

MK er en amerikansk mode virksomhed, der blev etableret i 1981 af designeren Michael Kors. De første individuelle butikker åbnes i 2006 i New York, hidtil har brandet været forhandlet i andre butikker. Gennem årene har Michael Kors vundet flere prestigefyldte priser, såsom *Womenswear Designer of the year* i 1999, udnævnt af Council of Fashion Designers of America, selv samme udnævnte ham i 2003 en tilsvarende titel for herretøj.

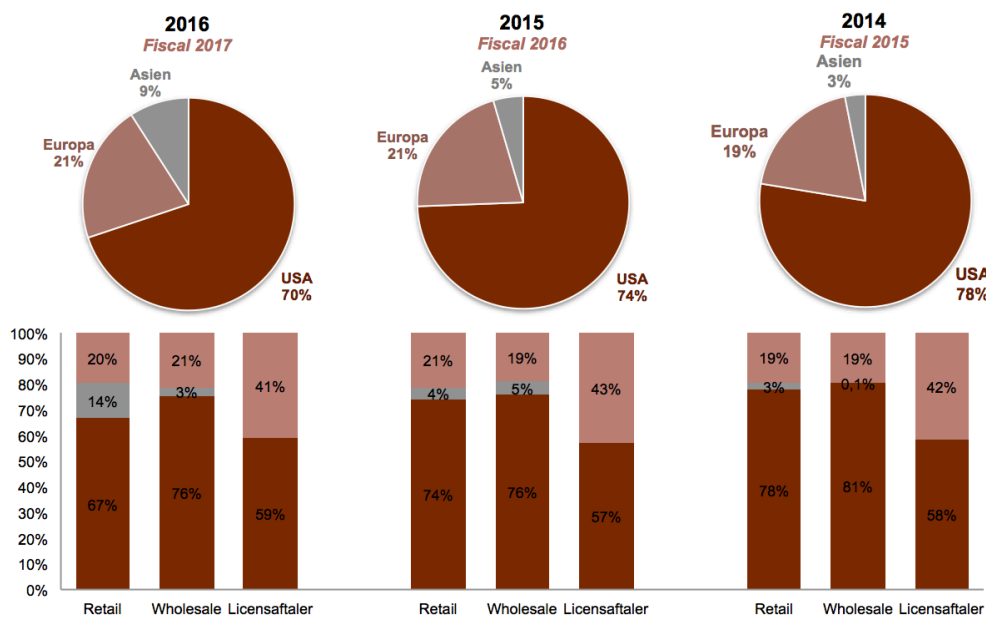
Virksomheden beskæftigede i 2016 13.702 medarbejdere, i fronten står John D. Idol som CEO og Michael Kors som CCO, kreativ direktør. Begge personer er og har været afgørende for virksomhedens succes. En vigtig del af brandet består i ansigtet udadtil, der foruden Mr. Kors, udgøres af mange kendte, både skuespillere og sangerinder, der anses som globale trendsættere (Michael Kors, 2016).

4.1.2 Markedet og produkter

Siden grundlæggelsen har MK brandet udviklet sig til at indeholde en bred vifte af produkter, herunder luksus tilbehør og beklædning. I dag forhandles produkter under hans signatur Michael Kors Collection, der indeholder produkter i luksussegmentet og MICHAEL Michael Kors der består af produkter i premium kategorien, også kaldet *accessible luxury*. Disse produkter inkluderer tilbehør, fodtøj, ure, smykker, beklædning til både mænd og kvinder, solbriller og parfumer. MK er i dag mest kendt for deres bestsellere i form af håndtasker og ure og ifølge en undersøgelse har særlig håndtaskerne været en populær modetrend blandt unge piger i 2015.

Det nyeste tiltag fra brandet i 2017 er annoncering af, at de ikke længere vil bruge pels fra dyr i deres produkter, dermed følger de den generelle trend i luksusbranchen. I dag er der på verdensplan 960 butikker og brandet udbydes i mere end 1500 in-store butikker, hovedsageligt i storbyområder, disse betegnes som wholesale kunder og gør det muligt for MK at tilgå et bredt kundesegment (Michael Kors, 2016).

Figur 4.1 - Michael Kors omsætning fordelt efter segment og geografik



Kilde: Michael Kors (2014 - 2016) samt egen tilvirkning

Note: Cirkeldiagram indikerer samlet omsætning fordelt på regioner, søjlediagram indikerer omsætningen for retail, wholesale og licens fordelt på regioner

Som nævnt ovenfor forhandler MK produkter i to kategorier; premium og luksus, disse sælges både gennem retail, wholesale og licensaftaler på deres tre primære markeder. Størstedelen af omsætningen (90%) stammer fra premium produkter, mens en mindre andel (10%) er salg fra luksuskollektionen (Michael Kors, 2016). Som det fremgår af figur 4.1 ovenfor er USA virksomhedens største marked, efterfulgt af Europa mens en mindre andel af omsætningen genereres i Asien.

4.1.3 Mission, vision og værdier

Missionen bag brandet er, at fundamentet består i *heritage* og at udbyde en amerikansk jet-set, luksuslivsstil til kvinder og mænd verden over. Brandet er fuldt dedikeret til en vision om, at deres stil er lige så *sofistikeret* som den er *forførende*, så *ikonisk* som den er *moderne*. Gennem disse nøgleord har MK skabt et vedvarende, luksuriøst livsstils empire i global udstrækning. Brandet udgøres af værdier der understreger høje kvalitetsstandarder samt kreativitet, teknologi og HR (Michael Kors, 2016).

4.1.4 Økonomisk udgangspunkt

MK omsatte i 2017 for USD 4.493,7 mio., hvoraf langt størstedelen var hentet på de amerikanske marked, hertil blev omtrent en tredjedel af omsætningen skabt udenfor USA. MK drives gennem tre segmenter; retail, wholesale og licensaftaler, nævnt i prioriteret rækkefølge i henhold til omsætning. MK blev i december 2011 børsnoteret på New York Stock Exchange, NYSE under symbolet KORS (Michael Kors, 2011).

4.2 Jimmy Choo

JC er et globalt anerkendt brand, der forhandler kvinde- og herresko i luksuskategorien. Brandet beskriver sig selv som værende et ikonisk, genkendeligt brand med unik DNA (Jimmy Choo, 2016).

4.2.1 Historie

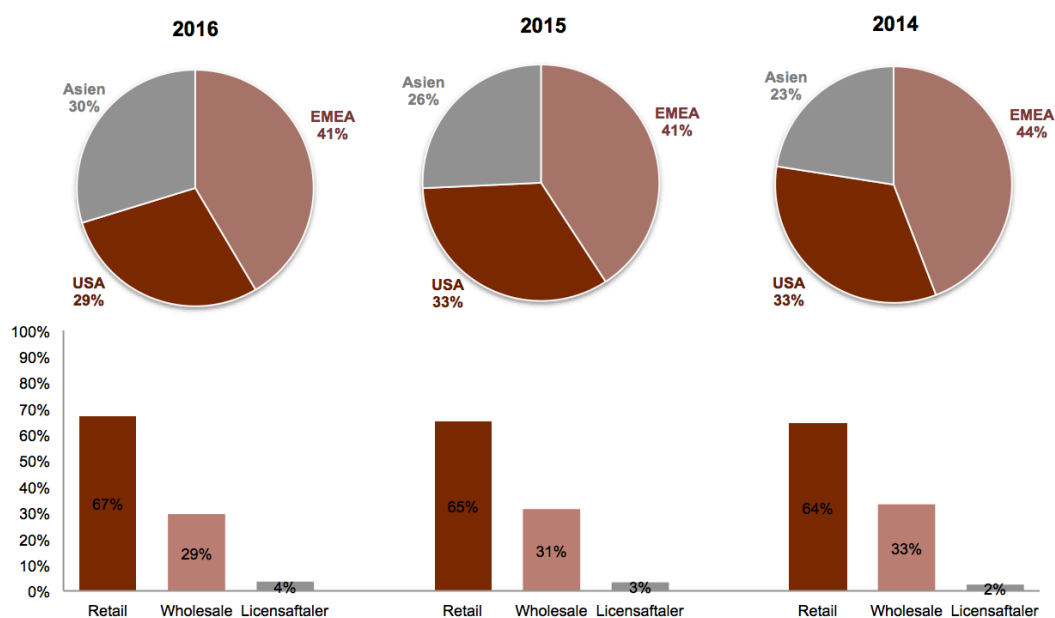
De første spadestik blev taget i 1996, hvor grundlæggeren Sandra Choi fik ideen til de ikoniske kvindesko til luksussegmentet. Forud for dette havde Sandra Choi studeret *fashion design* på den prestigefyldte Saint Martins School i London. Sideløbende med studiet var hun i lærer ved hendes onkel, Mr. Jimmy Choo, der har lagt navn til brandet (Jimmy Choo, 2014a). Kvindeskoene har siden begyndelsen været kerneproduktet, men i 2011 blev sko i herrekategorien tilføjet (Jimmy Choo, 2015b). Siden da, har virksomheden udviklet sig til at være et verdenskendt brand med butikker og forhandlere globalt.

I dag er brandet ledet af et dedikeret ledelsesteam med tidligere erfaring inden for luksusbranchen. I spidsen for teamet er Pierre Denis som CEO og har været en del af virksomheden siden 2012 med mere end 25 års erfaring i branchen, herunder bred viden om de Asiatiske markeder. Sandra Choi har siden grundlæggelsen ageret som kreativ direktør. I 2016 havde JC 1.287 ansatte, der sammen udgør et dynamisk samarbejde af erfarne mennesker, med fokus på at opretholde og videreudvikle et unikt brand de alle er passionerede omkring (Jimmy Choo, 2016b).

4.2.2 Markedet og produkter

I dag er JC fortsat kendetegnet ved eksklusive sko, herunder både praktiske sko i luksusdesign til unikke og spektakulære højhælede sko til festlige lejligheder. Foruden sko til både kvinder og mænd, har brandet udvidet deres produktsortiment til tasker. Komplementære produkter såsom solbriller, briller, parfumer og blødt tilbehør produceres under licensaftaler. Disse produkter er udbudt på globalt plan i 150 individuelle butikker og shop-in-shops (Jimmy Choo, 2016b).

Figur 4.2 – Jimmy Choo salg fordelt efter segment og geografi



Kilde: Jimmy Choo (2014 - 2016) samt egen tilvirkning

Note: Cirkeldiagram indikerer samlet omsætning fordelt på regioner, søjlediagram indikerer omsætningen fordelt på segmentniveau

JC forhandler, som nævnt ovenfor, produkter i luksuskategorien og er dermed aktører i luksusbranchen. Omsætningen genereres, ligesom det var tilfældet ved MK, gennem retail, wholesale og licensaftaler, herunder franchise. I figur 4.2 er det illustreret at JC har en særdeles stor tilstedeværelse i EMEA, hvoraf halvdelen af omsætningen stammer fra Storbritannien. Hertil følger USA og Asien, hvor halvdelen af sidstnævntes omsætning udgøres af Japan (Jimmy Choo, 2016b).

4.2.3 Mission, vision og værdier

Brandet beskriver sig selv igennem deres værdier, hvilket understreger at JC står for: *heritage, culture, teamwork, client focus, creativity, integrity*. Herudover har virksomheden stort fokus på at reducere deres påvirkning på miljøet, hvilket øger deres positive sociale indflydelse. Pierre Denis og Sandra Choi deler den fælles vision om at skabe et af verdens mest værdsatte luksus brands (Jimmy Choo, 2016b).

4.2.4 Økonomisk udgangspunkt

Omsætningen i 2016 var på GBP 364 mio. og var skabt af en accelererende retail vækst på 14,5% og forbedrede marginer. 41% af omsætningen blev skabt i EMEA, efterfulgt af Asien og Japan, der samlet udgør omkring 30% af omsætningen, mens de sidste 29% af omsætningen hentes på det amerikanske marked. 75% af omsætningen stammer på globalt plan fra sko-kategorien, hvilket som tidligere nævnt er JC's hjerte (Jimmy Choo, 2016b). JC blev i oktober 2014 noteret på London Stock Exchange under JAB Luxury. Det finansielle udgangspunkt bearbejdes detaljeret i den finansielle analyse, hvilket fremgår af kapitel 7.

4.3 Transaktionen

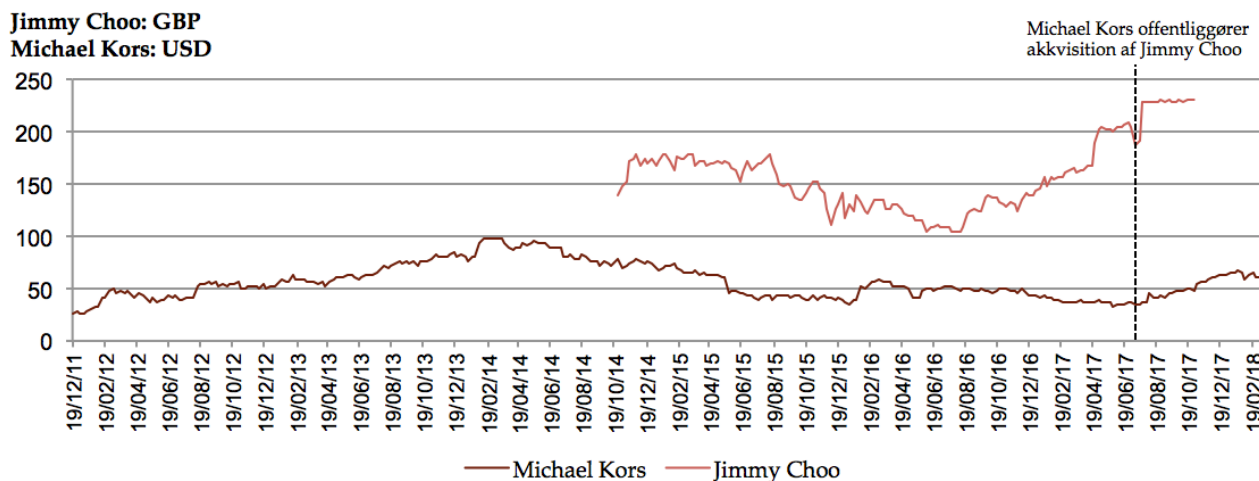
Den 25. juli 2017 blev det offentliggjort, at MK havde i sinde at opkøbe JC og dermed bidrage til konsolidering af luksusbranchen, gennem en horisontal akkvisition. Transaktionens værdi var på USD 1,12 mia., svarende til 230 pence pr. aktie og en præmie der er 36,5% over den seneste lukkekurs før annoncering af akkvisitionen (Michael Kors, 2017e). Akkvisitionen af JC blev muliggjort, idet tidligere storaktionær JAB Luxury besluttede at sætte deres 67,7% aktiemajoritet i virksomheden til salg i foråret 2017 (JAB, 2017). MK's bud på JC blev accepteret tre måneder efter og MK's direktør, John D. Idol, udtalte følgende i forbindelse med gennemførelsen af transaktionen d. 1 november 2017:

"We are thrilled to have completed the acquisition of Jimmy Choo, which brings together two iconic brands to create a global, fashion luxury group. Jimmy Choo has a rich history as a leading global luxury house, renowned for its glamorous and fashion forward footwear, and is an excellent complement to the Michael Kors brand. We believe this combination further strengthens our future growth opportunities while also increasing both product and geographic diversification." (Michael Kors, 2017c)

Denne akkvisition er den første MK har foretaget siden børsnoteringen i 2011, men bliver muligvis den første i rækken, idet CEO John Idol har udtalt at koncernen planlægger at skabe yderligere vækst gennem M&A i fremtiden. Målet er at blive en international luksus koncern og ovenstående citat indikerer at fokus fremtidigt vil være på øget vækst gennem både produkt- og geografiskdiversifikation. Fremadrettet til der være et tæt samarbejde JC's CEO Pierre Denis og den kreative direktør Sandra Choi hvor global vækst er et fælles mål for opkøbet (Michael Kors, 2017d).

Finansieringen af transaktionen bestod i en kombination af gæld under de nye lånebetingelser den større virksomhed har tilladt, samt udstedelse af *senior unsecured notes* til en vægtet gennemsnitlig rente på 3,1%. Det tredje element af finansieringen var en kontant betaling (Michael Kors, 2017c).

Figur 4.3 - Kursudvikling for Michael Kors og Jimmy Choo



Kilde: Bloomberg (2018d, 2018e) samt egen tilvirkning

Note: Kursudvikling for MK og JC med indikation af offentliggørelsen af akquisitionen

Ovenstående kursudviklingen viser reaktionen på offentliggørelsen af akquisitionen. Da MK, som nævnt betaler en præmie for JC og akquisitionsprisen oplyses, er første reaktion at JC aktien stiger til GBP 229,8 hvilket kun er GBP 0,2 under akquisitionskursen. Aktiemarkedets reaktion på MK aktien er et lille fald, idet den opkøbende virksomheds aktionærer er bange for, om der bliver betalt for meget for JC. Sidenhen er MK aktien steget, hvilket afspejler en positiv reaktion på akquisitionen af JC og eventuelle fremtidige akquisitioner.

4.4 Delkonklusion

MK og JC udgør casen i denne afhandling, hvorfor en opsummering og sammenligning af ovenstående virksomhedsintroduktioner er at finde i nedenstående tabel.

Tabel 4.1 - Sammenligning af Michael Kors' og Jimmy Choo's baggrund

	Michael Kors	Jimmy Choo
Stiftet	1981	1996
Omsætning (2016 i mio.)	USD 4.494	GBP 364
Medarbejdere	13.702	1.287
Egne butikker (<i>retail</i>)	960	150
Produktkategorier	Tøj, tilbehør, sko, ure, smykker & kosmetik	Sko, tilbehør & kosmetik
Luksus/premium % af oms.	10% luksus, 90% premium	100% luksus

Kilde: Michael Kors (2016) & Jimmy Choo (2016) samt egen tilvirkning

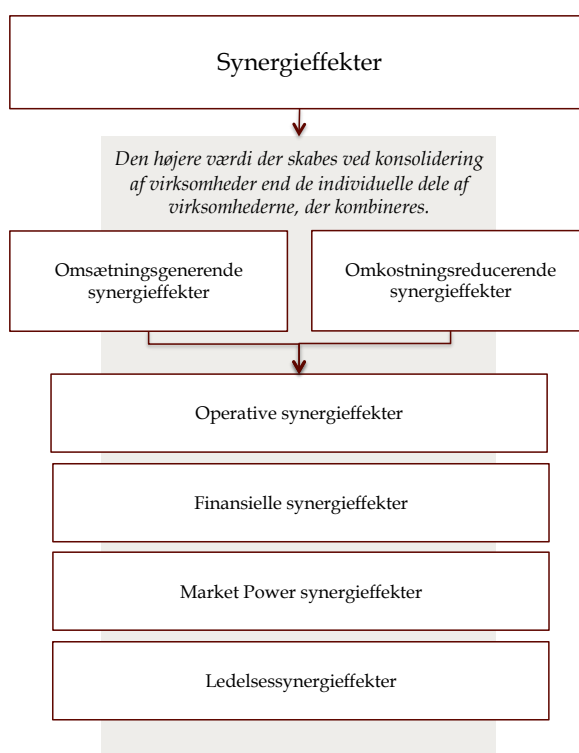
Tilmed giver ovenstående citat et indblik i MK's egen forventning til de potentielle synergieffekter, hvorfor nærmere analyse heraf og tilpasning af de teoretiske synergier til luksusbranchen findes interessant og relevant.

5 Udvælgelse af synergieffekter

Der er nu blevet identificeret et teoretisk fundament omhandlende M&A, herunder motiver og synergieffekter heraf, samt præsentation af case og den tilhørende transaktion. Disse muliggør tilsammen en passende udvælgelse af synergieffekter, som skal danne fundamentet og anvendes i den videre analyse af akkvisitionen.

Afhandlingen vil primært finde inspiration i Godbole's (2013) og Gaughan's (2007) forholdsvis ensartede tilgang til en overordnet gruppering af synergieffekter, hvori disse overordnet set vil blive kategoriseret som hhv. *omsætningsgenererede synergieffekter* og *omkostningsreducerende synergieffekter* jf. figur 5.1. Hertil skal det påpeges, at denne overordnede gruppering i afhandlingen vil agere som en krydsklassificering, der kan overføres til de herunder udvalgte kategorier for synergieffekter.

Figur 5.1 - Udvalgte synergieffekter



Kilde: Egen tilvirkning

De tidligere teorier, studier og akademisk litteratur, som blev gennemgået i forhenværende afsnit, anvendes som inspiration til udvælgelsen af synergieffekter. Selvom disse ikke synes at være direkte sammenlignelige i deres gruppering af synergieffekter som følge af M&A, synes der dog at være en indholdsmæssig lignende tilgang til identificering og gruppering af synergieffekterne; *operationelle, finansielle og ledelse*, som derfor vil blive anvendt i følgende afhandling.

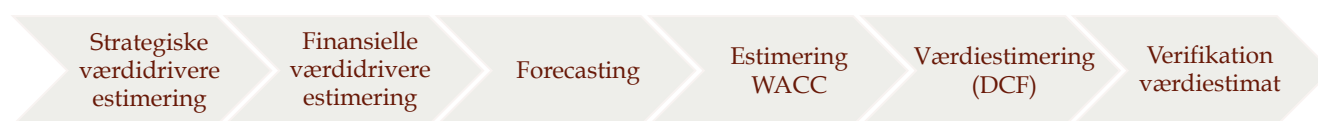
Hertil sammenkobles den case-specifikke akkvisition mellem MK og JC, som kan karakteriseres som værende horisontal, med en høj grad af inspiration fra Knoll's (2008) gruppering af synergieffekter og Ijaouane og Kapferer's (2012) tilpasning af de klassiske synergieffekter ved akkvisitioner specifikt til luksusbranchen. Her inddeles synergieffekter som *operationelle, market power, finansielle og ledelsessynergieffekter*, hvilket synes at agere som en rationel begrundelse for udvælgelsen og kategoriseringen af synergieffekter til den videre analyse af akkvisitionen mellem MK og JC.

DEL II - Analyse

Til værdiansættelse af de ovenfor udvalgte synergieffekter, der forventes at forekomme ved MK's akkvisition af JC, findes flere forskellige værdiansættelsesmetoder, som benævnt i forhenværende Del I. I følgende afhandling vil værdiansættelsen af MK, som konsolideret virksomhed og de herunder foreliggende synergieffekter, foretages ud fra DCF værdiansættelsesmetoden.

Ifølge Koller et al. (2015) og ligeledes Petersen & Plenborg (2012) kan den generelle proces for værdiansættelse siges at bestå af en række efterfølgende steps:

Figur 5.2 - Steps i værdiansættelsen



Kilde: Koller et al. (2015), Petersen & Plenborg (2012) samt egen tilvirkning

Idet der i denne case er tale om en akkvisition mellem MK og JC, vil anden del af afhandlingen, i sammenkobling med ovenstående definerede stadier i værdiansættelsen, tage udgangspunkt i den i del I identificerede formel for synergieffekter og NAV:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

Værdien af synergieffekterne analyseres ud fra den kombinerede værdi af de to virksomheder, samt virksomhederne stand-alone jf. afsnit 3.3.1. Der foretages derfor værdiansættelse for hhv. JC og MK som stand-alone virksomheder, samt ligeledes MK som konsolideret virksomhed, for herved at identificere og analysere værdien af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC. Denne formel til estimering af værdien af synergieffekterne, ud fra værdiansættelse af hhv. MK som konsolideret virksomhed samt JC og MK stand-alone, vil derfor i sammenkobling med ovenstående identificerede stadier i værdiansættelsen, danne rammerne for analysen udført i denne afhandling.

Processen i at identificere og analysere de interne faktorer som er relevante for MK's akkvisition af JC, vil i kapitel 6 tage udgangspunkt i to separate analyser heraf, hvorimod der foretages en samlet analyse af de eksterne strategiske værdidrivere som følge af, at MK og JC vurderes, at være eksponeret overfor samme eksterne faktorer og udviklingstendenser, grundet virksomhedernes højt sammenlignelige branchetilhør og ligeledes virksomhedsprofiler. Den i kapitel 7 finansielle analyse vil ligesom analysen af de interne strategiske værdidrivere, blive foretaget separat for begge virksomheder.

Herudfra foretages forecasting, estimering af kapitalomkostningen og værdiestimeringen ud fra DCF, både for virksomhederne stand-alone og MK som konsolideret virksomhed i hhv. kapitel 8, 9 og 10.

Anden del af afhandlingen udgør derfor selve analysen af akkvisitionen og de i den første del af afhandlingen udvalgte synergieffekter, omfattende delelementerne forud for og i værdiansættelsen af synergieffekter, der udarbejdes i de efterfølgende kapitler.

6 Strategisk analyse

Nedenfor udarbejdes en strategisk analyse af både interne og eksterne faktorer, som er relevante for MK's akkvisition af JC. Indledningsvis defineres hvilke kendetegn der er ved luksusbranchen og hvordan efterspørgslen på sådanne produkter er opstået, idet dette er markedet hvorpå MK og JC agerer. Dette med henblik på at give et komprimeret historisk indblik i luksusbranchen og relevante produktgrupper, herunder luksus og premium.

MK og JC analyseres internt igennem VRIO, mens de eksterne faktorer udgøres af markedet, hvorpå begge virksomheder opererer, analyseres gennem PESTEL-modellen og Porters Five Forces. Analysen opsummeres afslutningsvis i SWOT-modellen. Denne danner et overblik over de strategiske værdidrivere, herunder de væsentligste karakteristika ved markedet samt virksomhedernes interne ressourcer og kompetencer. Dette er med henblik på at underbygge forventningerne til fremtiden, samt vurdering af de synergieffekter der kan opstå i MK's akkvisition af JC.

6.1 Ekstern analyse

Fænomenet luksus er ligeså gammelt som menneskeheden selv. Historiske beskrivelser om betydningen af luksus og dens sociale funktion, dateres helt tilbage til de gamle grækere (Berry, 1994).

Derimod er ideen om luksus brands som en speciel form for branding og en kulturel styrke bag mode og en velhavende forbrugslivsstil, et relativt nyt koncept (Chevalier & Mazzalovo, 2008). I slutningen af 1990'erne blev markedet for luksusvarer omdannet fra en konstellation af mindre familieejede håndværksvirksomheder, der havde fokus på ekstraordinær kvalitet og en æstetisk værdi af deres produkter – til en konsolideret økonomisk branche, der i dag er ledet af store branddrevne luksuskoncerner (Jackson, 2002).

Der findes flere, men dog ingen udtømmende, akademiske definitioner af luksus. Choo et al. (2012) har opsummeret de mest væsentlige definitioner vha. attributter på følgende vis:

"The term is often used to indicate products, services or brands of high price (Choi, 2003), excellent quality (Choi, 2003), aesthetic beauty (Kapferer, 1997), pleasure (Berry, 1994) or exclusivity or rarity (Pantzalis, 1995)".

Produkter prissat niveauet under luksus defineres ved *premium goods*, hvilket ligeledes refereres til som *affordable luxury*. Denne nye type af luksusvarer er mere tilgængelige for middelklassen eller herunder, idet de sælges til lavere priser end traditionelle luksusvarer (Kitchen et al., 2009).

Ovenstående giver et indblik i hvad der opfattes som værende hhv. luksus og premium, hvilket er essentielt for at forstå markedet for luksus og hvorfor dette overhovedet eksisterer. Yderligere inddeling af branchen er nødvendig for denne afhandling, idet hele luksusvarer og services findes i samtlige brancher lige fra beklædning, kosmetik, biler og både, til services såsom eksklusive hoteller, ferier og andre oplevelser. Som tillige nævnt i afgrænsningen vil fokus i denne afhandling være *personlig luksus*, hvilket udgøres af beklædning, sko, tasker, solbriller, briller, lædervarer, kosmetik samt smykker og ure, idet det er herpå både MK og JC agerer. Den personlige luksusbranche analyseres på et globalt plan, idet begge brands på nuværende tidspunkt er tilgængelige på verdensplan, dog med stærkere positioner i visse markeder jf. kapitel 4.

6.1.1 Omverdensanalyse

Den følgende strategiske analyse vil, som nævnt, tage udgangspunkt i en omverdensanalyse, udarbejdet vha. PESTEL-modellen, for herved at opnå indblik i relevante risikofaktorer og generelle trends i luksusbranchen for *personlig luksus* (Kotler et al., 2012).

6.1.1.1 Politisk

Den politiske situation i USA har ændret sig markant siden november 2016, hvor Donald Trump blev valgt som ny præsident for USA. Den politiske debat i USA har været fulgt tæt af luksusbranchen, idet ændringer af internationale handelsaftaler, skatter og importafgifter på råvarer fra outsourcing lande er blevet vedtaget (USTR, 2018). Øgede importafgifter på råvarer fra lande såsom Kina og Mexico vil få en indvirkning på amerikanskbaserede selskaber, såsom MK, som herved vil se efter alternative lande at indkøbe råvarer og flytte produktionen.

På den anden side kan dette medføre at de flytter selskabet til nabolandet, Canada, hvilket potentielt kan styrke den indenlandske beklædningsbranche og skabe flere jobs. En undersøgelse foretaget af American Apparel and Footwear Association (AAFA, 2017) konkluderer at omkring 97%-98% af alt beklædning og sko solgt i USA i dag er importeret, hvorfor retail, herunder luksusbranchen, vil blive påvirket af øgede importafgifter, hvilket vil presse priserne opad både for retail og wholesale. Eftervirkningerne af de øgede importafgifter, herunder på stål og aluminium kan være en generelt svækket amerikansk økonomi og faldende efterspørgsel, hvilket vil have en afsmittende effekt på de finansielle markeder og påvirke aktiekurserne negativt.

I Europa er den politiske situation ligeså truet af særligt Storbritannien, der i 2016 stemte ja til at forlade den europæiske unionen, hvilket vil sige at Brexit træder i kraft i 2019 (GOV, 2018a). Eftervirkningerne heraf kan blive svækkede handelsaftaler, da Storbritannien dermed ikke længere vil være en del af det indre marked, hvorfor det indenlandsk bliver dyrere at importere for forbrugeren og mere omkostningsfyldt at eksportere, hvilket vil påvirke JC's salg negativt.

Det fremgår ovenfor at de amerikansk baserede virksomheder, på nuværende tidspunkt importerer langt størstedelen af deres varer fra lavtlønslande, såsom Kina. Luksusbranchen er derfor også afhængig af en stabil politisk situation i disse samarbejdslande.

Set fra den kinesiske forbrugers synspunkt har ny lovgivning medført at priserne på like-for-like luksusvarer i Kina nu er på niveau med i Europa, effekterne af dette analyseres nærmere i afsnit 6.1.1.2 (Deloitte, 2017a). Både MK og JC er afhængige af salg i turistede storbyer, hvorfor velhavende turister hidtil har bidraget positivt til indtjeningen i bl.a. Europa og USA. Efter prisjusteringen kan en del af omsætningen blive rykket til det asiatiske marked, idet priserne ikke er arbitrære. Yderligere landespecifikke analyser fremgår af app. 15.2.

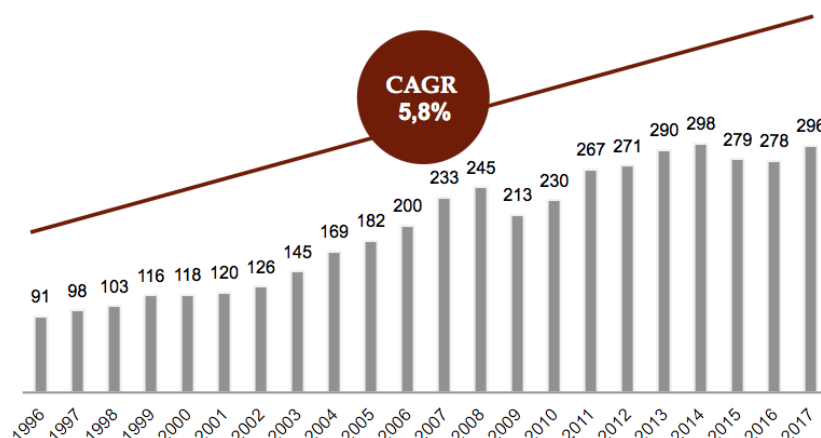
6.1.1.2 Økonomisk

Luksusbranchen

De økonomiske faktorer er særligt relevante i luksusbranchen, idet særligt denne branche er positivt korreleret den generelle økonomiske tilstand i samfundet. Dette forklares ved, at branchen historisk set har klarest sig særdeles godt i højkonjunkturtider og været under pres i perioder med lavkonjunktur, siden 90'erne har markedet været stigende (Kitchen et al., 2009). Hele luksusbranchen havde i 2017 en værdi på USD 1.125 mia., hvoraf den *personlige luksus* udgjorde omkring 26% af hele markedet (BCG, 2017 & Bain, 2017a). I alle årene for perioden 1996 frem til 2008 har branchen oplevet vækst. Dette afbrydes dog i 2009 af den finansielle krise med en

tilbagegang på 13%, dette fald er dog forstærket af en svækket dollar kurs. De efterfølgende år har igen været præget af en positiv udvikling i branchen, men i 2015 og 2016 opleves en faldende udvikling. Både MK og JC har redet med på denne udvikling i branchen, hvilket har haft direkte indvirkning på virksomhedernes omsætningsvækst.

Figur 6.1 - Udviklingen i den personlige luksusbranche (USD mia.)



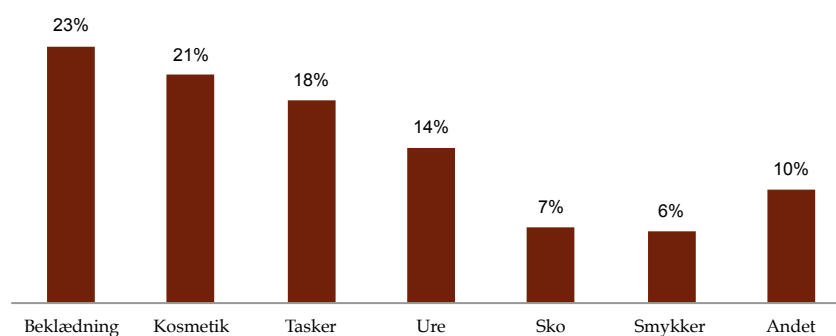
Kilde: Bain (2017c) samt egen tilvirkning

Note: Udvikling i værdien af den personlige luksusbranche med estimeret CAGR for perioden 1996-2017

Tages et nærmere kig på den personlige luksusbranche, inddeles denne i forskellige produktkategorier. En analyse foretaget af Deloitte (2017a) over de 100 største spillere inden for disse kategorier, udspecificerer hvilke produktkategorier der har klaret sig særdeles godt. JC hører primært til kategorien beklædning og fodtøj med en vækst på 4,40%, men MK, som en virksomhed med produkter i samtlige kategorier, har taget del i den særdeles positive vækst i kategorien flere luksusvarer (Deloitte, 2017a).

Ydermere kan det analyseres, hvor stor en andel hver produktkategori udgør af *personlig luksus*. Her observeres det, at beklædning står for 23% af det samlede salg i branchen, mens kosmetik følger efter. MK's produktsortiment falder inden for samtlige kategorier, hvorfor de har diversificeret deres produktportefølje imod fluktuationer inden for en specifik kategori. JC's primære produkt er sko, hvorfor virksomheden bidrager til de 7% af markedet for *personlig luksus*.

Figur 6.2 - Personlig luksus fordelt på produktkategori



Kilde: Bain (2017c) samt egen tilvirkning

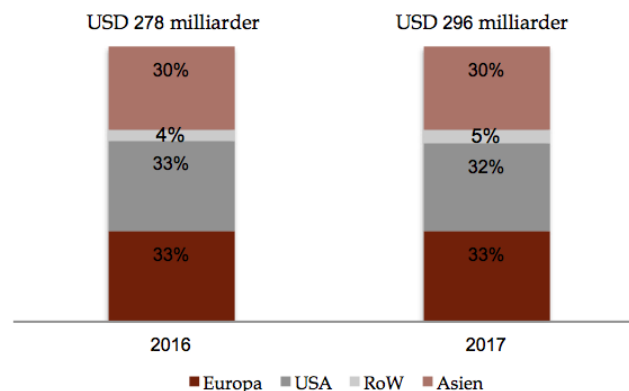
Geografisk

I Europa vokser økonomien moderat, hvilket er på trods af en aggressiv pengepolitik fra ECB. De nationale økonomier vokser med forskellige hastigheder, men er overvejende forbi de svære år efter finanskrisen (ECB, 2018). Overordnet set er væksten svag, men stabil, hvorfor den Europæiske luksussektor vurderes at være moderat voksende. Dette skyldes både et mere forsigtigt forbrug af luksusvarer, men ligeså et fald i turister grundet bekymringer om sikkerhed i forbindelse med flere terrorangreb (Deloitte, 2017a).

Storbritanniens økonomi har været udfordret af beslutningen om Brexit, pundet er faldet grundet en forventning om, at Brexit kan reducere de indenlandske investeringer i landet og dermed lægge en dæmper på økonomien. Priserne på luksusvarer steg efterfølgende 10%-15% for at justere devalueringen af pundet (Deloitte, 2017a). En stor del af salget af luksusvarer i Storbritannien har været drevet af velhavende turister, dette også efter Brexit idet landet derefter blev det mest prisoverkommelige luksusmarked i verden.

Verdens største luksusmarked udgøres af USA, men vækstraten har været faldende i de seneste år. Handlen fra udenlandske turister har været ramt af en stærk dollar, hvor særligt købekraften for de kinesiske turister har været faldende. Den høje værdi af dollaren har været fordelagtig for den indenlandske handel, idet priserne på importvarer holdes nede og dermed øger forbrugerens købekraft. Et forbedret arbejdsmarked og øgede lønninger har øget forbruget, på trods af usikkerhed om præsidentens politikker (BEA, 2018).

Figur 6.3 - Andel af forbrug af personlig luksus fordelt efter region



Kilde: Bain (2017c) samt egen tilvirkning

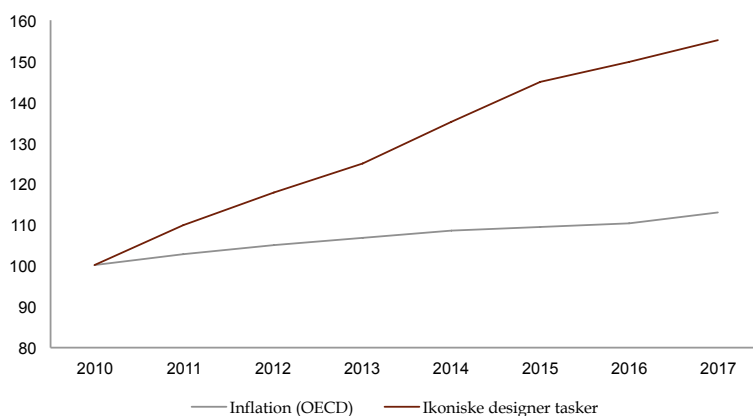
Det globale indblik i den økonomiske situation har stor indflydelse på MK's og JC's performance, idet de er afhængige af turister, storbyer og hvordan den generelle økonomi udvikler sig. Ovenstående positive, såvel som negative faktorer, kan alle influere på virksomhedernes salg direkte eller indirekte, hvorfor disse er essentielle at være opmærksomme på fremadrettet. En landespecifik analyse fremgår af app. 15.2.

Inflation

Den generelle udvikling i inflationen i velstående lande, har fra 2016 til 2017 været på 2,25%, hvilket er første gang siden 2012 at inflationen overstiger 2%, hvorfor der indtil da har været deflation (OECD, 2018). Dette giver et indblik i de generelle prisstigninger for samtlige produkter

og services, herunder også *personlige luksus* produkter. En interessant udvikling observeres i sammenholdning af inflationsudviklingen med udvikling i forbrugerpriserne på luksusvarer. Her observeres det at de pågældende priser er steget væsentligt mere end inflationen.

Figur 6.4 - Pris på luksusvarer sammenlignet med OECD inflation



Kilde: BCG (2017) og OECD (2018) samt egen tilvirkning

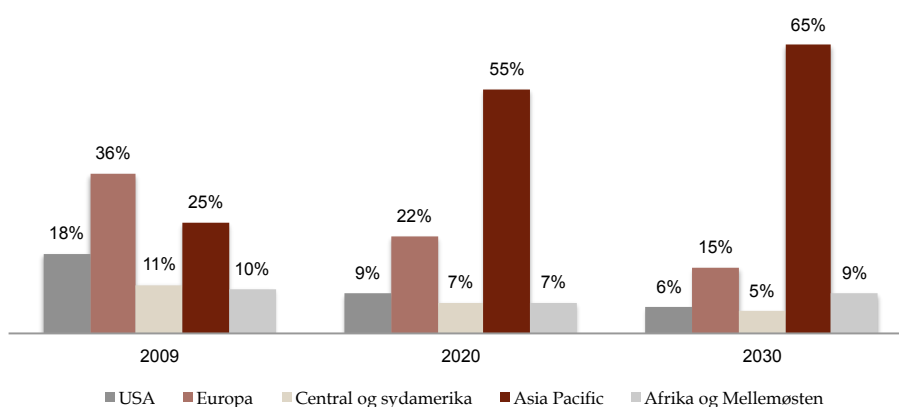
Denne prisudvikling har fundet sted samtidig med et øget salg i branchen. Stigende priser er en aktiv strategi for virksomheder, til at fastholde eksklusiviteten bag deres brands, da en del af luksus produktet består i, ikke at være allemandseje. Det økonomiske udgangspunkt for luksus brands, herunder MK og JC, har i den seneste tid været udfordret, idet de store markeder har været præget af økonomisk tilbagegang og enten deflation eller lav inflation.

6.1.1.3 Sociale

Befolkningssammensætning

De sociale faktorer der er relevante for MK, JC og resten af den *personlige luksusbranche*, er først og fremmest udviklingen i middelklassen og HNWI, da dette er branchens vigtigste kundesegment.

Figur 6.5 - Middelklassens andel af verdensbefolkningen efter region



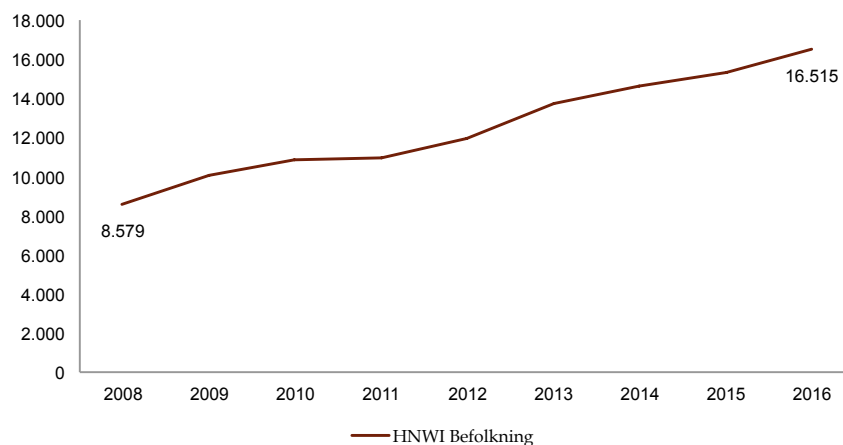
Kilde: BCG (2017) og Deloitte (2016b) samt egen tilvirkning

Note: Estimer for 2020 og 2030

Den stigende andel af befolkningen der tilhører middelklassen, har haft positiv indflydelse på branchen, fordelingen på regionsplan forventes dog fremtidigt at ændre sig. Middelklassen er faldende i velstående lande såsom USA, idet en del af den nu tilhører overklassen. I asiatiske lande forventes middelklassen i fremtiden at udgøre en stadig stigende andel af verdensbefolkning fremmod 2030, hvilket anses som en relevant mulighed for begge virksomheder (Deloitte, 2016b).

For den del der forlader middelklassen, bliver nogle kategoriseret som HNWI, idet de har en personlig formue på omkring USD 1 mio. Antallet af disse mennesker har været stigende siden 2008, hvilket vurderes at have bidraget til den positive udvikling i den *personlige luksusbranche*, idet disse forbrugere i mange tilfælde ikke blot er engangskøbere af et luksusprodukt (Bastien & Kapferer, 2009).

Figur 6.6 - Antal af High Net Worth Individuals (HNWI)



Kilde: WWR (2018) samt egen tilvirkning

Forbrugeradfærd

Forbrugernes præferencer er altafgørende for både MK og JC, idet dette driver salget, hvorfor et skift heri kan udgøre en stor trussel for virksomhederne.

Tilmed er markedet præget af en anden tendens kaldet 'Men-isation'. Udtrykket dækker over at mænd bliver mere hedonistiske og modeorienterede, hvilket har forårsaget en stigning i mænd der køber luksusvarer til dem selv. Særligt det mandlige segment for sko anses for at være underrepræsenteret i luksusbranchen, trods dette segment ifølge Deloitte (2017a) var den hurtigst voksende produktkategori, hvilket kunne skabe vækstpotentiale for især JC (Jimmy Choo, 2016b).

Sæsonpræget efterspørgsel

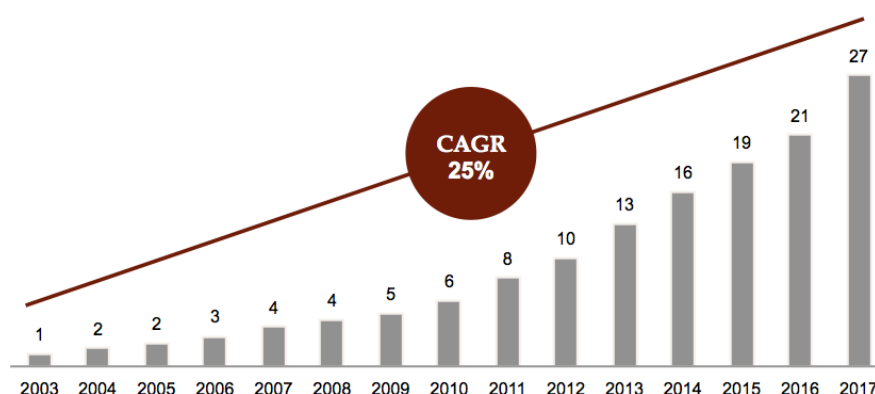
Den generelle købsadfærd i denne branche er præget af sæsonmæssige fluktuationer, idet højtider såsom thanksgiving og jul medfører højere salg i november og december. Dette har en effekt på både MK's og JC's omsætning, både i form af højere omsætning i peak perioder og tilsvarende lavere efterspørgsel udenfor sæson (Michael Kors, 2016 & Jimmy Choo, 2016b).

eCommerce

I de seneste år er der observeret en særlig tendens til, at middelklassen og HNWI som bruger store midler på luksusvarer, fravælger butiksoplevelsen og køber deres luksus produkter hjemmefra,

dermed online (BCG, 2017). Dette understreges ligeledes af udviklingen for særligt butikcentre i USA, hvor investorer forventer butikssalget vil være fortsat dalende og i et vist omfang blive erstattet af onlinesalg jf. app. 15.2. Dette omnichannel system stiller højere krav til brands, idet brand identiteten skal være iøjnefaldende både fysisk og online. Tendensen er tydelig, idet der er tale om støt stigende vækst siden 2003 og frem til 2017, både MK og JC gør brug af eCommerce og særlig MK har en stærk onlineposition, hvilket dog ligeledes har sat sit præg i form af kannibalisering af butikssalget (Michael Kors, 2016 & Jimmy Choo, 2016b).

Figur 6.7 - Det online personlige luksus marked



Kilde: Bain (2017c) samt egen tilvirkning

Note: Udvikling i værdien af den personlige luksusbranche online med estimeret CAGR for perioden 2003-2017

6.1.1.4 Teknologi

Digitalisering

Digitalisering er nøgleordet er mange brancher, men i modebranchen har den digitale udvikling spillet en væsentlig rolle. Online platforme og hjemmesider har tilladt luksushusene at understøtte og fremvise deres brand og univers på en helt ny og unik måde. Hjemmesiderne, der præsenterer produkterne i et unikt univers, har tilført et ekstra niveau af konkurrence, idet det ikke blot er de fysiske butikker der skal fremstå eksklusive, men også onlineshoppen (Deloitte, 2017a).

MK har hidtil udnyttet muligheden i at udbyde komplementære produkter til elektroniske produkter, hvilket analyseres nærmere i app. 15.2.

6.1.1.5 Lovgivning og miljø

Lovgivningsmæssige udfordringer er også en faktor i luksusbranchen, idet etik og overholdelse af regler er afgørende for at bevare den ønskede brand identitet. De politiske faktorer der er analyseret i afsnit 6.1.1.1, kan træde i kraft som lovgivning. I dette afsnit blev internationale handelslove nævnt, hvilke er de væsentligste love i den globale luksusbranche. Det er tidligere nævnt at en stor del af produktionen finder sted i tredjeverdenslande og vha. uafhængige tredjepartsagenter. Dette medfører lovgivningsmæssig, regulatorisk, politisk og økonomiske risici til forretningsdriften for MK og JC.

Herudover er virksomhedernes succes og konkurrencemæssige position ligeledes afhængig af deres respektive varemærker og deres *intellectual property rights (IPR)*. Det er essentielt at international lovgivning ligeledes understøtter og imødekommer dette, således at imitering af

virksomhedens produkter vanskeliggøres og kopi-varer herved ikke udbredes, idet MK og JC begge har et stærkt globalt brand image og er anerkendt af deres forbrugere.

Markedet for personlig luksus involverer som nævnt ovenfor ure og smykker, førstnævnte har særligt være påvirket af ny lovgivning i Kina. Den såkaldte anti-korrupsionslov har svækket salget af eksklusive ure, som udpræget har været brugt som gaver inden for offentlige handler og aftaler. Om loven har haft effekt på korruption i Kina er tvivlsomt, men den har reduceret det hidtil overdrevne forbrug i luksussektoren (Zhang, 2018).

6.1.2 Brancheanalyse

En branches attraktivitet har en påvirkning på virksomhedens profitabilitet og dens konkurrencemæssige strategi, hvorfor en analyse af branchen er afgørende for at forstå de muligheder og trusler som MK og JC står overfor (Porter, 1985). Både historiske såvel som nuværende økonomiske strukturer påvirker konkurrencen og rivaliseringen i en given branche og er afhængig af følgende konkurrencemæssige markeds kræfter; truslen fra substituerende produkter og potentielle konkurrenter, leverandørernes og købernes forhandlingsstyrke (Porter, 1985). Analysen tager afsæt i branchen for *personlig luksus* jf. kapitel 4 om casen. Det skal dog påpeges, at MK og JC står overfor forskellige konkurrenter, idet deres primære omsætning stammer fra to forskellige segmenter, MK fra premium og JC fra luksussegmentet.

6.1.2.1 Truslen fra substituerende produkter

De fleste produkter oplever trusler fra substituerende produkter, da der ellers ville være tale om et monopol. Truslen her fra kommer inde fra branchen, idet eksisterende produkter og konkurrenter kan opfylde samme behov som det udbudte produkt. I luksusbranchen for *personlig luksus* forekommer mange substituerende produkter, da der findes en massiv og bred konkurrentskare bestående af mange brands og dermed produkter der opfylder det samme behov hos forbrugeren for 'at pynte sig selv' ved at anskaffe beklædning, sko, tasker, tilbehør, smykker, ure, parfume og kosmetik. Dette behov kan grundlæggende dækkes af alle udbydere af ovennævnte produktgrupper, gående fra udbydere af luksusbrands, premium samt fast fashion brands såsom H&M, Zara etc. til ligeledes supermarkeder og udbydere uden et specifikt brand.

Denne behovsopfyldelse er dog for simpel til at være gældende i luksusbranchen, idet behovet er højere rangeret og relateret til de immaterielle værdier og ikke blot de fysiske kendetegn. Ved køb af luksusvarer og brands tilfredsstilles særligt de tre øverste behov, idet der er tale om sociale behov, anerkendelse og i visse tilfælde selvrealisering. Det samme gør sig gældende ved premium brands, idet disse kendetegnes som *affordable luxury*. MK agerer, som tidligere nævnt, mest på markedet for premium produkter, hvorfor deres primære konkurrenter adskiller sig fra JC's primære konkurrenter. Konkurrencen til MK's premium produkter opstår både gennem tredjeparts distributionskanaler, såsom eCommerce, stormagasiner og specialforretninger, fra konkurrenter såsom Coach, Burberry, Ralph Lauren, Marc Jacobs, Tory Burch, Kate Spade, Tommy Hilfiger og Calvin Klein.

Til at supplere denne premium kategori, har MK deres luksus produktkategori der kaldes Michael Kors Collection. Denne luksuskategori karakteriseres ved et højere prisleje end premium produktkategorien. Det er ligeledes dette luksussegment, som JC befinder sig i. I dette segment er konkurrencen ligeså intens fra mange brandede produkter og konkurrenter såsom Hermès, Louis

Vuitton, Gucci, Chloé og Prada er alle etablerede modehuse med en historik, der gør hvert brand unikt. En markedsundersøgelse udarbejdet af BCG (2017) adresserer konkurrence fra premium brands og fast fashion, idet 41% respondenter på tværs af lande svarer at de handler ned fra luksusvarer til premium og fast fashion. Premium varer vinder markedsandele på tasker og sko, mens fast fashion intensiverer konkurrencen på beklædning, hvorfor truslen fra denne type substituerende produkter vurderes at være høj (BCG, 2017).

Opsummerende er det herved vurderet at både MK og JC står overfor adskillige konkurrenter. Dette da de højt rangerede behov i princippet kan opfyldes af ethvert luksus og premium brand, hvorfor der vurderes at være en stor trussel fra substituerende produkter.

Ydermere ses en tendens til konsolidering af branchen, idet luksusbranchen har oplevet en høj grad af M&A aktivitet. I alt har der været 141 M&A transaktioner i hele mode- og luksusbranchen, hvoraf 33 af disse var inden for beklædning, sko og tilbehørssektoren, mens værdien af disse transaktioner gennemsnitligt havde en værdi på USD 278 mio. (Deloitte, 2017b).

Figur 6.8 - M&A i mode- og luksusbranchen

<i>Antal handler</i>	2015	2016	Vækst
Hoteller	51	53	4%
Beklædning og tilbehør	33	69	109%
Kosmetik og parfume	19	22	16%
Ure og smykker	15	38	153%
Yachts og privatfly	16	18	13%
Møbler	7	11	57%
Total	141	211	50%

Kilde: Deloitte (2016a, 2017b) samt egen tilvirkning

Disse konsolideringer er ikke et nyt fænomen i branchen, idet luksusbranchen længe har været kendetegnet ved store spillere, der opererer inden for flere end blot et enkelt brand. De allerstørste spillere på markedet er LVMH, der driver omkring 60 brands inden for beklædning, kosmetik og spiritus (LVMH, 2017). Hertil er andre store spillere inden for luksusbranchen Kering Group og Richemont. De ovenfor nævnte opererer inden for primært luksusbrands, men også premium brands spiller en væsentlig rolle i luksusbranchen, idet der opstår konkurrencemæssigt pres fra disse brands. Koncerner der driver flere premium brands er ligeledes opstået gennem konsolidering af branchen, hvor væsentlige aktører i premium segmentet udgøres af Coach, Inc., Guess, PVH Corp og Ralph Lauren Corporation. Denne konsolideringstendens i branchen underbygger ligeledes vurderingen af en branche med stor trussel fra substituerende produkter.

6.1.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Det er tidligere nævnt, at både MK og JC anvender licensaftaler, leverandører, agenter og distributører som et led i deres forretning, hvorved der er risici forbundet med både love og reguleringer, såvel som omdømmet for deres brand. Sidstnævnte er især vigtig, idet MK og JC bør kontrollere deres distributionskanal, herunder leverandører, således at disse udfører og håndterer deres forretning på et tilfredsstillende niveau.

Det er dog ikke kun leverandører af de fysiske produkter MK og JC er afhængige af, også leverandører af eCommerce og disses håndtering og udførelse af deres forretning, er i takt med digitaliseringen, jf. PESTEL, blevet en særdeles vigtigere aktør. Dette kan siges, i sammenkobling

med ovenstående, at bidrage til en øget forhandlingsstyrke set fra leverandørernes side. Dette da sikker opbevaring af kundeoplysninger er særlig relevant og ligeså et sikkert onlineshop system er altgørende, da det modsatte vil have negativ effekt på virksomhedens pålidelighed, omdømme og dermed drift.

Til trods for disse risici kan MK og JC siges, at have mindsket leverandørernes forhandlingsstyrke, dels ved at sikre sig gennem flere leverandører af produkter og yderligere ved at gøre brug af flere distributører. Således vil virksomhederne kunne anvende en anden leverandør såfremt en leverandør ikke er funktionsdygtig, hvilket kan siges at have en dæmpende effekt på leverandørerne forhandlingsstyrke (Michael Kors, 2016 og Jimmy Choo, 2016b).

6.1.2.3 *Truslen fra potentielle nye konkurrenter*

Truslen fra nye udbydere af et konkurrerende produkt opstår udenfor markedet, men er en potentiel trussel for de nuværende udbydere og konkurrencesituationen på markedet. At være en aktør i luksusbranchen kræver, som tidligere nævnt at have et brand der er tillagt stor immateriel brandværdi.

At blive klassificeret som et luksusbrand handler dermed ikke udelukkende om at have en eksklusiv pris. Ofte vil historien spille en stor rolle for brand identiteten og dateres i mange tilfælde flere årtier tilbage, hvilket er noget der er svært at opbygge på kort tid. At konkurrere med eksisterende brands vurderes svært, idet at skabe et brand kræver stor kapital til markedsføring og distribution, hvorfor de immaterielle værdier har høje adgangsbarrierer.

En modsat effekt er kendetegnet ved det fysiske produkt, idet produktion af beklædning og tilbehør har relativt lave adgangsbarrierer. Selv produktion i tredjeverdenslande er blevet lettere tilgængelig i vesten efter online platforme som AliBaba, der etablerer kontakt mellem leverandører og indkøbere.

Det vurderes at truslen fra nye indtrængere er relativt lav i denne branche, idet de immaterielle værdidrivere er langt vigtigere end selve det fysiske produkt og design. Desuden er der tale om en branche bestående af, i forvejen mange brands og dermed konkurrence, hvor vilkårene for at et nyt brand skal opnå succes, kræver et signifikant niveau af differentiering fra eksisterende brands. Overordnet er truslen fra nye indtrængere ikke signifikant i luksusbranchen.

6.1.2.4 *Købernes forhandlingsstyrke*

Kunderne er velinformerede da samtlige informationer er let tilgængelige online, herunder ofte også priser, hvilket muliggør sammenligning med konkurrenter. Prisen definerer en virksomheds konkurrencemæssige position i markedet og kunderne anvender prisen til at evaluere kvalitet på et brand eller en forhandler (Dolan & Simon, 1996 & Gabor & Granger, 1966). I evalueringen fra kundens side indgår flere overvejelser, men da der er adskillige alternativer at vælge imellem og meget lille ulempe forbundet ved at skifte fra et brand til et andet, synes *switching cost* ikke at være tilstedeværende.

Kunderne har ikke direkte indflydelse på et luksusbrands' markedsposition, men de har en indirekte styrke, idet de som gruppe, relativt smertefrit kan skifte til et lignende produkt med samme attributter, herunder også prisklasse. Teknologi anvendes i høj grad til at forbedre kundeoplevelsen med loyalitetsprogrammer, så som kendskab til kunden og tidligere køb, samt

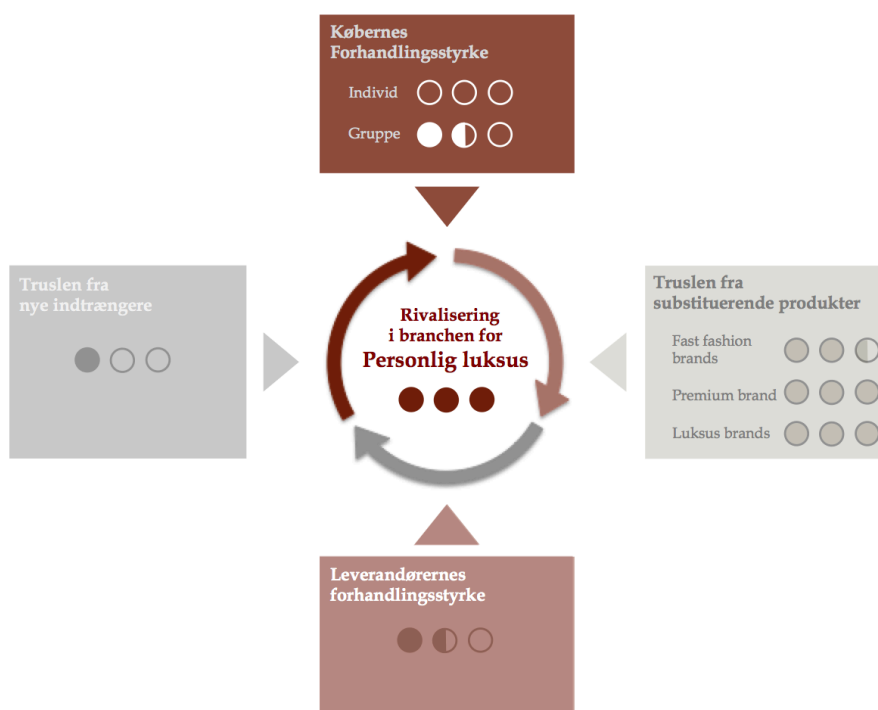
engagering fra kundens side. Hjemmesider, apps og sociale medier anses som uundværlige hvis et brand ønsker at indtage en særlig plads i kundens bevidsthed. Alle disse initiativer fra luksusbrandsene skaber et personligt forhold til kunderne og opsøger dem på samtlige platforme, hvilket er et aktivt forsøg på at øge *switching cost* og dermed formindske kundernes forhandlingsstyrke, på trods af denne i forvejen er lav. Hertil må det dog konkluderes, at styrker ligger ved kunderne som gruppe, idet *switching cost* er lave og blot en lille ændring i modebilledet kan forårsage skift i kundernes præferencer og perception af et luksusbrand, hvortil modehusene kan have svært ved at efterleve de hurtigt skiftende tendenser, hvorved køberne i stedet kan vælge andre udbydere.

I luksusbranchen vurderes det derfor, at den individuelle kunde har en meget lav forhandlingsstyrke, men der er dog faktorer der gør, at kunderne som en gruppe har en mere indflydelsesrig styrke.

6.1.2.5 Konkurrencesituationen på markedet

Konkurrencesituationen på markedet belyser, i hvor høj grad rivalisering er eksisterende blandt konkurrenterne i luksusbranchen. Truslen fra substituerende produkter vurderes at bære præg af en konsolideret branche med mange brands, hvilket sammenkoblet med købernes lave forhandlingsstyrke bidrager til høj rivalisering i branchen. Nedenstående figur 6.9 opsummerer ovenstående analyse af luksusbranchen, der konkluderer at rivaliseringen er høj.

Figur 6.9 - Porter's Five Forces



Kilde: (Porter, 1985) samt egen tilvirkning.

Note: Styrkevurdering af de 4 faktorer, der omgiver rivaliseringen i branchen illustreret i cirkler: 3 = høj, 1 = lav

6.2 Intern analyse

Ovenfor er den eksterne analyse af luksusbranchen udarbejdet vha. PESTEL modellen og Porters Five Forces, dette danner et udgangspunkt for det synergipotential der skabes af omverdenen. Hertil udarbejdes en intern analyse, der skal kortlægge de potentielle overlap, dermed synergier,

der eksisterer inden for de to virksomheder. Den interne analyse udarbejdes vha. VRIO-modellen og anvendes senere i analysen af synergieffekterne, idet denne skaber overblik over virksomhedernes ressourcer og kapabiliteter (Barney, 1995). VRIO-analysen skal identificere hvilket ressourcer og kompetencer der differentierer MK og JC fra konkurrenterne i luksusbranchen. Supplerende interne faktorer, der anses som relevante men uden direkte indflydelse på analysen, fremgår af app. 15.2.

6.2.1 VRIO - Michael Kors

Nedenfor er ressourcer og kompetencer analyseret for MK, disse vurderes i forbindelse med casen i kapitel 4 samt en mere dybdegående analyse af virksomheden. De vigtigste ressourcer og kompetencer vurderes at være brand image, bredt prisniveau og forhold til wholesale kunder, disse testes gennem VRIO-analysen nedenfor, med henblik på at vurdere om de er medvirkende til en vedvarende konkurrencemæssig fordel.

Figur 6.10 - Michael Kors, VRIO

VRIO Ressource / Kompetence	Værdifuld	Sjælden	Ikke imiterbar	Organisation	Konkurrencemæssig fordel
Brand Image	✓	✓	✓	✓	→ Vedvarende konkurrencemæssig fordel
Celebrity faktor	✓	✓	✓	✓	→ Vedvarende konkurrencemæssig fordel
Produktdifferentiering og bredt spændende prisniveau	✓	✓	—	—	→ Midlertidig konkurrencemæssig fordel
eCommerce	✓	—	—	—	→ Ikke udnyttet konkurrencemæssig fordel
Wholesale kunderelationer	✓	✓	✓	—	→ Ikke udnyttet konkurrencemæssig fordel

Kilde: (Kotler et al., 2012) samt egen tilvirkning

Note: MK's strategiske kapabiliteter

6.2.1.1 Brand image

MK's brand image består i premium og luksus produkter. Dette image er skabt gennem synlige butikker verden over, samt spændende begivenheder hvor kendte personligheder møder op og dermed skaber synlighed omkring brandet. Hertil kommer vedvarende investering og optimering af eCommerce for dermed at styrke positionen online og opretholde forbrugernes perciperede brand image af MK som et førende premium og luksus brand. Denne ressource er immateriel og vurderes at være særdeles værdifuld for MK, idet brand navnet og de associationer det skaber for kunden, ofte vil være dét der fører til et salg, fremfor de fysiske produktattributter. Dermed skaber brand imaget værdi for kunden, hvorfor det er vigtigt kontinuertligt at gennemgå værdien af denne ressource, idet både interne og eksterne forhold kan skade brand imaget. MK's brand image vurderes ligeså at være sjældent, idet virksomheden har en meget stærk position inden for særlig premium tilbehør, såsom tasker og vurderes at være top-of-mind når en potentiel kunde er på udkig efter produkter i premium kategorien.

Grundet det historiske aspekt i MK's brand image, jf. casen, vurderes det ligeledes at netop dette brand image er svært at imitere og at stable et verdensomspændende brand som dette på benene er omkostningsfyldt. For at være en vedvarende konkurrencemæssig fordel, skal denne ressource tilhøre en virksomhed der er organiseret til at fange værdien, med dette menes at ledelsessystemer, processer og kulturen skal være i stand til, fuldt ud at realisere denne værdifulde, sjældne og svært imiterbare ressource. Eftersom MK i den analyserede periode har klaret sig godt og hvert år øget omsætningen, må det vurderes at organisationsstrukturen er formet til at fange værdien af dette unikke brand image.

6.2.1.2 Produktdifferentiering og bred prisklasse

I casen nævnes prislejet for MK produkter og det er ligeså tidligere bemærket, at der udbydes produkter, både i premium prislejet såvel som i luksus prisklassen, hvorfor der er tale om et bredt prisleje. Denne aktivitet vurderes at øge produktdifferentieringen idet MK henvender sig til mere end blot en kundegruppe, defineret ud fra demografiske forhold såsom indkomst. Denne kompetence vurderes at være værdifuld og samtidig også sjælden, idet mange konkurrenter befinder sig enten i premium eller luksussegmentet, jf. ovenstående brancheanalyse, der fremgår af afsnit 6.1.2. Dertil vurderes det brede prisleje at være omkostningsfyldt for konkurrenter at imitere, idet dette kan få afgørende konsekvenser for ovenstående ressource, brand image.

En sænkning af prisen vil tilmed medføre lavere marginer, hvorfor indtjeningen vil falde. MK vurderes til at være organiseret korrekt til at varetage det brede prisleje, idet virksomheden har inddelt deres to produktsegmenter i forskellige kollektioner, hvilket gør det nemt for både forbruger og virksomhed at skelne imellem disse. Det brede prisleje vurderes dermed at bidrage til en vedvarende konkurrencemæssig fordel, men denne skal kontinuert vedligeholdes, idet denne ressource er tæt korreleret med brand navnet.

6.2.1.3 Wholesale kunderelationer

Et stabilt og loyalt forhold til wholesale kunderne er en kompetence MK besidder, der er her tale om shop-in-shop, idet virksomhedens produkter forhandles i stormagasiner. Dette tillader MK at komme ud til en stor kundeskare på relativt kort tid, hvilket vurderes at være særdeles værdifuldt. Kundeforhold er svær kvantificerbar, idet der er tale om et immaterielt aktiv, der ved en akquisition vil indgå som en del af goodwill. Denne kompetence vurderes ligeså at være sjælden og ligeledes omkostningsfyldt at imitere, idet det kræver stort kapitalberedskab at skabe vedvarende forhold til vigtige samarbejdspartere.

MK oplyser at salget til wholesale er faldet med 17,2% fra 2015 til 2016, hvilket skyldes strategiske tiltag ifm. at reducere marketing rettet mod wholesale i 2015. Denne nye strategi har som nævnt haft en tydelig negativ effekt, men ledelsen vurderer at dette er nødvendigt for at opretholde det ønskede brand image på længere sigt (Michael Kors, 2016). Af den grund er det tvivlsomt om MK er organiseret til at drage fuld fordel af det veletablerede forhold til wholesale leverandører, hvorfor dette ikke vurderes at skabe vedvarende konkurrencemæssig fordel. Denne kompetence er dog stadig afgørende for virksomhedens fremadrettede performance, idet MK er meget afhængige af fem enkelte store wholesale kunder, som tilsammen står for mellem 20-25% af den samlede omsætning (Michael Kors, 2016).

6.2.1.4 eCommerce

MK er som tidligere nævnt repræsenteret online, idet virksomheden har en onlineshop, hvor produkterne er visualiseret, beskrevet og kan bestilles direkte hjem til kunden. I omverdensanalysen er det nævnt, at den *personlige luksusbranche* har gennemgået en digitaludvikling, idet samtlige aktører i denne branche har givet forbrugerne samme mulighed som MK. At virksomheden er tilstede online, vurderes at være værdifuldt for brandet, hvorfor der er tale om konkurrencemæssig lighed. Denne ressource vurderes dermed ikke at være sjælden eller omkostningsfyldt at imitere, idet konkurrerende brands tilbyder samme eCommerce muligheder for forbrugerne.

Potentielt kan der være tale om en uudnyttet konkurrencemæssig fordel, hvilket MK antages at være opmærksomme på, idet virksomheden investerer i eCommerce fremadrettet, med henblik på at åbne nye platforme i Europa og Asien. Tilmed arbejder MK på at følge med udviklingen i skiftende forbrugeradfærd fra computere til mobiltelefoner, hvorfor den digitale oplevelse på mindre elektroniske enheder skal leve op til forbrugernes forventninger.

6.2.2 VRIO - Jimmy Choo

Som tidligere nævnt er JC et brand der forhandler produkter, primært sko, i luksussegmentet. Når det skal analyseres hvordan og hvad der opfattes som luksus er den centrale enhed af analysen brandet (Bastien & Kapferer, 2009).

Figur 6.11 - Jimmy Choo, VRIO

VRIO Ressource / Kompetence	Værdifuld	Sjælden	Ikke imiterbar	Organisation	Konkurrencemæssig fordel
360 graders brand kommunikationsstrategi	✓	✓	✓	✓	→ Vedvarende konkurrencemæssig fordel
Product Placement	✓	✓	✓	✓	
Sociale medier	✓	—	—	—	
Celebrity events	✓	✓	✓	✓	
Butikdesign	✓	✓	—	—	
Brand image	✓	✓	✓	✓	→ Vedvarende konkurrencemæssig fordel
Medarbejder og ledelse	✓	✓	✓	✓	→ Vedvarende konkurrencemæssig fordel
Innovative designtalenter	✓	✓	✓	✓	→ Vedvarende konkurrencemæssig fordel

Kilde: (Kotler et al., 2012) samt egen tilvirkning

Note: JC's strategiske kapabiliteter

6.2.2.1 360 graders brand kommunikationsstrategi

JC har anvendt en bred kommunikationsstrategi til at positionere brandet, hermed menes en innovativ og dynamisk tilgang til at kommunikere brand budskabet til samtlige stakeholdere. Denne strategi involverer digitalt engagement, celebrities, markedsføring af produkter, events og

butiksyndretning (Jimmy Choo, 2014a). JC har haft særligt fokus på anvendelse af product placement, hvorved virksomhedens sko, som nævnt i casen, blev særligt kendte gennem den amerikanske tv-serie *Sex and the City*. Ligeledes er den asiatiske position styrket gennem product placement i den koreanske serie *My Love from the Star*. Nu vedligeholder JC denne unikke position bl.a. gennem sociale medier, hvor virksomheden har 7,8 millioner følgere.

JC's brandkommunikationsstrategi vurderes derfor at være en værdifuld kompetence og tilmed sjælden og særlig omkostningsfyldt at imitere gennem virksomhedens aktive og succesfulde brug af product placement og sociale medier. Ligeledes vurderes denne brand strategi at være stærkt integreret i virksomheden, idet der føres en høj grad af kommunikation og stærk fokus herpå, hvilket blandt andet observeres gennem fokus herpå i årsrapporten (Jimmy Choo, 2016b). Det kan herved vurderes at være en vedvarende konkurrencemæssig fordel for JC, dog bemærkes det, at der er behov for kontinuerlig vedligeholdelse og opretholdelse af denne brand kommunikationsstrategi.

6.2.2.2 Brand image

For at opfattes som luksus kræver det nogle bestemte attributter. Prestigen, det immaterielle, drømmen og fantasien, et købe en sko er en ting, men at købe en identitet er en anden ting (Bastien & Kapferer, 2009). Dette vurderes JC at fange i deres brand image og den måde, hvorpå deres brand opfattes af forbrugeren, som en Ferrari inden for kvindesko. Deres unikke produkt design udgør de fysiske produktattributter men brand imaget er prikken over i'et, der fører til salg. Brand imaget skaber for mange kvinder associationer til tv-serien *Sex and the City*, hvor hovedpersonen bærer skoene og JC nævnes løbende. Dette har i kombination med historien om manden bag, været medvirkende til at brand imaget er unikt og opfattes som noget særligt af forbrugeren. Det vurderes derfor, at brandet er en værdifuld og sjælden ressource for virksomheden.

Netop grundet den mangeårige historik anslås det, at dette brand image er svært at imitere. Om JC har været organiseret til at varetage dette unikke brand, kan derimod diskuteres, idet virksomheden i en årrække har haft negativ indtjening på trods af en stigende omsætning, jf. finansiel analyse nedenfor i kapitel 7. JC anvender licensaftaler for brandet til bestemte produkter, såsom parfume, hvorfor det er vigtigt at virksomheden er struktureret til at kontrollere, hvordan disse tredjeparter repræsenterer brandet. I tilfælde af JC's brand image er blevet negativt påvirket gennem disse tredjeparter, har det ikke blot haft effekt på salget herfra, men hele efterspørgslen efter JC.

6.2.2.3 Innovative designtalenter

I forlængelse heraf, kan det nævnes at JC er formet af den kreative direktør, Sandra Choi, der viderefører stifterens ikoniske og stilfulde designs og virksomheden har i de seneste år styrket deres designteam yderligere, ved at hente internationale designtalenter ind. For en virksomhed i den *personlige luksusbranche* er det nødvendigt at have et designteam for at kunne overleve, hvorfor denne ressource vurderes at være værdifuld for JC. Ydermere anslås dette designteam at være sjældent idet den kreative direktør forbindes stærkt med JC's brand image. De innovative designtalenter må antages at være omkostningsfyldte at imitere, idet de ville skulle tilbydes en premium for at forlade virksomheden og i stedet anvende deres talent ved en konkurrent. Såvel som det gjorde sig gældende for virksomhedens medarbejdere og ledelse, kan organisationsstrukturen vurderes at understøtte denne ressource og det konkluderes derfor, at JC

har en vedvarende konkurrencemæssig fordel i deres innovative designtalenter og produktudviklere.

6.3 Delkonklusion

Den eksterne og interne analyse af MK, JC og deres ageren i branchen for *personlig luksus* opsummeres nedenfor i styrker, svagheder, muligheder og trusler vha. SWOT-modellen.

Figur 6.12 - Samlet SWOT for Michael Kors og Jimmy Choo



Kilde: (Kotler et al., 2015) samt egen tilvirkning

Note: SWOT, der opsummerer styrker (S, grå), svagheder (W, rød), muligheder (O, rosa) og trusler (T, beige)

MK's og JC's performance bliver påvirket af deres respektive brand image, omdømme, forbrugerens perception og anerkendelse af brandet, hvilket afhænger af mange interne samt eksterne faktorer. Ydermere afhænger begge brands af at tredjeparter, såsom licensaftaler og serviceansatte, bevarer og beskytter værdien af deres brands. Det konkluderes at branchen for *personlig luksus* er karakteriseret ved høj rivalisering, grundet bred og konsolideret konkurrence.

7 Finansiell analyse

I analysen af akquisitionen mellem MK og JC, er det i forlængelse af den strategiske analyse ligeledes essentielt at foretage en finansiell analyse af disse virksomheder, for herved at opnå et indblik i virksomhedernes evne til at skabe værdi (i fremtiden). En analyse af disse finansielle værdidrivere vil sammen med de ikke finansielle værdidrivere, fremfundet i den strategiske analyse, underbygge forventningerne til fremtiden, heri de mulige synergieffekter, der kan opstå i akquisitionen mellem MK og JC.

Til dette foretages en reformulering af MK's og JC's konsoliderede årsregnskaber samt kvartalsregnskaber for herved at være i stand til at anvende disse til analyseformål i vurderingen af virksomhedernes rentabilitet for hhv. driftsaktiviteter og de finansielle aktiviteter. Dette har til sigte, at skabe indsigt og ikke mindst specificere den primære driftsaktivitet og herved skabe et indblik i virksomhedens indtjeningsevne, samtidig med at en sådan kategorisering kan siges at øge både gennemsigtheden og sammenligneligheden, med henblik på at foretage den mest retvisende afspejling af de værdiskabende aktiviteter og korrekt analyse heraf. Klassificering og disse tekniske forberedelser til finansiell analyse og værdiansættelse i form af reformulering findes i app. 15.3.

Rentabilitetsanalysen er udarbejdet med udgangspunkt i nøgletal efter strukturen i DuPont-modellen ved anvendelse af breakdown princip i underliggende nøgletal, for herved systematisk at danne et overblik over nøgletal og de dertilhørende årsagssammenhænge (Petersen & Plenborg, 2012).

7.1 Rentabilitetsanalyse - Michael Kors

I forlængelse af reformuleringen af MK's konsoliderede regnskaber for perioden 2012-2016 er det, nu muligt gennem følgende rentabilitetsanalyse at afdække de historiske værdidrivere til anvendelse i den senere forecast af fremtidige værdidrivere.

ROE

Egenkapitalens forrentning (ROE) måler virksomhedens rentabilitet gennem en indikation af, hvor meget værdi virksomheden genererer ud fra den investerede kapital foretaget af aktionærerne. ROE er derfor et udtryk for virksomhedens profitabilitet med effekt både fra den finansielle gearing (D/E) samt driftsafkastet (Petersen & Plenborg, 2012 & Koller et al., 2015).

Tabel 7.1 - Michael Kors, ROE

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total indtjening		147	398	662	881	838	552
Egenkapital		456	1.047	1.806	2.241	2.000	1.595
ROE		32%	38%	37%	39%	42%	35%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2016) samt egen tilvirkning

Udviklingen i MK's ROE har for perioden 2011 til 2016 været meget volatil, med stigninger og fald på op til hhv. 6 og 7 procentpoint. For hele perioden har virksomheden dog oplevet en stigning i ROE på samlet set 2 procentpoint til et niveau på 35% i 2016. Fra 2015 til 2016 opleves et fald i ROE, hvilket skyldes et større fald i den totale indtjening (ca. 34%) i forhold til det samtidige fald i egenkapitalen (ca. 20%) i denne periode. Denne udvikling bærer som nævnt præg af både lavere

licensindtægter og omsætning i MK's wholesale, sammenlagt med en markant stigning i virksomhedens nedskrivninger på langfristede aktiver.

7.1.1 Afkast på driftsaktiviteter

Der vil i det følgende foretages en analyse af afkastet på driftsaktiviteterne og disses indflydelse på udviklingen i ROE.

ROIC

For at få indblik i MK's evne til at udnytte deres ressourcer, ses på udviklingen i afkastet på den investerede kapital (ROIC). Virksomhedens afkast på den investerede kapital giver herved et indblik i, hvor høj en grad denne er i stand til at anvende de likvide midler til at generere afkast.

Tabel 7.2 - Michael Kors, ROIC

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT		148	400	662	882	841	554
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital		369	564	831	1.254	1.296	1.489
ROIC efter skat (NOPAT)		40%	71%	80%	70%	65%	37%
Anden driftsaktiviteter efter skat		2	-1	0	-1	-1	2
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital		369	564	831	1.254	1.296	1.489
ROIC efter skat (Anden driftsaktiviteter)		0,4%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,2%
ROIC efter skat		41%	71%	80%	70%	65%	37%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2016) samt egen tilvirkning

For at være i stand til yderligere at dekomponere, hvorfra afkastet på den investerede kapital forekommer, inddeles denne efter samme kategorisering som gjorde sig gældende i den reformulerede resultatopgørelse; $ROIC_{NOPAT}$ og $ROIC_{ANDEN\ DRIFTSAKTIVITETER}$. Udviklingen i $ROIC_{NOPAT}$ har i perioden 2011 til 2013 oplevet en stigning på omtrent 39 procentpoint mens udviklingen i den efterfølgende periode frem til 2016 er støt faldende til et niveau på 37%. Denne udvikling afspejles ligeledes i udviklingen i den samlede ROIC, idet $ROIC_{NOPAT}$ naturligvis er den post, der bidrager mest til denne.

Denne udvikling gående fra en stigende til en faldende tendens i ROIC, skyldes en større stigning i den investerede kapital (ca. 51%) i forhold til den samtidige stigning i NOPAT (ca. 33%) i denne periode. Dette som følge af en investering i 536 leasede butikker verden over i 2014.

En vurdering af, hvorvidt niveauet af ROIC kan siges at være tilfredsstillende afhænger af virksomhedens kapitalomkostning, idet en sådan sammenligning giver et indblik i, hvorvidt virksomheden anvender dens investerede kapital effektivt. En estimering vha. Damodaran (2017b) for beklædningsbranchen og med MK's kapitalstruktur foreslår en kapitalomkostning på omtrent 5%, hvorfor virksomhedens ROIC anses for særdeles høj og derfor er værdiskabende for investorerne.

EBITDA-, EBIT -og NOPAT-margin

MK's profitmargin angiver relationen mellem virksomhedens indtjening og udgifter og muliggør herved en vurdering af virksomhedens profitabilitet efter omkostninger relateret til virksomhedens drifts.

De respektive marginer er derfor et udtryk for, i hvilken grad virksomheden er i stand til at generere overskud ud fra omsætningen og EBITDA-, EBIT- og NOPAT-marginen er i 2016 hhv. 25%, 15% og 12%. MK har for perioden 2011 - 2013 opnået en forbedring i deres evne til at generere overskud ud fra omsætningen. Denne udvikling synes dog i 2013 til 2014 at ligge på et forholdsvis stabilt niveau, hvorefter denne er faldende frem til 2016. I 2016 har virksomheden ligeledes oplevet et fald i EBITDA-marginen, hvilket som benævnt bærer præg af både lavere licensindtægter og omsætning i MK's wholesale. For samme periode pådrog MK som benævnt store nedskrivninger på langfristede aktiver, som derfor har haft en reducerende effekt på EBIT og NOPAT, hvilket udtrykkes i et fald på hhv. 9,6 og 5,5 procentpoint fra 2015 til 2016.

Tabel 7.3 - Michael Kors, EBITDA-, EBIT- og NOPAT-margin

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA		289	685	1.089	1.396	1.369	1.109
Total omsætning		1.302	2.182	3.311	4.372	4.712	4.494
EBITDA-margin		22%	31%	33%	32%	29%	25%
EBIT		248	630	1.008	1.257	1.175	690
Total omsætning		1.302	2.182	3.311	4.372	4.712	4.494
EBIT-margin		19%	29%	30%	29%	25%	15%
NOPAT		148	400	662	882	841	554
Total omsætning		1.302	2.182	3.311	4.372	4.712	4.494
NOPAT-margin		11%	18%	20%	20%	18%	12%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2016) samt egen tilvirkning

7.1.2 Afkast på finansieringsaktiviteter

Ligesom det var tilfældet med afkastet på driftsaktiviteterne, vil der i det følgende foretages en analyse af afkastet på finansieringsaktiviteterne og disses indflydelse på udviklingen i ROE.

FGEAR

Den finansielle gearing (D/E) er i hele perioden negativ, hvilket skyldes at netto finansielle forpligtelser er negative. Dette vil sige, at der ikke længere er tale om forpligtelser, men derimod netto finansielle aktiver. Disse aktiver er i form af en relativt stor likvid beholdning og meget lidt gæld.

Tabel 7.4 - Michael Kors, FGEAR

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		-88	-483	-975	-987	-704	-106
Egenkapital		456	1.047	1.806	2.241	2.000	1.595
FGEAR		-0,2	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1

Kilde: (Michael Kors, 2011-2016) samt egen tilvirkning

I perioden 2011 frem til 2015 er den finansielle gearing (D/E) negativ i intervallet -0,1 til -0,5, i midten af perioden har niveauet være stabilt på -0,4 til -0,5. I seneste regnskabsperiode faldt den finansielle gearing (D/E) til -0,1, hvilket fortsat er et udtryk for netto cash. Den relativt lavere netto

cash afspejler opkøbsforberedelse, idet der er stiftet kortfristet gæld formodentlig til delvis finansiering af akkvisitionen af JC.

SPREAD

Differencen mellem virksomhedens afkast på den investerede kapital (ROIC) og den gennemsnitlige lånerente i procent (r) har vist en stigende tendens fra 2011 til 2013 hvorefter udviklingen i denne er faldende frem til 2016. Dette er hovedsageligt, en afspejling af udviklingen i ROIC, hvorfor der for uddybende kommentarer til årsagerne for udviklingen i SPREAD henvises til den tidligere gennemgang af ROIC.

Tabel 7.5 - Michael Kors, SPREAD

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettofinansielle omkostninger efter skat		-2	-2	-1	0	-2	-5
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		88	483	975	987	704	106
r		-2%	0%	0%	0%	0%	-5%
SPREAD (ROIC - r)		38%	71%	80%	70%	65%	42%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2016) samt egen tilvirkning

Dog kan det påpeges, at virksomhedens gennemsnitlige lånerente i procent, i 2016 er steget til et markant højere niveau sammenlignet med de andre år i perioden, hvilket skyldes højere nettofinansielle omkostninger, primært som følge af høje renteudgifter i 3. kvartal 2016, på grund af det kortfristede lån nævnt ovenfor.

7.2 Rentabilitetsanalyse - Jimmy Choo

Det er nu muligt gennem en rentabilitetsanalyse på baggrund af ovenstående reformulering, at afdække de historiske værdidrivere til anvendelse i den senere forecast af fremtidige værdidrivere gældende for JC.

ROE

JC's forrentning på egenkapitalen har samlet set, i perioden 2012 til 2016, oplevet et fald fra 31% til 3%, hvorfor der er tale om en forværring. Dog kan forklaringen hertil findes i både en negativ indtjening og egenkapital for begge af årene 2012 og 2013, hvorfor ROE i disse år fremgår særligt høje og derfor at være misvisende.

Tabel 7.6 - Jimmy Choo, ROE

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
Total indtjening	-3	-18	-11	19	15
Egenkapital	-9	-26	444	467	476
ROE	31%	69%	-2%	4%	3%

Kilde: (Jimmy Choo, 2011-2016) samt egen tilvirkning

Tallene for 2014 bærer præg af JC's børsnotering, idet der i dette år stiftes aktiekapital, hvilket har effekten af en øget egenkapital. Dog oplever JC en stadig negativ total indtjening i 2014, hvorfor virksomhedens ROE er negativ. Fra 2014 til 2015 opnår JC en *turnaround*, idet virksomheden i 2015 formår at skabe en positiv indtjening. Fra 2015 til 2016 falder virksomhedens ROE dog med 1

procentpoint, hvilket skyldes et større fald i den totale indtjening forårsaget af tab på valutakurskontrakter og øgede finansielle omkostninger og en samtidig stigning i egenkapitalen.

7.2.1 Afkast på driftsaktiviteter

Der vil i det følgende foretages en analyse af driftsaktiviteterne og disses indflydelse på udviklingen i ROE.

ROIC

Udviklingen i ROIC, hvilken som sagt er et udtryk for virksomhedens genererede afkast på den investerede kapital, er samlet set for perioden 2012 til 2016 steget med 4 procentpoint. Denne udvikling kan, ligesom det var gældende ved MK, siges hovedsagligt at bære præg af at følge udviklingen i ROIC_{NOPAT}, hvilken gennem samme periode fluktuerer på samme vis.

Tabel 7.7 - Jimmy Choo, ROIC

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
NOPAT	24	32	39	30	33
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital	544	557	573	590	617
ROIC efter skat (NOPAT)	4%	6%	7%	5%	5%
Anden driftsaktiviteter efter skat	-13	-12	-8	-4	4
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital	544	557	573	590	617
ROIC efter skat (Anden driftsaktiviteter)	-2%	-2%	-1%	-1%	1%
ROIC efter skat	2%	4%	5%	4%	6%

Kilde: (Jimmy Choo, 2011-2016) samt egen tilvirkning

Fra 2012 til 2014 har virksomheden oplevet en stigning i ROIC, hvilket skyldes den overvejende forbedrede NOPAT for denne periode, i forhold til den ligeledes stigende investerede kapital. Fra 2014 til 2015 forekom et fald i ROIC, hvilket primært skyldes JC's øgede omkostninger i forbindelse med børsnoteringen i 2014, til trods for deres i denne periode ellers lavere faste omkostninger. Den positive udvikling i ROIC fra 2015 til 2016 bærer præg af tidligere ekspansion af virksomhedens forretningsområde på retail segmentet.

En tilsvarende vurdering af, hvorvidt niveauet af ROIC kan siges at være tilfredsstillende afhænger af virksomhedens kapitalomkostning, ligesom det var tilfældet i den tidligere rentabilitetsanalyse af MK. En estimering vha. Damodaran (2017b) for skobranchen og med JC's kapitalstruktur, foreslår en kapitalomkostning på omtrent 7%, hvorfor virksomhedens ROIC anses for lav og derfor eroderer værdi for investorerne.

EBITDA-, EBIT -og NOPAT-margin

JC's EBITDA- og EBIT II-margin er begge faldet i perioden 2012 til 2014 i modsætning til virksomhedens NOPAT-margin, som i samme periode har oplevet en stigning fra 10% til 13%.

Set over hele perioden fra 2012 til 2016 har udviklingen i omsætningen været støt stigende, hvilket udover virksomhedens evne til at drive forretning, ligeledes afspejler den, i den tidligere strategiske analyse, identificerede positive performance og udvikling for beklædning, sko og tilbehør i luksusbranchen.

Fra 2014 til 2016 oplever virksomheden derimod en faldende NOPAT-margin pga. en i denne periode, som benævnt, stigende negativ effekt fra korrektionen for skatteskjoldet fra finansieringsaktiviteterne. Denne udvikling i NOPAT-margin er herved et udtryk for, at JC for perioden 2012 til 2014 og 2014 til 2016 opnår hhv. en forbedret fortjeneste og et fald i fortjenesten på deres produkter sammenlignet med tidligere år, hvilket ligeledes skal påpeges at kunne afspejles i samme perioders hhv. forbedring og fald i ROIC.

Tabel 7.8 - Jimmy Choo, EBITDA-, EBIT- og NOPAT-margin

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA	46	47	50	51	59
Omsætning	243	282	300	318	364
EBITDA-margin	19%	17%	17%	16%	16%
EBIT II	37	35	35	33	39
Omsætning	243	282	300	318	364
EBIT-margin	15%	12%	12%	11%	11%
NOPAT	24	32	39	30	33
Omsætning	243	282	300	318	364
NOPAT-margin	10%	12%	13%	10%	9%

Kilde: (Jimmy Choo, 2011-2016) samt egen tilvirkning

7.2.2 Afkast på finansieringsaktiviteter

Ligesom det var tilfældet med afkastet på driftsaktiviteterne, vil der i det følgende tilmed foretages en analyse af afkastet på finansieringsaktiviteterne og disses indflydelse på udviklingen i ROE.

FGEAR

Niveauet af JC's finansielle gearing (D/E) har siden 2014 forholdt sig på et nogenlunde stabilt niveau, uden de store fluktuationer på omkring 0,3. Dette antyder, at virksomheden gennem den seneste tid har opnået, både en vis stabilitet samt et tilfredsstillende niveau i deres gearing og dermed i forholdet mellem gælden og egenkapitalen.

Tabel 7.9 - Jimmy Choo, FGEAR

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	553	583	128	123	141
Egenkapital	-9	-26	444	467	476
FGEAR	-63	-23	0,3	0,3	0,3

Kilde: (Jimmy Choo, 2011-2016) samt egen tilvirkning

Set over hele perioden 2012 til 2016 ses igen virksomhedens *turnaround* fra 2013 til 2014, hvilket, som nævnt tidligere, primært skyldes en markant stigning i egenkapitalen som følge af børsnoteringen i 2014. Dog kan den forbedrede udvikling i virksomhedens netto finansielle forpligtelser, primært som følge af en fremtrædende reduktion i virksomhedens langfristede lån, hertil ligeledes nævnes at have en forbedrende effekt på virksomhedens gearing (D/E)

SPREAD

JC har gennem hele perioden fra 2012 til 2016 oplevet en negativ SPREAD. Dette skyldes, at virksomheden har genereret et lavere afkast på den investerede kapital (ROIC) set i forhold til, den af virksomheden oplevede gennemsnitlige lånerente i procent (r).

Tabel 7.10 - Jimmy Choo, SPREAD

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-14	-38	-42	-7	-22
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-553	-583	-128	-123	-141
r	2,50%	6,58%	32,95%	5,54%	15,28%
SPREAD (ROIC - r)	0%	-3%	-27%	-1%	-9%

Kilde: (Jimmy Choo, 2011-2016) samt egen tilvirkning

Særligt bør differencen mellem virksomhedens ROIC og den gennemsnitlige lånerente i 2014 påpeges, idet virksomheden dette år har oplevet en særdeles høj gennemsnitlig lånerente, hvilket skyldes en kombination af øgede nettofinansielle omkostninger og markant reduktion i netto finansielle forpligtelser som følge af en som sagt fremtrædende reduktion i virksomhedens langfristede lån.

7.3 Delkonklusion

De væsentligste nøgletal fra 2016 for MK og JC er opsummeret i nedenstående tabel 7.11.

Tabel 7.11 - Sammenligning af finansiel analyse (2016)

	Michael Kors	Jimmy Choo
ROE	35%	3%
ROIC	37%	6%
EBITDA-margin	25%	16%
EBIT-margin	15%	11%
FGEAR	-0,1	0,3
SPREAD	42%	-9%

Kilde: Egen tilvirkning

De to virksomheder afviger på samtlige nøgletal, trods de tilhører samme branche. Generelt for de udvalgte nøgletal er MK signifikant bedre end JC, hvilket afspejles i de usædvanligt høje niveauer for MK og JC's marginale lønsomhed. MK's relativt høje profitabilitet er til trods for faldende omsætning i wholesale og licens og stigende nedskrivninger. JC's profitabilitet har trods det relativt lavere niveau samlet set udviklet sig positivt, hvilket bl.a. skyldes historisk ekspansion af retail segmentet.

8 Stand-alone forecast og værdiansættelse

Med udgangspunkt i den hidtil foretagne rentabilitets- og strategiske analyse af MK's og JC's risikofaktorer, hvori MK's og JC's værdidrivere er vurderet, foretages derfor i det følgende et forecast af de i denne afhandling vurderede relevante regnskabsposter for både MK og JC. Dette med henblik på at forecaste MK's og JC's værdidrivere og herved vurdere forventningerne til disse og deres indvirkning på hhv. MK og JC og deres fremtidige succes ud fra virksomhedernes driftsudvikling, strategiske forhold og finansielle præstationer der tilbagediskonteres vha. DCF-metoden. De estimerede forecast fremgår af hhv. app. 15.6 og 15.11.

De respektive forecasts er estimeret vha. udvalgte realiserede værdidriver, hvortil de samme estimeres for forecastperioden 2017 til 2025, hvoraf sidste år udgør terminalperioden. Denne forecastperiode er valgt på baggrund af Koller et al. (2015), som anbefaler en periode på omtrent 10 år. De vurderede relevante værdidrivere udgøres af omsætningsvækst, EBIT-margin, lånerente, effektiv skattesats, afskrivninger i pct. af materielle og immaterielle aktiver samt nettorentebærende gæld i pct. af investeret kapital. Hertil følger materielle og immaterielle aktiver, varelager, tilgodehavender samt driftsgæld, alle i pct. af omsætningen for året.

Ydermere foretages et forecast på segmentniveau, dvs. særskilt for hvert segment; retail, wholesale og licensaftaler, for herved at opnå indblik i værdidriverne på et mere detaljeret niveau, da disse tre segmenter udgør forskellige andele af de respektive poster. Dette dog i så høj en udstrækning som muligt, idet MK og JC ikke oplyser samme omfang på segmentniveau, hvorfor nogle poster vil blive forecastet samlet.

8.1 Michael Kors

Det vil derfor i følgende afsnit estimeres stand-alone værdien af MK, hvilken som benævnt tager afsæt i forecast af virksomhedens vurderede relevante regnskabsposter samt estimering af virksomhedernes kapitalomkostning.

8.1.1 Forecast

I det følgende forecastes MK's værdidrivere, hvilket tager udgangspunkt i den tidligere analyse af virksomhedens finansielle præstationer, strategiske forhold og drifts-udvikling analyseret i den finansielle og strategiske analyse.

8.1.1.1 Omsætningsvækst

MK's vækststrategi er afhængig af flere forskellige interne og eksterne faktorer, hvoraf nogle kan påvirke eller forsinke deres succesfulde ekspansion i nye eller markedspenetrering af eksisterende markeder. Som påpeget tidligere opererer MK inden for tre segmenter; retail, wholesale og licensaftaler. Da disse tre segmenter udgør forskellige andele af den samlede omsætning, foretages et forecast af væksten på segmentniveau, dvs. særskilt for hvert segment, for herved at opnå indblik i værdidriverne for omsætningsvæksten på et mere detaljeret niveau.

Retail

Retail udgjorde i 2016 57% af omsætningen, hvilket er en stigning på 9 procentpoint siden 2013. Denne stigning i andel af omsætningen for retail segmentet skyldes, at MK's eCommerce, der indgår som en del af virksomhedens retail segment, udgør en 'betydelig' og stadig stigende del af virksomhedens retail omsætning (Michael Kors, 2016). MK angiver ikke hvor stor en del af

omsætning for retail, der kommer fra eCommerce, samtidig med at virksomhedens Investor Relations ligeledes ikke synes at kunne give en identifikation af eCommerce's andel af retail jf. app. 15.4. Det antages derfor, at en 'betydelig del' svarer til 25% af den samlede retail omsætning. eCommerce forventes i fremtiden at udgøre en stadig større del af omsætningen i retail segmentet, idet MK har udført og stadig har planer om strategiske tiltag på eCommerce segmentet i form af lancering af nye eCommerce websider i Europa samt i Kina og Japan i 2017 og 2018, hvilket tilmed er lande med rig vækstmulighed for MK jf. strategisk analyse (Michael Kors, 2016). Disse forventninger understøttes ligeledes af, at der er set og stadig ses en tendens i forbrugernes købspræferencer skiftende fra køb i butik til onlineshopping jf. strategisk analyse, hvilket dog ligeledes har sat sit præg i form af kannibalisering af butikssalget. Disse tendenser og tiltag bevirker derfor, at eCommerce forecastes at udgøre en stigende andel af retail omsætningen til 35%.

Tabel 8.1 - Forecast Retail omsætning, Michael Kors

Retail		Historisk					Forecast					Terminal				
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Antal butikker	Antal															
	USA	231	288	343	390	398	338	278	248	238	243	248	253	258	260	
	Åbning, net		57	55	47	8	-60	-60	-30	-10	5	5	5	5	2	
	Europa	44	80	133	177	201	218	228	238	248	258	263	268	273	278	
	Åbning, net		36	53	44	24	17	10	10	10	10	5	5	5	5	
	Asien	29	37	50	101	228	382	422	442	457	472	482	492	502	512	
	Åbning, net		8	13	51	127	154	40	20	15	15	10	10	10	10	
Total		304	405	526	668	827	938	928	928	943	973	993	1013	1033	1050	
Åbning, net			101	121	142	159	111	-10	0	15	30	20	20	20	17	

Retail omsætning		Historisk					Forecast					Terminal				
(USDm)/Ar		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
eCommerce oms.		128	287	427	551	643	732	839	1054	1107	1142	1166	1189	1213	1244	
Vækst			125%	49%	29%	17%	14%	15%	26%	5%	3%	2%	2%	2%	3%	
Andel		12%	18%	20%	23%	25%	27%	30%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	
Butik oms.		935	1306	1708	1844	1929	1979	1958	1958	2056	2121	2165	2208	2252	2310	
Vækst			40%	31%	8%	5%	3%	-1%	0%	5%	3%	2%	2%	2%	1%	
Andel		88%	82%	80%	77%	75%	73%	70%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	
Total		1063	1593	2135	2395	2572	2711	2797	3012	3163	3263	3330	3397	3465	3554	
Vækst			50%	34%	12%	7%	5%	3%	8%	5%	3%	2%	2%	2%	3%	
Oms/butik		3,08	3,23	3,25	2,76	2,33	2,11	2,11	2,11	2,18	2,18	2,18	2,18	2,18	2,2	

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af retail omsætning og antal butikker for MK i perioden 2012 - 2025 fordelt på geografiske områder.

En stigning i retail's andel af den samlede omsætning forekommer til trods for et fald i væksten for retail fra 50% til 7% i perioden 2013 til 2016, hvilket ligeledes afspejles i en faldende omsætning pr. butik gående fra USD 3 mio. i 2014 til USD 2 mio. i 2016. Det faktum, at MK oplever en faldende men dog stadig positiv vækst på retail segmentet skyldes derfor den omtalte stigende omsætning i eCommerce segmentet, som herved (over) kompenserer faldet i butiksomsætningen. Denne udvikling kan tilmed antages at være foranledningen til, at MK har foretaget lukninger af butikker i USA med henblik på at øge denne, hvilket ligeledes ses i faldet af antal nettoåbninger i 2016 på kun 8 i forhold til 47 forrige år. Hertil oplyser MK, at have for mål at lukke mellem 100-125 butikker i USA de næste 2 år, hvilke for denne afhandling antages at blive fordelt ligeligt mellem 2017 og 2018 med lukning af 60 butikker hvert år (Michael Kors, 2016). Herudover forventes fortsat lukninger af butikker i USA de næstkommende år med henblik på yderligere at øge omsætningen pr. butik. Der er dog tale om engangsomkostninger i forbindelse med lukning af butikker, hvorfor disse ikke vægter så højt i den samlede værdiansættelse. Dog bør det påpeges at

MK har 10-årige lejekontrakter, hvilket forventes at være omkostningsfyldte i forbindelse med lukning af en sådan butik.

MK oplyser hertil et mål om 600 butikker samlet for Europa og Asien (Michael Kors, 2017a). Dette mål anses ikke for værende urealistisk at nå i 2017 set ud fra virksomhedens historiske antal af åbninger, da virksomheden for at nå i alt 600 butikker i 2017 skal åbne 20 butikker mere, i forhold til antal åbninger forrige år. Ud fra den strategiske analyse og MK's historiske fordeling og nettoåbninger af butikker, antages størstedelen af butikkerne at blive åbnet i Asien og samtidig en mindre andel i Europa. Dette da antallet af åbninger er steget markant i Asien de sidste år mens antallet af åbninger er faldet i Europa, hvorfor den fremtidige udvikling ligeledes forventes at afspejle denne.

I Europa har antallet af butiksåbninger været faldende siden 2014 og det forventes derfor fra 2018, at antallet af åbninger er 5-10 butikker årligt frem til terminalperioden. I Asien ses som nævnt en markant stigning i nettoåbninger. Det antages dog, at MK stadig vil åbne butikker i Asien, men gradvist mindsker antallet, da de før har oplevet et marked blive mættet (USA) i form af faldende omsætning pr. butik og derfor vil forsøge at undgå gentagelse af denne oplevelse i Asien.

Omsætningsvæksten er estimeret ved anvendelse af omsætning pr. butik, hvilken som nævnt har været faldende i perioden 2014-2016. Denne forventes at være stadig faldende frem til 2019, hvorefter omsætning pr. butik forventes at stige i takt med effekten fra lukning af butikker samt muligvis endda bevirker øget omsætning i de resterende Michael Kors butikker. Årlig omsætning pr. butik er multipliceret med det årlige globale antal butikker, hvorved retail omsætningen fra butikssalg er estimeret for hele forecastperioden. Væksten i den samlede retail omsætning forecastes derfor at være stadig faldende i de to første forecast år, hvorefter omsætningsvæksten forventes at stige som følge af øget profitabilitet pr. butik.

Wholesale

Historisk set har omsætningsvæksten for wholesale segmentet været støt faldende siden 2012, hvilket skyldes de samme skift i forbrugerpræferencer, som retail segmentet synes at opleve. MK oplevede derudover en negativ vækst i 2016, hvilket primært skyldes et strategisk fokusskift fra wholesale til retail segmentet, i form af mindsket promovring af wholesale segmentet, idet virksomheden anså dette som en nødvendighed for at opnå en langsigtet hensigtsmæssig positionering af virksomhedens brand (Michael Kors, 2016). Dette afspejles tilmed i et fald i omsætning pr. wholesale samt i antal wholesale partnere.

Det forventes i de næstkommende år, at omsætningen atter vil falde, idet det formodes, at MK fortsat vil implementere de strategiske tiltag om mindsket promovring i wholesale segmentet. Tidshorisonten for dette vil dog være kortere i Europa og Asien pga. vækstmulighederne i disse geografiske regioner jf. strategisk analyse. Dog forventes det, at MK vil indse, at et øget fokus på promovring af deres produkter på wholesale segmentet på sigt er nødvendigt, for ikke at få et vedvarende fald i omsætningen i dette segment. Hertil antages det, at Asien og Europa vil udgøre en stigende andel af wholesale omsætningen til 35%, mens andelen af wholesalepartnere fordelt på geografiske områder forventes at afspejle tidligere historiske tendenser, da disse har forholdt sig forholdsvis stabile over tid.

Tabel 8.2 - Forecast Wholesale omsætning, Michael Kors

Wholesale												Terminal			
Antal wholesale partnere	Historisk					Forecast					Periode				
	Antal	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	USA	2215	2496	2541	2462	2309	2217	2172	2129	2086	2128	2171	2214	2258	2303
	Vækst		13%	2%	-3%	-6%	-4%	-2%	-2%	-2%	2%	2%	2%	2%	2%
	Andel		67%	63%	63%	64%	64%	65%	64%	63%	63%	62%	62%	62%	62%
	Europa og Asien	1034	1232	1437	1428	1298	1220	1171	1206	1243	1268	1306	1345	1385	1413
	Vækst		19%	22%	-5%	-9%	-6%	-4%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	2%
	Andel		33%	37%	37%	36%	36%	35%	36%	37%	37%	38%	38%	38%	38%
	Total	3249	3728	4038	3890	3607	3437	3344	3335	3329	3396	3476	3559	3643	3716
	Vækst		15%	8%	-4%	-7%	-5%	-3%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
Wholesale omsætning	Historisk					Forecast					Terminal				
	(USDm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	USA	913	1336	1663	1629	1341	1089	902	739	669	706	727	749	772	787
	Vækst		46%	24%	-2%	-18%	-19%	-17%	-18%	-9%	6%	3%	3%	3%	2%
	Andel	88%	85%	81%	76%	76%	73%	70%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
	Europa og Asien	119	242	403	515	435	403	387	398	360	380	392	403	416	424
	Vækst		103%	66%	28%	-16%	-7%	-4%	3%	-9%	6%	3%	3%	3%	2%
	Andel	12%	15%	19%	24%	24%	27%	30%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
	Total	1032,12	1577,52	2065	2144	1776	1491	1288	1138	1030	1086	1119	1153	1187	1211
	Vækst		53%	31%	4%	-17%	-16%	-14%	-12%	-9%	6%	3%	3%	3%	2%
Europa og Asien															
Oms/wholesale	0,12	0,20	0,27	0,36	0,34	0,33	0,33	0,33	0,29	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Total															
Oms/wholesale	0,32	0,42	0,51	0,55	0,49	0,43	0,39	0,34	0,31	0,32	0,32	0,32	0,33	0,33	

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af wholesale omsætning og antal wholesale partnere for MK i perioden 2012 – 2025 fordelt på geografiske områder.

Omsætningsvæksten for wholesale er ligeledes estimeret ved anvendelse af omsætning pr. wholesalepartner. Omsætning pr. wholesalepartner vurderes derfor at være stadigt faldende i de første år i forecastperioden, med en negativ vækst i omsætningen for wholesale segmentet, som følge af dette strategiske tiltag, hvorefter denne forventes at stige i takt med at MK har fået (gen)opbygget et stærkt retail brand og herved genoptaget promovring på wholesale segmentet fra 2021.

Licensaftaler

I 2016 oplevede virksomheden et fald i væksten på licens segmentet på 15% jf. app. 15.5, hvilket primært skyldtes, at MK dette år opkøbte deres licenspartner i Sydkorea i forbindelse med licensaftalens udløb dette år, hvorfor virksomheden i 2016 overtog den fulde kontrol af de dertil relaterede retail og wholesale aktiviteter (Michael Kors, 2016). Virksomheden oplyser hertil, at de i første kvartal 2017 har yderligere planer om opkøb af nogle af virksomhedens licensaftaler i Kina (Michael Kors, 2016). Det vurderes derfor, at MK vil opleve yderligere nedgang i vækst for licens segmentet i 2017 og omvendt en positiv indvirkning på væksten i retail og wholesale grundet forventningerne til disse opkøb.

Derudover har MK i 2016 lanceret nye produkter såsom Smartwatches og parfumer i samarbejde med licenspartnere, hvilket forventes at skabe indtjening og dermed have en aftagende effekt på (den negative) vækstudvikling i 2017 og 2018 (Michael Kors, 2016). Herefter forventes væksten at nå et forholdsvist 'normaliseret' niveau igen på omtrent 3%, pga. disse vækstmuligheder, som særligt udviklingen i det asiatiske marked antyder jf. den strategiske analyse.

Tabel 8.3 - Forecast Total omsætning, Michael Kors

Omsætning, total															
(USDm)/År	Historisk					Forecast									
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal Periode
Retail	1063	1593	2135	2395	2572	2711	2797	3012	3163	3263	3330	3397	3465	3554	
Andel	51%	48%	49%	51%	57%	63%	67%	70%	73%	73%	73%	72%	72%	72%	
Wholesale	1032	1578	2065	2144	1776	1491	1288	1138	1030	1086	1119	1153	1187	1211	
Andel	49%	48%	47%	45%	40%	34%	31%	27%	24%	24%	24%	25%	25%	25%	
Licensaftaler	0	140	175	173	148	129	120	124	128	132	137	142	146	151	
Andel	0%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Total	2095	3311	4375	4712	4496	4331	4206	4274	4320	4482	4586	4692	4798	4916	

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af totale omsætning for MK i perioden 2012 - 2025 fordelt på segmentniveau.

Den samlede vægtede omsætningsvækst estimeres i 2017 til 2018 at være stadigt faldende til -3%, hvorefter denne vurderes at stige gradvist frem til 2021 til 4% og fra 2022 frem til terminalperioden vurderes væksten at være stabil på 2%.

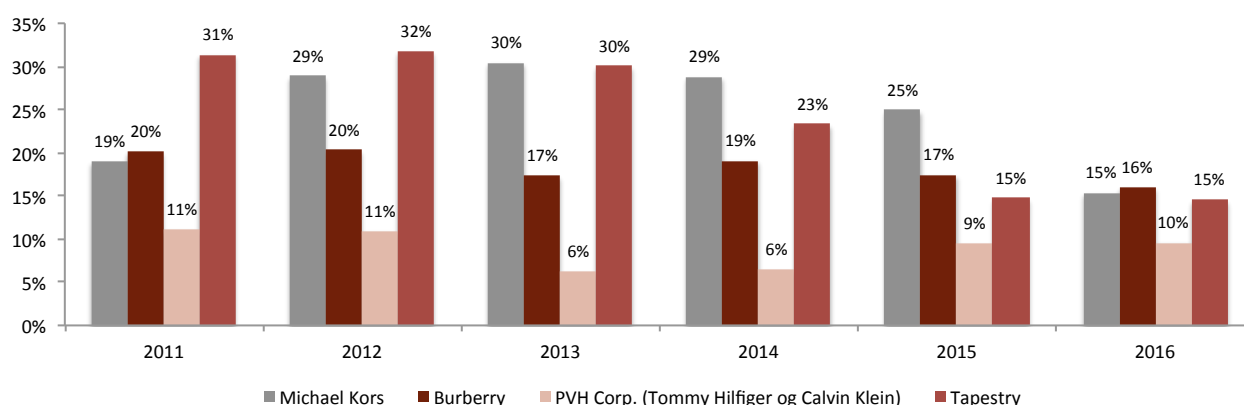
8.1.1.2 EBIT-margin

MK's EBIT-margin for retailsegmentet har været faldende i alle årene siden 2012 jf. app. 15.5. Dog har virksomheden oplevet et særligt stort fald i marginen fra 2015 til 2016, hvilket primært skyldes de tidligere nævnte store nedskrivninger i 2016 i forhold til årene før. Dette som følge af, at de allerede nævnte skift i forbrugerpræferencer til onlineshopping på bekostning af butikssalg har bevirket, at MK har måtte foretage nedskrivninger af retailbutikker der underperformer. Der forventes fortsat store nedskrivninger i forbindelse hermed, da denne udvikling, som nævnt, tilmed forventes at forsætte i den nærmeste fremtid. Dette samtidig med større marketing og advertising omkostninger i form af lancering af eCommerce websider i 2017 og 2018, resulterer i en forventning om en stadig lav EBIT-margin for retailsegmentet i de næstkommende år i forecastperioden, hvorefter marginen forventes støt stigende, til et niveau på omtrent 15%. Hertil kommer tilmed de omkostninger virksomheden kan forventes at afholde i forbindelse med lukning af butikker i de første par år i forecastperioden.

For segmenterne wholesale og licensaftaler, forventes EBIT-marginerne for disse at følge samme tidligere tendenser. EBIT-marginen for wholesale vurderes derfor, at være stadig faldende til et niveau på omtrent 20% i 2019, hvorefter marginen frem til terminalperioden forventes at falde til 15%. EBIT-marginen for virksomhedens licensaftaler følger tilmed tidligere tendenser og falder derfor yderligere i forecastperioden til 20% i 2019 frem til terminalperioden i 2025.

Set i forhold til virksomhedens peers, synes MK's EBIT-margin historisk at være på et højere niveau, men faldende over årene til et mere normaliseret niveau. MK's EBIT-margin vurderes derfor fortsat at falde i de næstkommende år pga. store nedskrivninger samt omkostninger til lancering af eCommerce websites, hvorefter marginen vil opnå et normaliseret niveau på omtrent 10%-15%, idet dette niveau af EBIT-margin synes realiserbar ud fra virksomhedens historiske udvikling i EBIT samt ud fra et lignende niveau af EBIT-margin for virksomhedens peers.

EBIT-marginen forventes ligeledes at være påvirket af integrationsomkostninger i forbindelse realisering af synergieffekterne, hvilket ligeledes har en negativ effekt på EBIT-marginen i de første år efter akkvisitionen.

Figur 8.1 - EBIT-marginer for Michael Kors samt Tier 1

Kilde: Bloomberg og årsrapporter (2012 - 2016) samt egen tilvirkning

8.1.1.3 Arbejdskapital

Varelager, tilgodehavender og driftsgæld er forecastet særskilt ud fra andel af omsætningen for året, hvorfor omsætningsvæksten har en markant effekt på disse parametre. Til sammen udgør de tre nævnte regnskabsposter arbejdskapitalen og ændringen i denne anvendes til at finde cash flowet fra driften. Michael Kors (2017) oplyser at de er præget af sæsonsalg i november og december, hvilket vil have en effekt på disse tre poster, der alle vil være højere i perioder med øget salg.

Historisk set har varelageret udgjort mellem 12-14% af omsætningen, hvilket gennemsnitligt er 13%, dette er samtidig med at virksomheden har ekspanderet, hvorfor dette gennemsnit vurderes passende som forecast.

Tilgodehavender har historisk udgjort 10% faldende årligt ned til 6% i 2016, hvilket betyder at MK er blevet bedre til debitorstyring. Dette må vurderes primært at være wholesale kunder, idet retail kunderne som regel betaler på samme tidspunkt som varen overgår til kunden. I forecastperioden anvendes 8% af omsætningen, idet MK fortsat vurderes at ekspandere, dog med mindre fokus på wholesale kunder, hvorfor det vurderes at virksomheden fortsat kan opretholde et lavt niveau af tilgodehavender.

Driftsgælden som procent af omsætningen har fluktueret mellem 15% og 10% over perioden og i 2016 var niveauet på 13%. I forecastperioden forventes MK at udvide forretningen, hvilket kræver større vareindkøb fra leverandører, hvorfor driftsgæld på 12% af omsætningen antages at være passende til at understøtte indkøb.

8.1.1.4 Lånerente, rentebærende gæld og skattesats

MK har historisk set haft negativ lånerente, idet virksomheden har haft net cash og ikke nettorentebærende gæld jf. finansiel analyse. Af den grund anvendes den historiske lånerente ikke til forecast, men i stedet anvendes 3% over hele forecastperioden. Forklaring på den negative lånerente findes i den nettorentebærende gæld, som ligeledes forventes at være negativ i forecastperioden. Dette understøttes af at MK i samtlige regnskabsårs har haft net cash, hvorfor det ikke vurderes usandsynligt at virksomheden vil fortsætte denne stime i fremtiden.

Denne negative rentebærende gæld har MK opnået, på trods af mindre opkøb af datterselskaber, herunder tidligere licenspartnere, hvilket ligeledes underbygger, at det er muligt for selskabet at opnå vækst i retail og samtidig præstere net cash. Af den grund forventes nettorentebærende gæld at svare til -72% af investeret kapital over hele forecastperioden, dette er den historisk gennemsnitlige andel. Hertil skal det pointeres, at i 2016 forberedes opkøbet af JC, hvorfor MK stiftede rentebærende gæld, dette ses der bort fra i stand-alone værdiansættelsen, da denne ikke indebærer JC.

Den effektive skattesats har i regnskabsperioden været faldende fra 41% til 20%, hvilket afspejler at MK har haft fokus på deres skattestrategi, hvor de betaler engelsk selskabsskat (Michael Kors, 2016). Den lavere skattesats afspejler at virksomheden har en global profil, hvilket medfører omsætning i forskellige lande, mange med lavere selskabsskat end den amerikanske, hvilket driver den effektive skattesats ned. Da MK i forecastperioden forventes at have verdensomspændende aktiviteter med fokus på Asien, estimeres skattesatsen til 20% i hele perioden.

8.1.1.5 Det frie cash flow

Ovenstående estimeringer af de mest væsentlige regnskabsposter foretages med henblik på at finde det frie cash flow i forecastperioden. MK har i samtlige regnskabsår præsteret et positivt frit cash flow og dette forventes ligeledes i de fremtidige år, med et frit cash flow i intervallet USD 374-880 mio. Det positive cash flow er på trods af en forværring af arbejdskapitalen i næsten alle år samt anlægsinvesteringer. I 2017 er ændringen i anlægsinvesteringerne positiv, hvilket skyldes relativt høje investeringer i 2016 der forventes at reduceres i efterfølgende år, for at finde tilbage til et lavere niveau. Dette estimerede cash flow danner udgangspunkt for værdiansættelsen af MK som stand-alone enhed.

8.1.2 Kapitalomkostning

Til den videre stand-alone værdiansættelse af MK er det essentielt at fastlægge virksomhedens kapitalomkostning, som anvendes til tilbagediskontering af virksomhedens frie cash flow i DCF værdiansættelsesmodellen (Koller et al., 2015). Dette vil sammen med den foregående analyse af MK's finansielle og strategiske værdidrivere, samt forecast af virksomhedens fremtidige udvikling, muliggøre udarbejdelsen af stand-alone værdiansættelsen af MK. Teorien samt begrundelsen og antagelserne bag denne og valget af metoderne i estimeringen af kapitalomkostningen er gennemgået i afsnit 2.1.1., hvorfor der gennem følgende estimering af MK's kapitalomkostning, ikke foretages en dybdegående gennemgang af teorien men løbende refereres hertil. Den anvendte skatteprocent i estimeringen af kapitalomkostning er den engelske selskabsskat på 20%, idet MK ifølge årsrapporten (2016) betaler engelsk skat (GOV, 2018b). Alternativt kunne den amerikanske selskabsskat være benyttet, idet MK er et amerikansk selskab, dog oplyser virksomheden selv deres brug af engelsk selskabsskat, hvorfor denne anvendes. Samtlige estimeringer anvendt som led i kapitalomkostningen fremgår af app. 15.9.

8.1.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente er første led i estimeringen af egenkapitalomkostningen. MK er en amerikansk virksomhed og er repræsenteret på globalt plan inden for de geografiske områder; USA, Europa og Asien. Dog er virksomheden størst repræsenteret i USA med en andel på omtrent 70% ud af det samlede omsætning i 2016, hvorfor MK kan siges at være særligt følsomme overfor udviklingen og

tendenser i det amerikanske marked, hvorfor den 10-årige amerikanske statsobligation anvendes i estimeringen af virksomhedens egenkapitalomkostning. Der tages anvendelse i en 10 årig lang statsobligation, da denne anses som proxy for den risiko frie rente, eftersom denne er mest sammenlignelig med en langsigtet investeringsbeslutning.

Herudover kunne den engelske 10 årige statsobligation være anvendt som et alternativ, idet dette er et stadig voksende marked for MK set på omsætningen, som derfor ligeledes er eksponeret overfor udviklingen i dette marked samt tendenserne heri, samtidig med at MK ifølge deres *corporate tax strategy* gør brug af den engelske selskabsskat.

MK er noteret på New York Stock Exchange (NYSE), hvorved mange investorer vil være fra USA og den 10 årige statsobligation er derfor en alternativ risikofri investering for amerikanske investorer, idet det kan argumenteres, at egenkapitalomkostningen bør afspejle investorernes alternativomkostning. Hertil påpeger Koller et al. at det er særligt vigtigt, at anvende en risikofri rente i valuta, der er i overensstemmelse med virksomhedens cash flow, for herved at fjerne effekten af inflationen, hvilket taler for anvendelse af den 10 årige amerikanske statsobligation.

Den nuværende 10-årige amerikanske statsobligation har ifølge Bloomberg (2018b) en rente på 2,38% d. 31/10-2017, hvilket afspejler et unikt finansielt lavrentemiljø, konkursrisiko i Grækenland, lave oliepriser og *quantitative easing*, hvilket dog nedtrappes ved udgangen 2018 (EBC, 2018). Resultatet af denne finansielle usikkerhed har været tilstrømning mod relativt sikrere markeder såsom USA, hvilket har forårsaget et drastisk fald i afkastet på amerikanske statsobligationer (ECB, 2018). Givet denne nuværende tumult i de finansielle markeder, vurderes det ikke sandsynligt at disse historisk lave renter vil fortsætte i fremtiden, hvorfor et alternativ til anvendelsen af spot raten anvendes. Et 5-årigt vægtet gennemsnit af afkastet på 10-årige amerikanske statsobligationer anvendes derfor, hvor de seneste år vægter højest jf. afsnit 2.1.1 (Koller et al., 2015). Resultatet er en risikofri rente på 2,17% der anvendes til estimering af MK's egenkapitalomkostning jf. app. 15.9. Det skal hertil påpeges, at der i den videre værdiansættelse vil blive anvendt den samme risikofrie rente, idet der ellers ville være forskellige kapitalomkostninger hvert år.

8.1.2.2 Markedsrisikopræmie

Det er i det tidligere teoriansnit vurderet, at der til estimering af markedsrisikopræmien anvendes metoderne implied valuation og survey metoden, hvor gennemsnittet heraf vil blive anvendt som markedsrisikopræmien i den videre estimering af egenkapitalomkostningen.

Tabel 8.4 - Michael Kors, Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmie	
<i>Implied:</i>	
Damodaran	5,08%
<i>Survey:</i>	
Fernandez	5,70%
Dimson	3,20%
Gennemsnit	5,39%

Kilde: Damodaran (2017c), Fernandez et al. (2017) og Dimson et al. (2017) samt egen tilvirkning

Ved brug af implied valuation har Damodaran (2017c) foretaget en estimering af passende *default spreads* for en forskellig række lande. Heriblandt estimerer Damodaran en markedsrisikopræmie

for USA på 5,08%. Som supplement hertil anvendes ligeledes survey metoden, hvor Fernandez et al. (2017) har foretaget en undersøgelse om niveauet af markedsrisikopræmien ved at indhente svar fra 68 lande, hvor af rapporten kun indeholder resultater fra 41 lande med mere end 25 svar. Fernandez' et al. (2017) undersøgelse resulterede i en forventning om en markedsrisikopræmie på 5,70%. Endnu en undersøgelse foretaget af Dimson et al. (2017), hvis undersøgelse omhandler investeringsafkast i 23 lande i UDE, Asien, Europa og Afrika og som resulterede i en forventning om en markedsrisikopræmie for USA på 3,2%. Denne vurderes dog for særdeles lav, relativt til de andre undersøgelser og estimeringer, hvorfor denne ikke anvendes i estimeringen af markedsrisikopræmien.

For så vidt angår estimeringen og undersøgelsen foretaget af Damodaran (2017c) og Fernandez et al. (2017), ligger disses markedsrisikopræmier på et nogenlunde niveau, hvorfor et gennemsnit af disse resulterende i en markedsrisikopræmie på 5,39% vil blive anvendt.

8.1.2.3 Beta

MK har været offentligt handlet på NYSE siden børsnoteringen af virksomheden i slutningen af 2011, det har derfor været muligt at hente aktiekursen siden 12/12-2011. Gennem Bloomberg (2017d) er ugentlige historiske aktiekurser hentet og disse er holdt op imod MSCI World indekset, der dermed udgør markedsafkastet. Dette indeks er valgt, da det udgør en veldiversificeret markedsportefølje og indeholder aktier fra udviklede lande og vurderes derfor passende til luksusbranchen og en global virksomhed som MK jf. afsnit 2.1.1. Estimering af beta fremgår af app. 15.9.

Råbeta estimeres hermed til 0,28, dog justeres denne beta ved at frasortere aktiekursdata fra efter offentliggørelsen af akquisitionen af JC, idet handelsaktivitet som følge af dette ikke bør påvirke beta for MK stand-alone. Efter frasortering af data efter 24/07-2017 falder råbeta som forventet til 0,21, hvilket vil sige at MK teoretisk set er 79% mindre volatil end markedet og dermed vil underperforme med 79% i et opadgående marked og outperforme med 79% i et nedadgående marked.

Denne fortolkning af en aktie i luksuskategorien vurderes at være modsat af *common sense*, der vil forudsige beta værdier i luksuskategorien som værende mere volatile end markedet, hvilket vil sige beta over 1. Kapferer & Tabatoni (2011) forklarer disse lavbetaer ved, at luksus er perciperet som klassikere og dermed langsigtede investeringer, hvorfor de har en sikker værdi i perioder med økonomisk uro. Tilmed leder globalisering af luksusindustrien til lavere risiko, ved at virksomhederne i denne branche har omsætning til mange kontinenter og virksomhederne dermed balancerer deres risiko (Kapferer & Tabatoni, 2011).

Som supplement til råbeta estimeres beta ud fra et 52-ugers rolling gennemsnit til 0,19, hvilket fortsat vurderes at være særdeles lavt. Da den estimerede beta har en særdeles lav forklaringsgrad på kun 0,00462 er der stor usikkerhed forbundet med estimatet, hvorfor beta for peers er estimeret ved samme fremgangsmåde. MK's peers vurderes at være Burberry, PVH Corporation og Tapestry, hvilke alle vurderes sammenlignelige hvad angår størrelsen af omsætningen og risikoprofil. Beta for peers group bliver ligeledes usædvanligt lave jf. app. 15.8, hvorfor yderligere justering vurderes at være nødvendig.

Den estimerede råbeta på 0,21 justeres vha. beta smoothing jf. afsnit 2.1.1 og dette opjusterer beta til 0,48 ved at tage forbehold for ekstremt afvigende observationer og dermed tilnærmelse til den

gennemsnitlige beta værdi for markedet (1). Ydermere fjernes påvirkningen af kapitalstrukturen ved at unlever beta jf. afsnit 2.1.1, herefter bliver beta estimeret i 0,18 hvilket fortsat vurderes at være for lavt til estimering af egenkapitalomkostningen. Af den grund anses det for nødvendigt at inddrage kvalificerede estimater for MK's beta samt beta for luksusbranchen. EY (2016) har estimeret MK's beta til 0,77, mens Damodaran (2017d) estimerer beta for kategorien apparel, hvori MK indgår, til 1,20. Et gennemsnit af disse to kvalificerede estimater for beta hhv. for MK og branchen, anvendes som endeligt beta = 0,99 jf. 15.9, hvilket vil sige at MK tilnærmelsesvis følger markedets udvikling.

8.1.2.4 Selskabsspecifikt risikotillæg

For at tage forbehold for den risiko, som specifikt kan siges at være relateret til MK, er det essentielt at inddrage et selskabsspecifikt risikotillæg i estimeringen af fremmedkapitalomkostningen. Til estimering af MK's selskabsspecifikke risikotillæg foretages en kreditrating ud fra Damodaran (2017a) gennem en beregning af virksomhedens historiske EBIT interest coverage ratios. Som det fremgår af app. 15.9, forholder MK's coverage ratios sig på et lavt og samtidig forholdsvis stabilt niveau gennem alle årene. Dette medfører ifølge Damodaran (2017a) en høj kreditrating grundet virksomhedens høje E/V og dermed et lavt spread på 0,54%. Virksomhedens kreditrating synes dog at foreligge på et forholdsvis stabilt niveau historisk set gennem årene, hvorfor den estimerede spread på 0,54% anvendes i estimeringen af fremmedkapitalomkostningen.

8.1.2.5 Kapitalstruktur

Som nævnt i teori afsnittet er det essentielt, at den kapitalstruktur, der anvendes i den videre estimering af virksomhedens kapitalomkostning, er både en langsigtet og tilmed holdbar kapitalstruktur, for herved at sikre en stabilitet i forholdet mellem egenkapitalomkostning og fremmedkapitalomkostning. MK's kapitalstruktur har historisk set forholdt sig forholdsvis stabilt jf. app. 15.9, hvorfor et gennemsnit af kapitalstrukturen fra 2011 til 2016 anvendes med en E/V ratio på 108% og en D/V ratio på -8%.

8.1.2.6 WACC

Der er nu ud fra ovenstående estimeringer af egen- og fremmedkapitalomkostningen samt valget af kapitalstrukturen, sat de nødvendige forudsætninger til beregning af WACC:

$$WACC = \frac{D}{V} r_d (1 - t) + \frac{E}{V} r_e = -8\% \cdot 2,71\% \cdot (1 - 20\%) + 108\% \cdot 7,48\% = 7,90\%$$

Ved anvendelse af de udledte data beregnes MK's WACC til en værdi på 7,9%. Hertil skal det nævnes, at en estimering foretaget af EY (2016) for MK blevet beregnet til 9,7%, hvilket er et niveau over den i denne afhandling estimerede WACC. Dog vurderes den, i denne afhandling beregnede WACC for MK på 7,9%, stadig at være retvisende, eftersom WACC for flere af virksomhedens peers ifølge EY (2016) er lavere end de 9,7% for MK, på omtrent 8%. Den estimerede WACC til en værdi på 7,9% anvendes derfor i den videre værdiansættelse til tilbagediskontering af det frie cash flow.

Som det tilmed er nævnt i afsnit 2.1.1, vil der i afsnit 11.3.1 foretages en følsomhedsanalyse, for herved at belyse både kapitalomkostning og værdiansættelsen kritisk.

8.1.3 Værdien af Michael Kors stand-alone

Samtlige komponenter som er nødvendige for at værdiansætte MK er estimeret ovenfor, hvorfor dette muliggør en DCF-værdiansættelse af MK. Det teoretiske grundlag for denne model er redegjort for i kapitel 2, hvorfor dette afsnit blot indeholder den praktiske udførelse af modellen. Input i modellen er som nævnt det frie cash flow, der er estimeret vha. den forecastede udvikling i de respektive regnskabsposter. Tilmed er kapitalomkostningen estimeret, så denne kan anvendes til at tilbagediskontere det frie cash flow og dermed værdiansættelse MK. Der forudsættes i denne værdiansættelse en konstant WACC og fordele og ulemper herved er diskuteret i afsnit 2.1.1. Den estimerede kapitalomkostning er som tidligere nævnt forbundet med stor usikkerhed og der tages særlig højde for dette i den senere følsomhedsanalyse af væsentlige komponenter i kapitalomkostningen.

Væksten i terminalperioden har en særlig effekt på værdien af MK, idet denne vækst er den langsigtede vækstrate virksomheden forventede at opnå. Denne er fastsat til 2%, hvilket er på niveau med den langsigtede inflationsrate, for de individuelle segmenter estimeres mellem 2% og 3% i terminalvækst. Ved at tilbagediskontere det forecastede frie cash flow med den estimerede kapitalomkostning, findes værdien af MK's egenkapital d. 30/10-2017 som stand-alone enhed at være USD 7.182.324.827 jf. app. 15.7, hvilket svarer til en aktiekurs på USD 41. Denne værdi er justeret for forskelle i datoer, idet værdien senere skal anvendes som led i vurderingen af synergierne jf. kapitel 2. Den estimerede værdi kan sammenholdes med markedsværdien af MK på samme dato, hvilken var USD 6.448.951.116, hvorfor DCF-værdiansættelsen overvurderer værdien med 11% ift. den daværende aktiekurs. Den estimerede værdi er dog kontrolleret vha. RIDO-modellen der dermed understøtter, at den estimerede værdi vurderes at være foruden fejlregninger jf. kapitel 2.

8.2 Jimmy Choo

Værdien af JC som stand-alone estimeres nedenfor, hvilken såvel som ved MK beror på både forecast af virksomhedens regnskabsposter og estimering af virksomhedens kapitalomkostning.

8.2.1 Forecast

I det følgende forecastes JC's værdidrivere, hvilket tager udgangspunkt i den tidligere analyse af virksomhedens finansielle præstationer, strategiske forhold og driftsudvikling analyseret i den finansielle og strategiske analyse.

8.2.1.1 Omsætningsvækst

I casen, der fremgår af kapitel 4, nævnes det, at JC forhandler deres varer igennem tre forskellige distributionskanaler; retail, wholesale og licensaftaler, hvorfor væksten i disse forecastes særskilt, ligesom det var tilfældet ved MK.

Retail

Retail udgjorde i 2016 67% af omsætningen, hvilket skyldtes historisk stærk vækst i Asien, solid vækst i Europa og forbedrende trends i USA. I 2016 oplyser JC at de fortsat vil udvikle salget i USA, hvorfor dette forventes for 2017 og fremadrettet. Tilmed planlægger JC at udvide retail på det asiatiske marked. Benchmarking til peer, Salvatore Ferragamo, hvis primære omsætning ligeså stammer fra luksus sko, understreger muligheden for JC at udvide antallet af butikker, idet denne konkurrent har 685 globalt. Det vurderes derfor ikke urealistisk at JC planlægger at udvide retail med 10 nye butikker årligt (Jimmy Choo, 2016b). Forecastperioden er derfor tilrettelagt efter disse

10 årlige butiksåbninger, med en forudsætning om 4 i USA, 4 i Asien og 2 i EMEA jf. muligheder i den strategiske analyse.

Tabel 8.5 - Forecast Retail omsætning, Jimmy Choo

Antal butikker	Historisk			Forecast								Terminal	
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Periode
	Antal												2025
	USA	36	36	38	42	46	50	54	58	62	66	70	74
	Åbning, net		0	2	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	EMEA	44	46	48	50	52	54	56	58	60	62	64	66
	Åbning, net		2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
	Asien	45	58	64	68	72	76	80	84	88	92	96	100
	Åbning, net		13	6	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	Total	125	140	150	160	170	180	190	200	210	220	230	240
Åbning, net		15	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Retail omsætning	Historisk			Forecast								Terminal	
	(GBPm)/År	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Periode
	eCommerce oms.	10	12	17	22	29	35	38	42	44	47	50	52,2667
	Vækst		29%	37%	30%	28%	22%	9%	11%	5%	6%	6%	5%
	Andel	5%	6%	7%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	Butiks oms.	183	195	227	256	289	315	342	380	399	422	446	470
	Vækst		7%	16%	13%	13%	9%	9%	11%	5%	6%	6%	5%
	Andel	95%	94%	93%	92%	91%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
	Total	193	208	244	278	318	350	380	422	443	469	496	523
	Vækst		8%	17%	14%	14%	10%	9%	11%	5%	6%	6%	5%
Oms/butik	1,47	1,39	1,51	1,6	1,7	1,75	1,8	1,9	1,9	1,92	1,94	1,96	

Kilde: (Jimmy Choo, 2014-2016), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af retail omsætning og antal butikker for JC i perioden 2014 - 2025 fordelt på geografiske områder.

Omsætningsvæksten er estimeret ved brug af målet omsætning pr. butik, hvor JC's omsætning pr. butik historisk set har forholdt sig i intervallet GBP 1,4 - 1,5 mio. Dette niveau vurderes at fortsætte i forecastperioden, dog med en stigning idet omsætningsvæksten pr. butik som minimum bør følge inflationen i den generelle økonomi. Tilmed vurderes en del af omsætningsstigningen pr. butik i forecastperioden, at være drevet af prisstigninger udover inflationen, dette er en historisk tendens der er set i luksusbranchen, jf. strategisk analyse. Årlig omsætning pr. butik er herved, ligesom det var tilfældet ved Michal Kors, multipliceret med antal globale butikker årligt og dermed er retail omsætning fra butikssalg estimeret for hele forecastperioden. Den procentvise vækst i retail estimeres i intervallet 14% faldende til 5% i terminalperioden, den marginale effekt af butiksåbninger vægtes dermed højest i de første butiksåbninger og faldende årligt herefter.

En del af omsætningen fra retail stammer fra eCommerce. JC oplyser at denne andel er 6% i 2015. Andelen forventes at være stigende med 1 procentpoint årligt frem til 2019 hvor 10% af retail omsætning forventes at stamme fra onlinesalg, dette grundet den generelle digitaliseringstendens i branchen jf. strategisk analyse. Efter 2019 forventes andelen at stagnere på 10% frem til 2025.

Wholesale

I 2016 var en del af retail omsætningen særligt drevet af øget salg på det amerikanske marked. Modsvaret på dette var en planlagt reduktion i wholesale på det amerikanske marked, hvorfor omsætningen herfra ikke voksede med samme faktor som hidtil. JC oplyser at de fremadrettet vil ekspandere retail i USA og Asien, hvorfor det vurderes at fokus ikke vil være på etablering af et stort antal nye wholesale samarbejder.

Af den grund vurderes der kun at være en relativt lille omsætningsvækst, som stammer fra wholesale i forecast perioden, hvorfor 3% årligt forventes. Denne omsætningsvækst er estimeret af, at en antagelse omkring antallet af wholesale partnere er positivt korreleret med omsætningsvækst i dette segment, denne antagelse er forbundet med risiko idet størrelsen af den enkelte partner er afgørende for salget hertil.

Tabel 8.6 - Forecast Wholesale omsætning, Jimmy Choo

	Historisk			Forecast								Terminal Periode
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Antal	215	240	230	235	239	244	249	254	259	264	269	275
USA												
Vækst		12%	-4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Andel	54%	42%	41%	40%	40%	39%	39%	38%	38%	37%	37%	36%
EMEA	293	286	298	310	322	335	349	363	377	392	408	424
Vækst		-2%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Andel	54%	50%	53%	53%	54%	54%	54%	55%	55%	55%	56%	56%
Asien	31	49	36	38	40	42	44	46	48	51	53	56
Vækst		58%	-27%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Andel	6%	9%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Total	539	575	564	582	601	621	641	662	684	707	731	755
Vækst		7%	-2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Omsætning	100	100	107	111	114	118	122	126	130	134	139	143
Vækst		0%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Kilde: (Jimmy Choo, 2014-2016), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af wholesale omsætning og antal wholesale partnere for JC i perioden 2014 – 2025 fordelt på geografiske områder.

Licensaftaler

JC anser licensaftaler som et vigtigt springbræt ind på nye markeder, idet disse aftaler er mindre risikofyldte end øjeblikkelig etablering af nye egne butikker (Jimmy Choo, 2016b). Dette forklarer den historisk høje vækst herfra, på hhv. 44% og 24% i 2015 og 2016, hvor virksomheden indtrådte på de asiatiske markeder. Høj vækst i dette segment vurderes at fortsætte i de første forecastår, hvor JC forventes at ekspandere og penetrere, særligt det kinesiske marked, yderligere jf. strategisk analyse. Herefter vurderes omsætningsvæksten at være faldende, idet JC forventes i stedet at opkøbe licensparterne som datterselskaber, hvorfor en del af omsætningsvæksten forventes at rykke over i retail segmentet i stedet og dermed nærmer omsætningsvæksten fra licens sig 5% fremmod terminalperioden. Dette fremgår af app. 15.10.

Tabel 8.7 - Forecast Total omsætning, Jimmy Choo

	Historisk			Forecast								Terminal Periode
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
(GBPm)/År												
Retail	193	208	244	278	318	350	380	422	443	469	496	522,667
Andel	64%	65%	67%	69%	71%	72%	73%	74%	74%	75%	75%	75%
Wholesale	99,6	99,8	107,2	111	114	118	122	126	130	134	139	143
Andel	33%	31%	29%	27%	25%	24%	23%	22%	22%	21%	21%	21%
Licensaftaler	7,2	10,4	12,9	15	18	20	21	22	24	25	26	27
Andel	2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Total	300	318	364	404	450	488	523	571	597	628	661	693

Kilde: (Jimmy Choo, 2014-2016), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af totale omsætning for JC i perioden 2014 – 2025 fordelt på segmentniveau

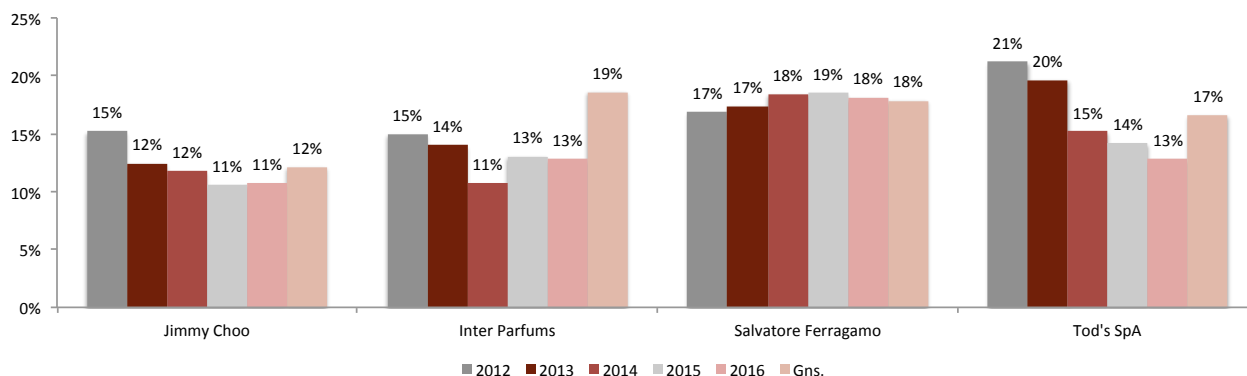
I 2016 var segmentet for mænd den hurtigst voksende produktkategori, denne vurderes fortsat at kunne penetreres yderligere, hvorfor denne kategori i forecast perioden forventes at drive en del af omsætningsvæksten, for samtlige tre segmenter. Den samlede vægtede omsætningsvækst estimeres i 2017 til 2021 til 9% til 14% årligt, fra 2022 frem til terminalperioden vurderes væksten i intervallet 5% til 6%.

8.2.1.2 EBIT-margin

JC oplyser hverken EBITDA eller EBIT fordelt på ovenstående segmenter, hvorfor EBIT-marginen forecastes samlet. Ovenfor er det forecastet at JC formodes at åbne nye egne butikker, dette medfører en række faste omkostninger i forbindelse med etablering af butikker, dette forventes at have en negativ effekt på EBIT-marginen i forecastperioden. Dog giver en benchmarking til relevante peers et indblik i EBIT-marginen for luksusbranchen, hvor JC's EBIT-margin vurderes at være relativt lav.

De tætteste peers er Salvatore Ferragamo og Tod's, der har præsteret EBIT-marginer på hhv. 17-18% og 13-21%, hvilket er over JC's marginer på 12-15%. Det vurderes ikke muligt for JC at øge EBIT-marginen markant på kort sigt, idet virksomheden skal ekspandere og der er ekstra omkostninger forbundet med dette. Det forventes dog at JC på længere sigt kan nærme sig niveauet for deres peers. Af den grund estimeres EBIT-marginen til at være i samme niveau som seneste regnskabsår på 11% frem til 2018. Herefter forbedres EBIT-marginen med 1 procentpoint hvert andet år og ender i 15% i terminalperioden.

Figur 8.2 - EBIT-marginer for Jimmy Choo samt Tier 1



Kilde: Bloomberg og årsrapporter (2012 - 2016) samt egen tilvirkning

Ydermere estimeres afskrivningerne som en andel af materielle og immaterielle aktiver og har historisk fluktueret mellem 1-3%. Den største afskrivningspost har historisk været på immaterielle aktiver, herunder goodwill, hvilket skyldes opkøb af tidligere licensparter i særligt Asien. Da disse opkøb ligeledes forventes i forecastperioden er afskrivningerne estimeret til at udgøre 3% af de materielle og immaterielle aktiver.

8.2.1.3 Arbejdskapital

Historisk har ændringen i arbejdskapitalen været positiv, kun med en mindre negativ ændring i arbejdskapitalen. Da JC forventes at opnå en positiv omsætningsvækst, hovedsageligt drevet af åbning af nye butikker, men også prisstigninger, må det forventes at have en effekt på arbejdskapitalen. Da JC historisk har åbnet mellem 10 og 15 butikker årligt, giver dette en

indikator for, hvordan dette påvirker arbejdskapitalen, derfor er gennemsnitlige historiske andele af omsætningen anvendt, dog med justeringer efter forventningerne til forecastperioden.

I første forecast år forventes varelageret at udgøre 28% af omsætningen, dette faldende med 2% årligt frem til 2022, hvor andelen stagnerer på 18%. Denne udvikling begrundes med, at JC oplyser de arbejder på bedre lagerstyring, men det antages at tage nogle år at implementere (Jimmy Choo, 2016b). Tilgodehavender ligger stabilt på 13% af omsætningen årligt, hvorfor dette aktiv øges en-til-en med omsætningsvæksten. Driftsgælden bærer præg af gode leverandøraftaler, hvilket JC forventes fortsat at kunne opretholde, trods udvidelse af forretningen.

8.2.1.4 Lånerente, rentebærende gæld, afskrivninger og skattesats

Den historiske lånerente for JC vurderes at være fluktuerende jf. finansiel analyse. Derfor anvendes en konstant lånerente på 3% for hele perioden til forecastet. Størrelsesordenen af rentekomkostningerne afhænger af, hvor meget ny gæld der stiftes og denne estimeres som en andel af den investerede kapital, de seneste tre år har JC haft nettorentebærende gæld i intervallet 21-23% og i forecastperioden anvendes for alle år 20%, hvilket vil sige, at de nødvendige investeringer i åbning af butikker vil være 80% egenkapitalsfinansiering og 20% gældsfinansieret.

Ydermere er den forventede skattesats fastsat til 15% i forecastperioden, denne har de seneste to regnskabsår været 12-13%. JC er en international virksomhed med geografisk spredt indtjening, hvorfor den effektive skat er forbundet med en vis risiko. Ekspansionen på det asiatiske marked må dog forventes at øge indtjeningen i sambeskattede datterselskaber i denne region, der har lavere selskabsskat end England, hvorfor den konsoliderede effektive skattesats forventes at udgøre mindre end den engelske selskabsskat.

8.2.1.5 Det frie cash flow

Ovenstående forecast udarbejdes med henblik på at estimere det frie cash flow i forecastperioden. Der estimeres et svingende cash flow efter investeringer i intervallet GBP -47 til 35 mio., hvilket primært skyldes høje investeringer. JC skal ekspandere deres forretning, de høje investeringer medfører dermed et negativt frit cash flow frem til 2019. Herefter skabes et positivt frit cash flow, idet indtjeningen fra de initiale investeringer skaber en forbedret indtjening, i form af bedre EBIT-margin. Tilmed er ændringen i arbejdskapitalen positiv, idet JC som nævnt arbejder på bedre lagerstyring og leverandøraftaler. Investeringerne vil dog være høje over hele forecastperioden, idet JC forventes at åbne 10 butikker årligt, hvilket kræver kapital.

8.2.2 Kapitalomkostning

Til stand-alone værdiansættelsen af JC's ovenstående frie cash flow, skal den rette kapitalomkostning estimeres, hvilket fremgår af app. 15.14. Ligesom ved MK, vil der til teorien ikke foretages en dybdegående gennemgang, men løbende inddrage denne i nedenstående estimering af JC's kapitalomkostning. Den anvendte skatteprocent er den engelske selskabsskat på 20% (GOV, 2018b).

8.2.2.1 Risikofri rente

Som det gjorde sig gældende ved MK, anvendes den samme risikofrie rente over hele perioden. Idet JC er et engelsk selskab og dermed er eksponeret overfor udviklingen af det engelske marked, anvendes den 10-årige UK statsobligation. Hertil skal det dog pointeres, at JC sælger deres varer globalt, hvorfor der ikke er en en-til-en sammenhæng mellem udviklingen af den engelske

økonomi og JC's drift. Alternativt kunne den amerikanske 10-årige statsobligation være anvendt. Dog understøttes anvendelse af den 10-årige UK statsobligation ligeledes af vigtigheden af, at vælge en risikofri rente i samme valuta som virksomhedens cash flow, jf. afsnit 2.1.1. Tilmed er JC noteret på London Stock Exchange (LSE), hvorfor mange investorer er fra England. Det argumenteres derfor, at den risikofrie investering skal reflektere investorens alternativomkostning og at denne 10-årige statsobligation er en alternativ risikofri investering for engelske investorer.

Ifølge Bloomberg (2018c) har den nuværende 10-årige UK statsobligation en rente på 1,33% d. 31/10-2017. Dette afspejler, ligesom det var tilfældet ved MK, et unikt finansielt lavrentemiljø, hvorfor et 5-årigt vægtet gennemsnit af afkastet på 10-årige engelske statsobligationer anvendes, resulterende i en risikofri rente på 1,76% som anvendes til estimering af JC's egenkapitalomkostning jf. app. 15.14.

8.2.2.2 Markedsrisikopræmie

I både teoriafsnittet og ovenfor i estimeringen af MK's kapitalomkostning redegøres for metoder til fastsættelse af markedsrisikopræmien. Til estimering af JC's egenkapitalomkostning anvendes ligeledes både implied valuation metoden og survey metoden. Til førstnævnte metode anvendes Damodaran (2017c) der estimerer en markedsrisikopræmie på 5,65% for England. Fernandez et al. (2017) anvender survey metoden og forventer en markedsrisikopræmie på 5,90%, tilmed forventer Dimson et al. (2017) vha. survey metoden en markedsrisikopræmie på 2,80%, hvilket vurderes at være relativt lavt og anvendes dermed ikke yderligere. Et gennemsnit på 5,78% af de valgte forventede markedsrisikopræmier anvendes.

Tabel 8.8 - Jimmy Choo, Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmie	
<i>Implied:</i>	
Damodaran	5,65%
<i>Survey:</i>	
Fernandez	5,90%
Dimson	2,80%
Gennemsnit	5,78%

Kilde: Damodaran (2017c), Fernandez et al. (2017) og Dimson et al. (2017) samt egen tilvirkning

8.2.2.3 Beta

JC har som nævnt været handlet offentligt siden børsintroduktionen d. 19/10-2014, hvilket gør det muligt at hente ugentlige aktieafkast siden denne dato. Ligeledes anvendes MSCI World indekset som markedsafkast, idet JC både har global driftsaktivitet og indekset anvendes til estimering af beta for peers. Estimeringen af beta jf. app. 15.14 involverer samme udfordringer som gjorde sig gældende ved MK, idet JC's råbeta estimeres til 0,18. Denne råbeta inkluderer data fra efter offentliggørelsen af akkvisitionen, hvilket indebærer en effekt på 19% stigning på offentliggørelsesdagen, hvor aktiekursen stiger til opkøbsprisen på 230 pence pr. aktie.

Da JC værdiansættes som stand-alone enhed, frasorteres disse data, hvilket bevirker en justeret råbeta på 0,17. Denne endelige råbeta har dog en usædvanligt lav forklaringsgrad på 0,000325, hvorfor der er stor usikkerhed i dette estimat. Beta er som nævnt meget sensitiv overfor den valgte tidsperiode samt frekvens og der anbefales derfor en tidsperiode på 5 år jf. afsnit 2.1.1. Da JC kun har været børsnoteret siden efteråret 2014, har dette ikke været muligt, tilmed har kun 38% af

aktierne været offentligt handlet, idet majoriteten var holdt af tidligere storaktionærer JAB Luxury, jf. kapitel 4. Dette betyder en relativt illikvid aktie, hvilket kan forklare hvorfor beta estimatet vurderes at være lavt.

Grundet det lave estimat foretages justeringer til den endelige råbeta og trods det usikre grundlag beregnes en 52-weeks rolling beta, hvilket opjusterer beta til 0,32. Rolling beta er ligeledes estimeret for en udvalgt peer group, der består af Salvatore Ferragamo, Tod's og Inter Parfums. Disse er aktører i luksusbranchen og de to førstnævnte peers har størstedelen af deres omsætning i sko, ligesom JC. Sidstnævnte peer er primært kosmetik og parfume, en produktkategori JC ligeledes agerer inden for. Beta for peers er ligeledes usædvanligt lave jf. app. 15.13.

For at rette op på det fortsat lave beta estimat foretages beta smoothing, jf. afsnit 2.1.1 og dette opjusterer beta yderligere til 0,44. Hertil skal effekten af kapitalstrukturen elimineres, hvorfor beta unlevered udregnes til 0,40 hvilket er svarende til beta uden gældsrisiko. Denne beta vurderes fortsat meget lav, hvorfor det anses for relevant at inddrage estimeret fundet gennem eksterne kilder for beta på JC såvel som på skobranchen. EY (2016) estimerer JC's beta til 1,26, hvilket vil sige at JC aktien stiger mere end markedet og understøtter forklaring af beta på luksusvarer nævnt ved MK. Tilmed estimerer Damodaran (2017d) beta for skoindustrien til 0,96. Et gennemsnit af disse på 1,11 anvendes som endeligt beta for JC, idet dette anses for mere retvisende end egne estimer.

8.2.2.4 Selskabsspecifikt risikotillæg

Den selskabsspecifikke risiko er beregnet ud fra JC's historiske EBIT coverage ratio jf. app. 15.14 (Damodaran, 2018a). Da der forekommer store udsving i den bogførte værdi af kapitalstrukturen, bliver den endelige rating meget fluktuerende på tværs af år. Derfor anvendes et vægtet gennemsnit hvor de seneste to år meget relative lave spreads tildeles en vægtning på 65%. Dette giver et spread på 5,38%, hvilket er højt relativt til MK, dog har JC også en anden kapitalstruktur der indebærer en højere gearing (D/E), hvilket forklarer dette højere risikotillæg.

8.2.2.5 Kapitalstruktur

JC's historiske kapitalstruktur er relativt stabil, hvorfor det seneste regnskabsår vurderes at være en langsigtet ønsket kapitalstruktur. Af denne grund anvendes E/V ratio på 79% og D/V ratio på 21%, hvilket fremgår af app. 15.14.

8.2.2.6 WACC

De ovenfor udledte input til estimering af kapitalomkostningen anvendes til at beregne JC's WACC til en værdi på 7,65%:

$$WACC = \frac{D}{V} r_d (1 - t) + \frac{E}{V} r_e = 21\% \cdot 7,14\% \cdot (1 - 20\%) + 79\% \cdot 8,17\% = 7,65\%$$

Denne WACC vurderes at være retvisende idet EY (2016) estimerer kapitalomkostningen for JC til at være 8,1%. WACC på 7,65% anvendes derfor til værdiansættelse af JC's frie cash flow, trods der er usikkerhed forbundet med denne jf. afsnit 2.1.1.

8.2.3 Værdien af Jimmy Choo stand-alone

Ligesom det var tilfældet ved MK, er DCF-værdiansættelse nu muliggjort JC, idet alle komponenterne i værdiansættelsesmetoden er udledt og estimeret. Det frie cash flow blev forecastet i afsnit 8.2.1.5 og dette tilbagediskonteres med ovenstående WACC for at finde værdien af egenkapitalen for JC. Der forudsættes i værdiansættelsen en konstant WACC jf. afsnit 2.1.1. Tilmed opnås steady state i terminalperioden med en vækstrate på 5%, hvilket er over den langsigtede inflationsrate.

DCF-modellen estimerer værdien af JC's egenkapital pr. 31/10-2017 til GBP 620.398.076 jf. app. 15.12, hvilket er kontrolleret ved anvendelse af RIDO-metoden. Dette er den estimerede markedsværdi af JC som stand-alone enhed og er svarende til en aktiekurs på 164 pence, denne værdi er ligesom ved værdiansættelsen af MK justeret til 31/10-2017.

Værdien kan sammenlignes med den faktiske aktiekurs pr. 21/04-2017, som er dagen før JAB Luxury annoncerede påbegyndelsen af salgsprocessen af JC (JAB, 2017). Denne var 168,5 pence, hvorfor den estimerede værdi kun undervurderer JC med 3% ift. markedsværdien af egenkapitalen, hvilket indikerer, at denne sammenligningsdato kan vurderes retvisende, idet kursdata efter denne annonceringsdato vil indeholde støj i form af spekulation om, hvorvidt et evt. opkøb af JC kan skabe synergieffekter. Ydermere bør det påpeges, at der er stor usikkerhed forbundet med estimatet og der tages særskilt højde for disse risici i afsnit 11.3.1, der indebærer en følsomhedsanalyse.

8.3 Delkonklusion

I nedenstående tabel 8.1 opsummeres de vigtigste forudsætninger til forecastet af virksomhederne som stand-alone enheder. MK's omsætningsvækst er primært drevet af en forventning om netto butikslukning og negativ omsætningsvækst, hvilket skyldes mindre fokus på wholesale kunder. Dette opvejes af en forventet fremgang i retail segmentet, der foruden øget butikssalg drives af eCommerce. Lukningerne af butikker udfordrer EBIT-marginen, der forventes at forværres i de første forecast år, men forventes at forbedres efterfølgende.

Tabel 8.9 - Sammenligning af stand-alone værdiansættelser

	Michael Kors	Jimmy Choo
Forecast forudsætninger	• Net. lukning af butikker frem til 19 • Negativ omsætningsvækst i 17/18 • Fremgang i retail • Tilbagegang i wholesale og licens • Faldende EBIT-margin i 17/18	• Fremgang i retail: - Åbning af 10 butikker årligt - Fremgang i eCommerce • Fremgang i wholesale og licens • Forbedret EBIT-margin
Kapitalomkostning:	WACC = 7,87%	WACC = 7,65%
Kapitalstruktur	D/V: -8% E/V: 108%	D/V: 21% E/V: 79%
Markedsrisikopræmie	5,39%	5,78%
Risikofri rente	2,17%	1,79%
Beta	0,99	1,11
Skattesats	20%	20%
Selskabsspecifikt risikotillæg	0,54%	5,38%
DCF-værdiansættelse, EqV	USD 7.182 mio.	GBP 620 mio. (USD 841 mio.)

Kilde: Egen tilvirkning

Ydermere er de forskellige input til kapitalomkostningen opsummeret ovenfor, hvor det selskabsspecifikke risikotillæg vurderes at være den væsentligste forskel mellem de to virksomheder. Det selskabsspecifikke risikotillæg repræsenterer to yderpoler, idet MK, grundet virksomhedens net cash, er forbundet med meget lille risiko hvorfor det selskabsspecifikke risikotillæg er meget lavt. Modsat dette har JC gæld og er tilmed en mindre aktør hvor udviklingen i sko-segmentet er altafgørende, hvilket medfører et højt risikotillæg. Begrundelsen for MK's kapitalomkostning skal især findes i den høje ROE samt lave gældsniveau, mens JC har en højere gældsætning og lavere ROE, hvilket forklarer hvorfor MK's kapitalomkostning er relativt højere. MK værdiansættes til USD 7.182 mio. og JC til GBP 620 mio., hvilket omregnet svarer til USD 841 mio.

9 Konsolideret forecast og vurdering af synergieffekter

Nedenfor udarbejdes det sidste og afgørende step i analysen af MK's akkvisition af JC, idet det særligt interessante ved transaktionen er den merværdi, der opstår i form af synergieffekter. For at være i stand til at isolere værdien af synergieffekterne, er det nødvendigt med en konsolideret værdiansættelse af MK, hvor JC's regnskaber ligeledes er indeholdt efter akkvisitionstidspunktet. Efterfølgende analyseres og vurderes de væsentligste synergieffekter, samt deres akkumulerede effekt for året, på enten omsætningen eller omkostningerne for MK som konsolideret virksomhed.

Proforma 2017 regnskab

Akkvisitionen blev som tidligere nævnt offentliggjort d. 25/07-2017, mens fuld indregning af JC i MK's regnskaber først fandt sted i slutningen af kalenderåret 2017, navnlig november og december. Tredje kvartal for MK, svarende til kalenderåret oktober, november og december er de aktuelle regnskabstal, hvor JC er indregnet som fuldt konsolideret selskab. Derfor vurderes disse konsoliderede regnskabstal særdeles relevante og brugbare for værdiansættelsen af den konsoliderede virksomhed, men da der blot er tale om to måneders indregning af JC kræves justering til indregning på helårsbasis samt korrektion for sæson.

De indregnede november-december regnskabstal for JC skal selvfølgelig fratrækkes i MK's oplyste regnskabstal for 3. kvartal, for herved at 'rense' for disse, så disse tal ikke indgår dobbelt i estimeringen af det konsoliderede proforma 2017 regnskab. De tekniske forberedelser af dette såkaldte proforma 2017 regnskab for den konsoliderede virksomhed findes i app. 15.15.

Hertil skal det påpeges, at der, til estimering af proforma regnskab og de forventelige synergieffekter efter MK's akkvisition af JC, er foretaget en valutaomregning af JC's regnskabstal fra GBP til USD for herved at gøre regnskabstallene sammenlignelige og anvendelige i estimeringen af konsoliderede synergieffekter.

Forecast og vurdering af synergieffekter

Nedenfor vurderes og forecastes synergieffekterne, der opstår som effekt af akkvisitionen af JC. Forecastet MK som konsolideret virksomhed fremgår af app. 15.18. Disse med udgangspunkt i de konsoliderede regnskabstal og estimerede proforma 2017 regnskab. Hertil skal det bemærkes, at det antages, at langt størstedelen af synergieffekterne forventes ikke at være indeholdt i de rapporterede kvartalstal, hvor JC er indregnet i to måneder. Dette idet fuld integration og effekt af synergieffekterne ikke forventes realiseret allerede efter to måneder, hvorfor synergieffekter vurderes først at være synlige i forecastperioden.

De i forecastperioden vurderede værdidrivere er estimeret med udgangspunkt i de tidligere vurderede forecast af MK stand-alone jf. afsnit 8.1, hvilket ligeledes karakteriseres som organisk vækst jf. senere afsnit 11.1, hvortil de analyserede synergieffekter tillægges. Dette begrundes ud fra afhandlingens formål, at identificere og analysere værdien af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC, hvorved JC efter konsolideringen kan antages at indgå under samme vilkår og forudsætninger som deres *parent* MK er eksponeret overfor. Dette sammenkoblet med at begge virksomheder som stand-alone, vurderes at have været eksponeret overfor samme eksterne faktorer og udviklingstendenser jf. strategisk analyse, hvor en samlet ekstern analyse blev foretaget, understøtter argumentet om udgangspunktet i MK.

9.1 Market power synergieffekter

Som påpeget tidligere, omhandler *market power synergieffekter* opnåelsen af fordele ved udnyttelse af markedsposition på forretningsniveau.

Omsætningssynergieffekter

Brand Image

I den strategiske analyse blev der konkluderet for både MK og JC, at deres respektive brand images udgør en vedvarende konkurrencemæssig fordel for de særskilte virksomheder, om end disse to brands' primære omsætning stammer fra to forskellige prispunkter; premium og luksus. At varetage og udvikle dette unikke brand image, anses derfor for værende særdeles vigtigt at holde fokus på som konsolideret virksomhed, idet svækkelse af JC's brand image kan være fatalt for omsætningen.

JC bliver nu associeret med et premium brand, hvilket kan vurderes at være en risiko i form af negativ påvirkning på JC's luksus brand image. Når dette er bemærket, må det antages, at de to brands fortsat kommer til at syne udadtil, som to separate enheder og derved ligeledes to separate brands, idet det kan forventes, at det formentlig kun er investorer og ikke slutbrugeren, der er bevidst om, at virksomhederne fremadrettet er slået sammen.

Ovenstående begrundes ved sammenligning til peers, såsom Tapestry, LVMH og Kering, der alle succesfuldt opererer inden for både premium- og luksusbrands. Førstnævnte peer vurderes at udgøre samme konstellation som MK efter akkvisitionen, idet selskabet udgjorde premium brand Coach indtil akkvisition af luksus skobrandet Stuart Weitzmann (Tapestry Inc., 2017). Dette premium brand har succesfuldt fungeret som *parent* til luksus brandet, hvilket vurderes ud fra omsætningsstigning og yderligere opkøb efterfølgende. Det vurderes derfor at MK kan varetage JC's brand image, men at der ikke opstår en særskilt synergieffekt herfra.

Positionering

Efter akkvisitionen af JC kommer MK til at have en stærkere position i luksusbranchen. Dette både i form af større omsætning men også øget geografisk- og produktomfang. I den strategiske analyse blev det analyseret, at denne branche er konsolideret og dermed kendetegnet ved nogle store aktører, der driver mere end blot et luksus brand. MK bidrager til denne konsolidering af branchen ved deres første akkvisition og dette medfører en stærkere profil i branchen. Dette positionerer MK stærkere overfor konkurrenter og dermed ligeledes de substituerende produkter jf. strategisk analyse, hvilket forventes at bidrage positivt til omsætningen for den konsoliderede virksomhed.

De tidligere nævnte peers har udnyttet deres status som konsoliderede virksomheder til målrettede positioneringer af de enkelte brands, hvilket har medført en mere solid brand perception, der danner grundlag for styrket salg (Ijaouane & Kapferer, 2012). Det samme vurderes muligt for MK, at positionere begge brands korrekt i luksusbranchen for dermed at optimere omsætningen for begge brands.

Tabel 9.1 - Market Power synergieffekter (Oms.)

Omsætningssynergieffekter	Effekt
Brand Image	→
Positionering	↑

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Effekten af Market Power synergier illustreret vha. pile: positiv (opad), neutral (vandret) eller negativ (nedad)

Ovenstående vurderede synergieffekter; *brand image* og *positionering* forventes derfor at foranledige et forecast af *market power* omsætningssynergieffekter på 0,5% hvorefter denne vil stagnere til 0% i terminalperioden.

Omkostningssynergieffekter

Forhandlingsstyrke overfor leverandører

I luksusbranchen er *market power synergier* ikke ligeså signifikante som i andre brancher jf. afsnit 3.3.3.2, dog forekommer synergierne på omkostningssiden i form af øget forhandlingsstyrke overfor leverandører, hvilket MK som konsolideret virksomhed forventes at drage fordel af. Den øgede forhandlingsstyrke vurderes at være realiserbar overfor leverandører, idet den konsoliderede virksomhed forventes at kunne samle visse indkøb, uden at det vil påvirke deres respektive brand perceptioner negativt. Et større indkøb forventes dermed at give en synergi i et vist omfang, men forventes ikke at fusioneres fuldkomment, idet der er tale om luksus, hvor differentiering og brandværdi først tilægges senere i forsyningskæden, i form af design og ekspertise for branding. Det vurderes derfor at være muligt for MK at opnå omkostningsbesparelser i et mindre omfang som følge af samlet indkøb.

Forhandlingsstyrken i retail segmentet vurderes ligeså at blive forbedret, idet MK som konsolideret virksomhed nu har mulighed for at åbne flere butikker på samme lokationer. I den strategiske analyse blev det nævnt, at butikker i luksusbranchen ofte er at finde i samme områder og centre, hvorfor MK efter akkvisitionen af JC nu har mulighed for at åbne flere end blot en butik i disse områder og eventuelle nye centre. Dette giver den konsoliderede virksomhed en fordel i form af øget forhandlingsstyrke i forbindelse med etablering af nye butikker og formodentlig en mindre omkostningsforbedring som afledt effekt heraf.

Tabel 9.2 - Market Power synergieffekter (Omk.)

Omkostningssynergieffekter	Effekt
Forhandlingsstyrke	↑

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Effekten af Market Power synergier illustreret vha. pile: positiv (opad), neutral (vandret) eller negativ (nedad)

Ovenstående vurderede synergieffekt; *forhandlingsstyrke overfor leverandører* forventes derfor at foranledige et forecast af *market power* omkostningssynergieffekter på 0,5% frem til 2022, hvorefter denne vil stagnere på 0% frem til terminalperioden.

9.2 Operationelle synergieffekter

Operationelle synergieffekter involverer, som nævnt tidligere, rationalisering af den kombinerede drift, hvilket forekommer ved udnyttelse af driftsrelaterede ressourcer på tværs af relaterede virksomheder, hvorved performancefordele opstår.

Omsætningssynergieffekter

Cross-selling

Med MK som *parent* til JC skabes en mulighed for cross-selling, idet den konsoliderede virksomhed kan benytte sig af muligheden for at anvende de allerede etablerede distributionskanaler for MK til ligeledes at omsætte produkterne for JC brandet og omvendt ligeså.

Cross-selling anses især som en mulighed inden for wholesale segmentet, idet den konsoliderede virksomhed kan sælge begge brands; JC og MK gennem allerede eksisterende distributionskanaler ved at udnytte allerede etablerede distributionskanaler og kontakter. Som nævnt i den strategiske analyse besidder MK en særlig kompetence i at skabe stabile og loyale forhold til wholesale kunder, hvorved virksomhedens produkter forhandles i shop-in-shops, hvilket tillader MK at komme ud til en stor kundeskare på relativt kort tid. Disse relationer og etablerede distributionskanaler kan virksomheden drage fordel af, ved ligeledes at forhandle JC's brandede produkter på disse lokationer og herved øge distributionen af JC samt skabe en øget mulighed for cross-selling på disse lokationer.

Muligheden for cross-selling anses dog ikke at være gældende for retail segmentet, idet det, som nævnt i forbindelse med vurderingen af brand image synergieffekter, anses for værende særligt essentielt at varetage og udvikle de unikke brand images særskilt, grundet deres to forskellige prispunkter; premium og luksus. Dette kan ligeledes begrundes ved sammenligning til virksomhedens peers, hvilke ligeledes har bibeholdt særskilte retailbutikker efter lignende akquisitioner, hvorfor cross-selling gennem fælles butikker ikke vurderes at være en mulighed for retail segmentet. Ligeledes vurderes cross-selling at være en mulighed i forbindelse med de to brands' licensaftaler.

Tabel 9.3 - Segmenter efter akkvisitionen

	Retail	Wholesale	Licensaftaler
Michael Kors	57%	40%	3%
Jimmy Choo	67%	29%	4%
Total efter akkvisition	58%	39%	3%
Ændring	1%	-1%	0%

Kilde: Egen tilvirkning

Størstedelen af virksomhedernes omsætning stammer fra retail segmentet, hvorved udnyttelse af de respektive virksomheders distributionskanaler gennem cross-selling og de herved mulige omsætningssynergieffekter på både licens- og wholesale segmentet kan øge omsætningsandelen på disse segmenter og herved diversificere kilderne til omsætningen.

Produktdiversifikation

I forlængelse af ovenstående cross-selling synergieffekter forventes virksomheden ligeledes at opnå en større diversificering af produktkategorier.

Tabel 9.4 - Produktkategorier efter akkvisitionen

	Accessories	Apparel	Footwear	Licensed products
Michael Kors	70%	12%	11%	6%
Jimmy Choo	25%	0%	75%	0%
Total efter akkvisition	66%	11%	17%	6%
<i>Ændring</i>	-5%	-1%	7%	-1%

Kilde: Egen tilvirkning

Der ses en mulighed for at øge diversificeringen af produktkategorier efter MK's akkvisition af JC, idet 75% af JC's omsætning kommer fra skokategorien, mens MK's andel heraf udgør omtrent 11%, hvorved konsolideringen forventes at øge omsætningen for skokategorien og dermed dennes andel af omsætning med 7% til en andel efter konsolidering på 17%. Ligeledes kan tilbehørskategorien nævnes, da denne produktkategori udgør omtrent 70% af MK's omsætning og kun 25% for JC. Det forventes derfor, at konsolideringen vil mindske tilbehørskategoriens andel af omsætningen med 5% til en andel efter konsolidering på 66%.

Konsolideringen forventes derfor at skabe en øget diversificering af produktkategorier i form af en mindsket andel af tilbehørskategorien og en samtidig øget andel af skokategorien, hvilket tilmed afspejler en ligeledes diversificering i JC's og MK's kerneprodukter og produktkompetencer. Overordnet set omfatter fordelene ved denne forventelige diversificering af produktkategorier balance i produktsortimentet. Ved at have en mere diversificeret produktkategori reduceres virksomhedens samlede risiko, idet virksomhedens salg er særligt præget af sæsonudsving og ændringer i trends og forbrugerpræferencer jf. den strategiske analyse, hvorved virksomheden vil opnå en mere robust position i forhold til fluktuationer i disse. Det forventes desuden, at MK vil kombinere og drage fordel af den i VRIO analyserede *Celebrity Factor*, hvilken analyseres som særskilt synergieffekt i app. 15.16.

Markedspenetrering

Som endnu et led i diversificering af produktkategorier kan det nævnes, at både MK og JC har som mål fortsat at fokusere og øge penetreringen inden for segmentet for mænd. MK besidder erfaring inden for beklædning til det mandlige segment, mens JC har erfaring inden for sko hertil. Som nævnt i tidligere afsnit, var det mandlige segment den hurtigst voksende produktkategori for JC i 2016, dog med yderligere mulighed for penetrering heraf, da der ses en tendens til, at mænd bliver mere modebevidste jf. strategiske analyse. Dette vurderes derfor at være en mulighed for omsætningssynergi, ved at virksomheden gennem fællesskab og vidensdeling, hurtigere og bedre kan nå et fælles strategisk mål om markedspenetrering inden for segmentet for mænd, som allerede inden konsolidering forelå som et fælles mål.

Prisdiversifikation

I forlængelse af ovenstående synergier i form af produktdifferentiering og markedspenetrering opstår der ved akkvisitionen desuden prisdiversifikation. Dette idet MK's, som tidligere nævnt, primære salg stammer fra premium produkter, hvorimod al omsætning fra JC er drevet af luksus produkter. Den konsoliderede virksomhed kommer dermed til at række ud efter forskellige kundegrupper, segmenteret efter pris. Dette skaber en diversifikationseffekt, idet MK efter akkvisitionen spreder risikoen for tilbagegang i salget, forårsaget af kundepræferencer for enten premium eller luksus produkter. Synergieffekten herfra forventes at være positiv og vurderes som

en form for risikoafdækning i tider hvor kunderne foretrækker premium fremfor luksus og omvendt. Tilmed i lavkonjunkturer forventes salget i luksuskategorien af være dalende og kunderne forventes at købe *ned* til premium.

Geografisk ekspansion

Efter MK's akkvisition af JC kan virksomheden ydermere forventes at opnå en omsætningssynergi i form af større diversificering af deres geografiske placering.

Tabel 9.5 - Regioner efter akkvisitionen

	USA	Europa	Asien
Michael Kors	70%	21%	9%
Jimmy Choo	29%	41%	30%
Total efter akkvisition	66%	23%	11%
Ændring	-4%	2%	2%

Kilde: Egen tilvirkning

Det forventes, at virksomheden efter konsolideringen vil øge diversificeringen af den geografiske placering, idet 41% og 30% af JC's omsætning genereres i hhv. Europa og Asien, mens MK's andel heraf udgør omtrent hhv. 21% og 9%. Konsolideringen forventes derfor, at øge omsætningen på det europæiske og asiatiske marked og herved ligeledes disses andele med 2 procentpoint til en andel efter konsolidering på hhv. 23% og 11%. Omvendt forventes virksomhedens eksponering overfor det amerikanske marked at blive reduceret med 4 procentpoint til en andel efter konsolidering på 66%, idet MK's omsætning i USA udgør 70% og kun 29% for JC.

MK vil derfor efter konsolidering opnå en større global eksponering og herved reducere virksomhedens afhængighed til udviklingen og omsætningen på det amerikanske marked. Omvendt vil denne synergieffekt forventes at have en positiv indflydelse på den konsoliderede omsætning, eftersom virksomheden vil opnå en større eksponering på det europæiske og asiatiske marked, hvilket sammenkoblet med de øgede muligheder for vækst i disse geografiske områder jf. den strategiske analyse, kan forventes at skabe yderligere mulighed for omsætningssynergieffekter. Fordele ved denne diversificering er ligesom ved synergieffekten i form af diversificering af produktkategorier balance, hvorfor der refereres hertil og ikke uddybes yderligere i dette afsnit.

Butiksom sætning pr. kvadratmeter

JC har initialt en større synlighed i Europa i forhold til USA, hvilket ses at være en omvendt situation for MK.

Tabel 9.6 - Antal butikker efter akkvisitionen

	Total	Europa	Asien	USA
Michael Kors	827	201	228	398
Jimmy Choo	150	48	64	38
Total efter akkvisition	977	249	292	436

Kilde: Egen tilvirkning

Størstedelen af virksomhedens butikker vil efter konsolideringen bestå af MK butikker på omtrent 85%. Det er derfor forventeligt, at MK efter konsolideringen vil opleve et øget antal af butikker

straks efter akkvisitionen, stadig med de fleste placeringer af butikker i USA og herefter Asien og Europa, samtidig med at virksomheden vil se en mulighed for at åbne flere JC butikker, hvilket MK har udtalt som strategi ifm. akkvisitionen (Michael Kors, 2017c). I stand-alone værdiansættelserne forventedes både MK og JC at åbne nye butikker. Der kan hertil forventes en synergi i form af, at virksomheden efter konsolideringen vil være mere professionelle og hurtigere til at få de nye butikker fuldt etableret og dermed omsætningsdygtige.

Tabel 9.7 - Omsætning pr. kvadratmeter

(USDm)	Omsætning	Gnm. kvm pr butik	Oms/kvm
Michael Kors	4494	2294	2,0
Jimmy Choo	493	100	4,9

Kilde: Egen tilvirkning

Ydermere kan der kastes et blik på de to stand-alone virksomheders omsætning pr. kvadratmeter, hvilken er en særdeles anvendt salgsestimeringsmetode i retailbranchen, som indikerer den gennemsnitlige omsætning, som virksomheden skaber for hver kvadratmeter. I planlægningen ifm. en virksomheds fysiske butikker er mængden af butiksareal et af de vigtigste og endda sværeste faktorer at vurdere, idet for meget plads kan syne en tom butik mens en omvendt alt for lille butik kan syne overfyldt. En balance heraf, opvejet mod omkostninger forbundet hermed, er derfor yderst vigtig afhængig af branche og signalværdi.

Ud fra ovenstående tabel 9.7 kan det derfor vurderes, at JC's drift af retail er langt mere effektiv til at skabe omsætning med mængden af salgsareal til rådighed for dem, sammenlignet med MK. Det forventes derfor, at MK efter konsolidering kan drage nytte af denne viden og erfaring og herved optimere deres salg pr. kvadratmeter gennem en mere effektiv ledelse i markedsføring og display af virksomhedens produkter i deres butikker. Ligeledes kunne denne lave omsætning pr. kvadratmeter skabe en forventning om, at MK ikke nødvendigvis har behov for butikker i samme størrelsesorden som hidtil og herved vil nedjustere antallet af kvadratmeter pr. butik.

Tabel 9.8 - Operationelle synergieffekter (Oms.)

Omsætningssynergieffekter	Effekt
Cross-Selling	↑
Produktdiversifikation	↑
Markedspenetrering	↑
Prisdiversifikation	↑
Geografisk ekspansion	↑
Butiksomsætning pr. kvm.	↑
Celebrity Faktor	↑

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Effekten af Operationelle synergier illustreret vha. pile: positiv (opad), neutral (vandret) eller negativ (nedad)

Ovenstående vurderede synergieffekter; *cross-selling*, *diversificering af produkter*, *markedspenetrering*, *prisdiversifikation*, *diversificering af geografisk placering*, *celebrity factor* og *omsætning pr. kvadratmeter*

forventes derfor at foranledige et forecast af *operationelle* omsætningssynergieffekter på 1% de næstkommende år, hvorefter denne vil stagnere til 0% frem til terminalperioden. En realisering af disse synergier kræver naturligvis butiksinvestering eksempelvis ift. nyetablering samt yderligere synliggørelse af disse to brands, hvilket behandles i nedenstående afsnit.

Omkostningssynergieffekter

eCommerce

Hverken MK eller JC oplyser, hvor store omkostningerne er i forbindelse med onlinesalg, men de må forventes at være lavere end salg i fysiske butikker, idet disse kræver både husleje og salgspersonale. Der er dog omkostninger i forbindelse med vedligeholdelse og udvikling af de respektive online salgsplatforme. Disse interne teams forventes at kunne sammenlægges helt eller delvist, hvilket vil medføre omkostningsbesparelser for den konsoliderede virksomhed. Dette vurderes muligt, da det hovedsageligt er designet på hjemmesiderne, der har indflydelse på brand image samtidig med at eCommerce teamet agerer som en supportfunktion for virksomheder. Herudover kunne der ligeledes være tale om en omsætningssynergi ved link til hinandens hjemmesider, for dermed at lede MK's kunder mod JC og omvendt ligeså. Dette vurderes dog ikke at være en realitet, da det på længere sigt vil skade brand imaget at positionere premium produkter sammen med luksus produkter.

Indkøb, produktionspartnere og varelager

Umiddelbart kunne indkøb, produktionspartnere og varelager forventes at integreres fuldkomment efter en akkvisition i samme branche, men her vurderes luksusbranchen at adskille sig fra andre brancher. Risikoen for et svækket brand image vurderes for stor ved total sammenlægning, hvorfor det må forventes kun delvist at sammenlægges. Det vurderes derfor, at synergieffekterne i form af omkostningsbesparelser ikke vil være direkte, men derimod vil virksomhederne kunne drage fordel af hinandens erfaring angående eksempelvis lagerstyring. Tilmed kan virksomhederne udnytte hinandens varelagre i forskellige geografiske områder, hvilket anses som en klar fordel fremfor etablering af nye lagre, hvis der er overskud af kapacitet på et allerede eksisterende varelager.

Administration og IT systemer

Den generelle administration, herunder HR og økonomi, vurderes ikke at have stor indflydelse på hverken MK eller JC's brand image, hvorfor det antages at være sandsynligt at sammenlægge administrationen, hvilket betyder proportionelt færre medarbejdere. Hvert brand vil forventes fortsat have en CEO, hvorfor centralisering kun forventes i et lille omfang. Omkostninger til IT-systemer vurderes dog at kunne reduceres, idet JC forventes at skulle integreres i MK's nuværende og fremtidige IT-systemer. Dette vil medføre en initialomkostning ved integrationen af JC, men på længere sigt vil dette skabe overensstemmelse og konsistens for forretningsgangen og arbejdsmetoderne i den konsoliderede virksomhed.

Integration af JC forventes at medføre en række initiale omkostninger, hvorfor en negativ synergieffekt opstår heraf. På længere sigt forventes omkostningsbesparelser i et mindre omfang i forbindelse med administration og IT systemer.

Marketing

Markedsføringen for begge virksomheder har et tæt bånd til brand image, hvorfor disse teams er i fuldkommen overensstemmelse. Det vurderes derfor ikke muligt at sammenlægge de to virksomheders marketingsafdelinger, hvilket begrundes med tidligere analyse af den afgørende betydning af brand image. MK og JC vurderes dog at kunne drage fordel af hinandens erfaring og ekspertise også inden for marketing. Tilmed kan de udnytte fælles ressourcer, såsom specielle marketingprogrammer samt stærkere position overfor marketingbureauer og magasiner. MK havde i 2016 marketingsomkostninger på USD 124 mio., hvoraf 96% af disse omkostninger relaterede sig til marketing rettet mod slutforbrugeren og dermed tilhørte retail. Den resterende del var marketing rettet mod wholesale kunder og denne andel er, som tidligere nævnt reduceret som et aktivt strategisk tiltag. Det forventes dermed at JC vil følge samme strategi og langt størstedelen af marketing for den konsoliderede virksomhed vil været rettet direkte mod slutkunderne.

Designteam

På trods af, at både MK og JC har omkostninger forbundet med deres designteam, vurderes det ikke relevant at sammenlægge deres designafdelinger. Samme argument som tidligere danner grundlag for denne vurdering, idet brand image vurderes at svækkes, hvis virksomhederne ikke har mulighed for at udvikle og bibeholde det unikke ved de særskilte brands og produkterne. Derudover tillægges der stor værdi til design og udvikling af nye produkter inden for modebranchen og særligt inden for branchen for *personlig luksus*, hvilket ligeledes understøtter argumentet i, at en sammenlægning af virksomhedernes designteam ikke er en mulighed, idet det for luksusbrands er yderst essentielt, at designerne og produktudviklerne bevarer deres kreative frihed til netop at bibeholde udvikling af produkter, der kendetegner netop det specifikke brand image. Det forventes at der fremadrettet vil være en kreativ direktør for hvert brand og at Sandra Choi fortsat sætter sit præg på JC's designs og visa versa. Der forventes derfor ikke nogle omkostningsbesparelser for den konsoliderede virksomhed, hvad angår omkostninger til design af produkter.

Tabel 9.9 - Operationelle synergieffekter (Omk.)

Omkostningssynergieffekter	Effekt
eCommerce	→
Indkøb, Produktion & Varelager	↑
Administration & IT	↓↑
Marketing	→
Designteam	→

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Effekten af Operationelle synergier illustreret vha. pile: positiv (opad), neutral (vandret) eller negativ (nedad)

Effekten af disse ovenstående synergieffekter i form af omkostningsbesparelser er estimerede ved at sammenligne til lignende akkvisitioner og forventes at foranledige et forecast af *operationelle* omkostningssynergieffekter på -1% frem til 2019, hvorefter denne effekt vender til 1% frem til 2022 for herefter at stagnere på 0%. Dette indikerer, at det ikke er omkostningssynergier, der er de mest væsentlige i denne akkvisition, hvilket ligeledes er tendensen i luksusbranchen jf. afsnit 3.3.

Ijaouane & Kapferer (2012) adresserer dette emne og konkluderer, at synergier inden for luksus ikke handler om omkostningsbesparelser, idet disse ikke kan gennemføres for enhver pris, da det kan skade brandet. Dette opvejes af luksusbranchen høje marginer, hvorfor det ikke er nødvendigt at søge efter omkostningsbesparelser men i stedet holde fokus på mersalg.

9.3 Ledelsessynergieffekter

Ledelsessynergieffekter involverer, som nævnt tidligere, udnyttelsen af ledelsesmæssige ressourcer på tværs af relaterede virksomheder, hvorved den samlede performance kan forbedres.

Vidensdeling af ekspertise

Overordnet set kan vidensdeling siges at skabe grobund for nytænkning og er med til at styrke virksomhedens medarbejders og ledelses potentiale. Viden kan karakteriseres for værende et særligt væsentligt input i stort set alle selskabets aktiviteter. Ved at anvende og kombinere viden fra mange af virksomhedens forskellige informationskilder, øges muligheden for at anvende denne viden til at træffe mere effektive og korrekte forretningsmæssige beslutninger.

I den strategiske analyse blev det konkluderet for JC, at virksomhedens ledelse udgør en vedvarende konkurrencemæssig fordel, da ledelsen har betydelig erfaring og ekspertise inden for både mode- og luksusbranchen, hvilket bidrager signifikant til JC's vedvarende vækst. Ligeledes besidder MK's ledelse mange års erfaring og ekspertise inden for retailbranchen.

Den konsoliderede virksomhed kan derfor efter akkvisitionen forbedre og drage fordel af begge virksomheders medarbejders og ledelses erfaring og ekspertise, og herved opnå indsigt, samt finde inspiration til nye eller forbedringer af forretningsmetoder, ledelsesstil, forretningsgange samt inspiration generelt i udførelsen af kollektion og design af produkter hos designteam etc. Ydermere forventes en særskilt synergieffekt at opstå, i form af *talentudvikling*, hvilken analyseres i app. 15.16.

Organisatorisk udvikling

MK har offentliggjort en 2020 plan, der skal oplyse stakeholders omkring virksomhedens forventninger til de kommende år. Tilmed har MK's CEO, i forbindelse med akkvisitionen af JC, udtalt at den konsoliderede virksomhed har som mål at vokse og blive en stor aktør i branchen, hvilket indikerer, at JC forventeligt ikke er det sidste opkøb (Michael Kors, 2017c). Dog tjener JC akkvisitionen som den første integrering af et andet brand i MK regi, hvilket må forventes at medføre nogle organisatoriske udfordringer og dermed omkostninger for virksomheden. Ydermere forventes en særskilt synergieffekt at opstå i form af *strategic fit*, hvilken analyseres i app. 15.16.

Tabel 9.10 - Ledelses synergieffekter

<i>Oms- og omkostningssynergieffekter</i>	<i>Effekt</i>
Talentudvikling	↑
Vidensdeling Ekspertise	↑
Strategic Fit	↑
Organisatorisk Udvikling	→

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Effekten af Ledelsessynergier illustreret vha. pile: positiv (opad), neutral (vandret) eller negativ (nedad)

De vurderede synergieffekter; *vidensdeling af ekspertise, strategic fit, organisatorisk udvikling og talentudvikling* forventes derfor at foranledige et forecast af *ledelses omsætningssynergieffekter* på 0,5% frem til 2022 for herefter at stagnere på 0%. Disse synergier vurderes derimod at være både omsætningsgenererende og omkostningsbesparende, hvorfor det forventes at generere et forecast af omkostningssynergieffekt på 0,5% frem til 2022, hvilket inkluderer omkostninger i forbindelse med organisatorisk integration af JC.

9.4 Finansielle synergieffekter

Finansielle synergieffekter udgøres, som nævnt tidligere, af en reduceret kapitalomkostning eller forbedret gearingratio, hvilke kun realiseres som en omkostningsreduktion. Den finansielle synergieffekt har ligeledes en påvirkning på kapitalomkostningen, hvilket afdækkes efterfølgende i afsnit 10.1.

Omkostningssynergieffekter

Valutakursafdækning

Både MK og JC har globale aktiviteter, hvilket ligeledes betyder omsætning i adskillige forskellige valutaer. Dette skaber en udfordring i forbindelse med omregning til MK's funktionelle valuta, USD, hvor balancen omregnes med slutkursen, mens omsætning og omkostninger omregnes ved brug af gennemsnitlige valutakurser for rapporteringsperioden. Dette kan medføre tab eller gevinst, der udelukkende er forårsaget af valutakursomregning, hvilket begge virksomheder inden akkvisitionen har forsøgt at afdække ved hjælp af afledte finansielle instrumenter.

Efter akkvisitionen forventes denne funktion at blive fuldt integreret, hvorfor den konsoliderede virksomhed kan reducere omkostninger dels til finansielle medarbejdere og dels i form af færre kontrakter, hvoraf størrelsesordenen af de enkelte kontrakter forventes at være større, idet disse forward kontrakter nu skal dække over større beløb.

Lånerente

En finansiell synergi der vurderes er lånerenten, det blev i den finansielle analyse beregnet, at MK har højere kreditrating end JC og dermed lavere lånerente. MK har i forvejen en god kreditværdighed og lav lånerente, hvorfor det forudsættes at denne kan fastholdes, men at der ikke er separat synergi knyttet til akkvisitionen.

Den konsoliderede virksomhed har, som nævnt tidligere en bedre risikoprofil pga. øget diversificering både af produktkategorier og geografiske lokationer, samtidig med at MK og JC som konsolideret virksomhed ikke længere skal forhandle deres lånevilkår på egen hånd og herved opnår øget forhandlingskraft ifm. opnåelse af kredit og niveauet af lånerenten. Dog vurderes det at akkvisitionen i sig selv ikke bidrager til en forbedret kreditværdighed, da D/V stiger og tilkøbet også kræver nye investeringer, hvorfor en negativ synergieffekt forventes herfra.

Tabel 9.11 - Finansielle synergieffekter (Omk.)

<i>Omkostningssynergieffekter</i>	<i>Effekt</i>
Valutakursafdækning	↑
Lånerente	↓

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Effekten af Finansielle synergier illustreret vha. pile: positiv (opad), neutral (vandret) eller negativ (nedad)

Ovenstående vurderede synergieffekter; *valutakursafdækning* og *lånerente* forventes derfor at foranledige et forecast af *finansielle synergieffekter* på 0,5% gennem forecastperioden, målt ift. netto renteudgifter.

9.5 Omsætningsvækst

Ovenfor er de forventede synergieffekter estimeret både for omsætningsvækst og omkostningsbesparelser, men der forventes også at forekomme vækst, der ikke er en effekt af akquisitionen og dermed sammenlægningen af de to virksomheder. Denne vækst karakteriseres som organisk vækst og defineres i denne afhandling ved væksten fra MK og JC, der ikke optræder som synergieffekt, idet denne vækst ville opnås selvom akquisitionen ikke blev gennemført.

En diskussion af problemstillingen ved skel mellem synergieffekter og organisk vækst foretages i kapitel 11. Den organiske vækst er fastsat i intervallet -5% til 6% over perioden, hvilket sammenholdes med, dels de to virksomheder stand-alone og den forventede inflation i samfundet. Denne forventning til udviklingen i den organiske vækst, vil i sammenkobling med de vurderede synergieffekter på 2% de næstkommende år, hvorefter denne stagnerer til 1% frem til terminalperioden, foranledige et forecast af den samlede omsætningsvækst på -3% til 4% de næstkommende år, hvorefter denne vil stige som afspejling af den tidligere analyserede forecast af MK stand-alone, hvorefter denne falder til 4% frem til terminalperioden på 2%.

Tabel 9.12 - Konsolideret forecast værdidrivere

	Forecast						T Periode	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætningsvækst	-3%	-3%	4%	4%	8%	5%	4%	2%
Omsætningssynergieffekter	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,5%	0,5%	0,0%
Market power	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%
Operationelle	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ledelses	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-margin	11%	11%	15%	15%	15%	15%	14%	9%
Omkostningssynergieffekter	0,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Market power	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Operationelle	-1,0%	-1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ledelses	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Finansielle omkostninger	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Finansielle synergieffekter	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Effektive skattesats	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Afskrivninger i % af immaterielle og materielle aktiver	34%	20%	20%	20%	18%	18%	18%	15%
Immaterielle og materielle aktiver i % af omsætning	40%	30%	25%	25%	20%	20%	20%	20%
Varelager i % af omsætning	13%	13%	13%	13%	10%	10%	10%	10%
Tilgodehavender i % af omsætning	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Driftsgæld i % af omsætning	17%	17%	17%	17%	17%	15%	15%	15%
Netto finansielle forpligtelser i % af invested capital	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Forecast af værdidrivere for MK som konsolideret virksomhed

9.6 EBIT-margin

Ovenfor estimerede synergieffekter har en direkte indvirkning på enten omsætningsudviklingen eller omkostningsbesparelser, men disse reflekteres ligeledes som en indtjeningsforbedring. Dette opsummeres ved en analyse af EBIT-marginen i forecastperioden, der foretages med udgangspunkt i ovenstående synergieffekter samt de to historiske regnskaber. MK præsterede som stand-alone enhed en EBIT-margin i intervallet 15-30% jf. finansiell analyse. JC's tilsvarende EBIT-margin vurderedes at være lav relativt til deres peers og ligeledes til MK, idet EBIT-marginen var i intervallet 11-15%. Disse historiske EBIT-marginer er ikke identiske og tilmed fluktuerende i de historiske regnskabsår, hvilket gør estimering heraf udfordrende.

JC udgør initialt set kun omkring 10% af den konsoliderede virksomhed (målt på omsætning), hvorfor denne relativt lavere EBIT-margin ikke vil reducere den konsoliderede EBIT-margin markant. Dog er det nævnt at integrationen af JC forventes at være forbundet med omkostninger, hvorfor dette har en negativt effekt på EBIT-marginen i de første år efter akkvisitionen. Der forventes omkostningerne ifm. åbning af nye butikker, hvilket påvirker EBIT-marginen negativt. Disse butikker forventes at være profitable efter 2 år, hvilket har en positiv effekt på EBIT-marginen. Afskrivningerne forventes ligeledes at have en dæmpende effekt på EBIT-marginen, da det forventes at MK fremadrettet lukker butikker.

Denne forventning til udviklingen i EBIT-marginen vil i sammenkobling med de vurderede omkostningssynergieffekter på 0% næstkommende år, hvorefter disse stiger til 2%, foranledige et forecast af den samlede EBIT-margin på 11% i de første år efter akkvisitionen, hvorefter denne vil stige til 15% som afspejling af den tidligere analyserede forecast af MK stand-alone, og herefter falde mod til omtrent 10% frem til terminalperioden for at nærme sig et mere realistisk niveau taget i betragtning af analysen af peers jf. afsnit 8.1.1.2.

9.7 Arbejdskapital

I proforma 2017 regnskabet for den konsoliderede virksomhed estimeres varelageret at udgøre omkring 13% af omsætningen, hvilket, set fra MK's synspunkt, er en mindre stigning som følge af konsolidering med JC, hvis varelager synes en anelse højere end (procentvis af omsætning) sammenlignet med MK. Det er i ovenstående analyse af synergieffekter vurderet, at MK efter konsolidering vil kunne drage fordel af begge virksomheders erfaring inden for lagerstyring.

Ligeledes blev det vurderet, at virksomhederne forventes at kunne udnytte hverandres varelagre, hvilket anses som en klar fordel fremfor etablering af nye lagre, hvis der er overskud af kapacitet på et allerede eksisterende varelager. I de næstkommende år i forecastperioden forventes varelageret derfor at udgøre omtrent samme procentdel af omsætningen, hvorefter denne vurderes at falde til et niveau på omtrent 10%, hvilket begrundes med den ovennævnte forventning om mere effektiv lagerstyring som lagerudnyttelse, dog antages det, at tage nogle år at implementere fuldt ud i MK efter konsolideringen.

Forventningerne til MK's tilgodehavender efter konsolideringen beror på samme antagelser og vurderinger, som gør gældende for begge virksomheders stand-alone værdiansættelse. Et mindre fokus på wholesale kunder bevirker en vurdering af, at virksomheden fortsat kan opretholde et lavt niveau af tilgodehavender på omtrent 6% gennem forecastperioden. Dette begrundes ved, at begge virksomheder stand-alone historisk set, har oplevet et lavt niveau af tilgodehavender, hvorfor et ligeledes lavt niveau heraf kan forventes i forecastperioden for den konsoliderede virksomhed. Driftsgælden vurderes at følge MK's historiske niveau.

9.8 Lånerente, rentebærende gæld og skattesats

MK har, som nævnt tidligere, historisk set haft negativ lånerente som følge af ingen nettorentebærende gæld. Dog forventes udviklingen i denne, overordnet set, at følge det analyserede niveau på 3% i stand-alone forecastet af MK. Denne lånerente hæves dog med 0,5%, hvilket begrundes med negative finansielle synergieffekter i forbindelse med akkvisitionen jf. afsnit 9.5.2.

Derudover har MK historisk set oplevet en negativ rentebærende gæld. I 2016 forberedes opkøbet af JC, hvorfor MK dette år stiftede rentebærende gæld, hvilket vil danne udgangspunktet for forecastperioden for den konsoliderede værdiansættelse efter effekten af akkvisitionen af JC. Ligeledes fremgår det af MK's 3. kvartalsrapport 2017, at virksomheden her går fra at opleve negativ til en positiv nettorentebærende gæld, som følge af akkvisitionen af JC i form af øget langfristet og kortfristet gæld, hvorfor der vil tages udgangspunkt i denne, til estimering af udviklingen i denne i forecastperioden (Michael Kors, 2017c). Dette, sammenkoblet med JC's historiske nettorentebærende gæld i intervallet 21-23% de seneste tre år, giver en forventning om stadig positiv nettorentebærende gæld på omtrent samme niveau, som gør sig gældende i proforma 2017 regnskab. Dette begrundes ligeledes ved, at det i proforma regnskabet kun er i 3. kvartal, virksomheden har oplevet øget langfristet gæld og ikke gennem hele året, hvorfor der antages et lignende procentvist niveau i forecastperioden.

Den effektive skattesats har i regnskabsperioden frem til 2016 afspejlet MK's globale profil samt fokus på skattestrategi og herved medført lavere effektiv skattesats. I proforma 2017 regnskabet anvendes den gennemsnitlige historiske effektive skattesats for de af MK konsoliderede 1. kvartal - 3. kvartal 2017 på omtrent 18%. Der forventes samme tendenser herfor i den nærmeste fremtid, hvorfor disse 18% ligeledes vil blive anvendt i forecastperioden.

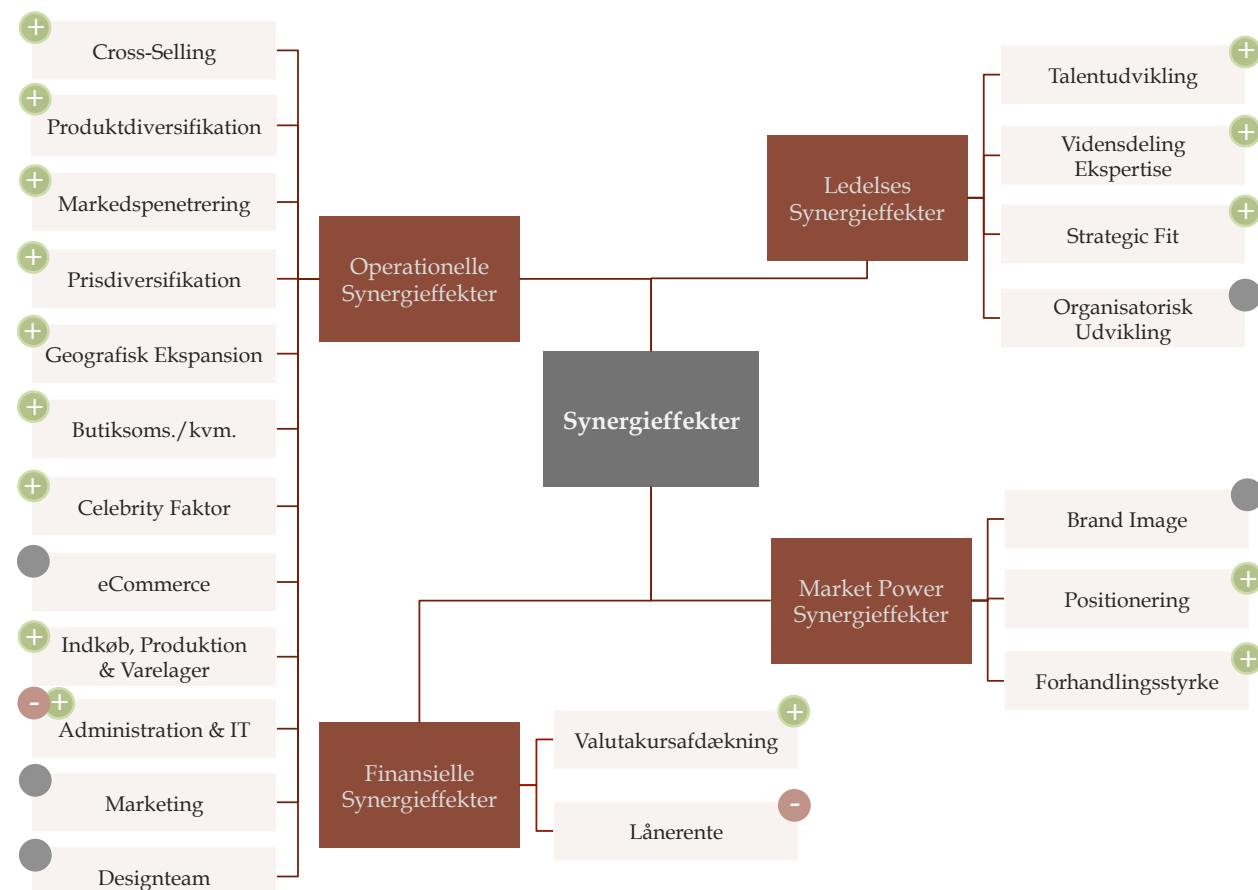
9.9 Det frie cash flow

Værdiansættelsen af den konsoliderede virksomhed foretages ud fra det frie cash flow, hvilket udledes af ovenstående forecast af synergieffekter og organisk udvikling. Det frie cash flow vil i forecastperioden ligge i intervallet USD 445 til 1136 mio., hvilket på omsætningssiden reflekterer en positiv udvikling og på omkostningssiden butiksåbninger, integrationsomkostninger samt investeringer og afskrivninger.

9.10 Delkonklusion

De væsentligste synergier forventes at være operationelle og generere omsætningsforbedringer. Omsætningen forventes at kunne forbedres særligt gennem cross-selling, idet eksisterende wholesale kunder kan udnyttes på tværs af den konsoliderede virksomhed.

Figur 9.1 - Oversigt Synergieffekter



Kilde: Egen tilvirkning

Note: Overblik over effekt af potentielle synergieffekter indikeret med rød (-), grøn(+) og grå for hhv. negativ, positiv eller neutral

Tilmed kan MK efter akquisitionen forventes at drage fordel af det voksende mandlige segment. Det forventes ligeledes at der opstår synergier i forbindelse med geografisk ekspansion og tilmed udnytte viden om vigtige nye markeder.

Der kan ligeledes opstå market power synergier i form af øget forhandlingsstyrke og en styrket position i luksusbranchen. Ydermere forventes ledelsessynergieffekter at tage form af særligt vidensdeling. Samtlige analyserede og forecastede synergieffekter er illustreret i ovenstående figur 9.1.

10 Konsolideret værdiansættelse

I foregående afsnit blev de to virksomheder værdiansat som to stand-alone enheder, hvortil kapitalomkostningen for hver virksomhed blev estimeret. For at være i stand til at foretage en værdiansættelse af den konsoliderede virksomhed, er det nødvendigt at justere kapitalomkostningen, således at denne reflekterer drifts- og finansieringsrisikoen realiseret efter akkvisitionen.

10.1 Kapitalomkostning

Som en del af forecastet for den konsoliderede virksomhed er det frie cash flow estimeret. Dette skal tilbagediskonteres med den rette kapitalomkostning, som udledes nedenfor. Der tages udgangspunkt i MK's kapitalomkostning, idet MK foretager akkvisitionen af JC, hvorved det er JC, der bliver integreret som en del af MK's allerede eksisterende aktiviteter. Ligesom det gjorde sig gældende ved stand-alone værdiansættelserne, antages det, at kapitalomkostningen vil forholde sig konstant over hele forecastperioden. Estimering af delelementerne heri fremgår af app. 15.19.

10.1.1 Risikofri rente

Til at estimere egenkapitalomkostningen skal den risikofrie rente fastsættes. I MK's kapitalomkostning blev et 5-årigt vægtet gennemsnit af den 10-årige amerikanske statsobligation anvendt, da denne vurderes at afspejle både investorernes investeringsbeslutning og tilmed var denomineret i samme valuta som MK's cash flow. Indregning af JC i MK's regnskab foranlediger, som tidligere nævnt, at deres hidtidige valuta, GBP, omregnes til USD, hvilket taler for fortsat at anvende den amerikanske 10-årige statsobligation som proxy for den risikofri rente. Hertil kan det tilmed påpeges, at effekten fra inflationen ligeledes vil blive fjernet.

Tidligere blev udfordringen ved anvendelse af spotraten vurderet til at være det særdeles lave renteniveau, der har været kendetegnet i store dele af verden, hvilket talte for anvendelsen af et 5-årigt vægtet gennemsnit af det historiske afkast på den 10-årige amerikanske statsobligation. Det vægtede gennemsnit heraf indikerer en risikofri rente på 2,17%, og denne anvendes ligeledes til estimering af MK risikofrie rente som konsolideret virksomhed.

10.1.2 Markedsrisikopræmie

Til estimering af markedsrisikopræmien for MK som konsolideret virksomhed anvendes samme fremgangsmåde som ved estimeringen heraf til begge stand-alone for hhv. JC og MK. Både *implied valuation* og *survey metoden* anvendes derfor i form af et gennemsnit heraf til den videre estimering af egenkapitalomkostningen.

Der anvendes et gennemsnit af, både de tidligere estimeringsresultater af Damodaran (2017c) på hhv. 5,08% og 5,65% for USA og England, samt undersøgelsesresultaterne af Fernandez et al. (2017) på hhv. 5,70% og 5,90% for USA og England. Dette begrundes med, at der i denne afhandling er tale om en akkvisition af JC, foretaget af MK, hvorved JC kan antages efter konsolideringen at indgå under samme vilkår og forudsætninger, som *parent* MK er eksponeret overfor. Dette, sammenkoblet med at virksomheden efter konsolidering vil være eksponeret overfor såvel det amerikanske marked som det engelske marked og udviklingen i tendenser i disse, samt at der forventes cross-selling og herved øget diversificering af markedseksponering, understøtter ligeledes denne estimering af denne markedsrisikopræmie.

Tabel 10.1 - Michael Kors efter akkvisitionen, Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmie	
<i>Implied:</i>	
Damodaran (US)	5,08%
Damodaran (UK)	5,65%
<i>Survey:</i>	
Fernandez (US)	5,70%
Fernandez (UK)	5,90%
Dimson (US)	3,20%
Dimson (UK)	2,80%
Gennemsnit	5,58%

Kilde: Damodaran (2017c), Fernandez et al. (2017) og Dimson et al. (2017) samt egen tilvirkning

For så vidt angår estimeringen og undersøgelsen foretaget af Damodaran (2017c) og Fernandez et al. (2017) gældende for hhv. USA og England, ligger disses markedsrisikopræmier på et nogenlunde niveau, hvorfor et gennemsnit af disse, resulterende i en markedsrisikopræmie på 5,58% vil blive anvendt.

10.1.3 Beta

Beta er, som nævnt i afsnit 2.1.1, et udtryk for risikoen i forhold til markedsporteføljen, hvilken formodes at ændres efter akkvisitionen, idet MK nu spreder deres driftsrisiko, idet de dels gør sig mindre afhængige af det amerikanske marked og dels fokuserer på et andet kundesegment jf. kapitel 9. Dette afleder en effekt på beta, der set ud fra et teoretisk synspunkt burde falde, idet diversificering af både geografi og produktsortiment er ensbetydende med lavere risiko.

Beta er estimeret på samme måde som for MK stand-alone, idet historiske afkast er målt imod markedsindekset, der fortsat er fastsat til MSCI World. Da det nu er beta for den konsoliderede virksomhed der estimeres, frasorteres aktiekurser efter offentliggørelsen af akkvisitionen af JC ikke længere, men er derimod indeholdt i estimeringen. Dog foretages estimeringen kun frem til akkvisitionstidspunktet d. 1/11-2017. Dette medfører et råbeta på 0,28, hvilket indikerer, at MK som konsolideret virksomhed teoretisk set er 72% mindre volatil end markedet. Dette kan, ligesom det var tilfældet ved MK som stand-alone virksomhed, vurderes at være modsat *common sense*, dog findes samme forklaring i afsnit 8.1.2.3.

Ligesom det var tilfældet ved estimering af beta for MK stand-alone, suppleres estimeringen med et 52-ugers rolling gennemsnit til 0,20. Hertil anvendes ligeledes estimerer for virksomhedens peers, hvilke efter konsolidering vurderes at bestå af Polo Ralph Lauren Corp., Hermes og Prada Group som virksomhedens *Tier 1 peers*, idet disse vurderes sammenlignelige hvad angår størrelsen af omsætningen og risikoprofil. Herudover skal det tilmed påpeges, at virksomhedens peers efter konsolidering selvfølgelig ligeledes består af de tidligere vurderede peers for MK og JC som stand-alone virksomheder.

Herudover er der i afhandlingen ligeledes inddraget virksomheder, som vurderes at kunne karakteriseres som MK's *Tier 2 peers* efter konsolidering, bestående af LVMH Group og Kering, hvilke ligeledes vurderes sammenlignelige med virksomheden som følge af deres virksomhedsprofil og geografiske omfang, dog skal det her gøres opmærksom på, at disse

koncerner størrelsesmæssigt, samt ud fra deres historiske konsolideringer afviger fra MK som konsolideret virksomhed. Dog synes estimeringerne af beta for virksomhedens peers ligeledes at være særdeles lave, hvorfor der igen foretages yderligere justering heraf i form af beta smoothing til en beta på 0,52. Denne vurderes som stadig lav til en retvisende estimering af egenkapitalomkostningen, hvorfor et gennemsnit af Damodaran's (2017c) og EY's (2016) kvalificerede estimat for beta for luksusbranchen på 0,99 atter anvendes.

Estimeringen af beta efter konsolideringen burde teoretisk set være lavere end MK som stand-alone virksomheds beta på 0,99, som følge af den øgede diversificering efter akkvisitionen. Denne vurderes dog stadig lavt relativt til branchen og virksomhedens peers, hvorfor en beta på 0,99 forsat anvendes for den konsoliderede virksomhed.

10.1.4 Selskabsspecifikt risikotillæg

Den selskabsspecifikke risiko for MK som konsolideret virksomhed er igen beregnet ud fra EBIT coverage ratio, som det ligeledes var tilfældet ved stand-alone (Damodaran, 2017a). Estimeringen af dette risikotillæg foretages på baggrund af de i proforma 2017 regnskabet udførte estimeringer af EBIT og renteudgifter på hhv. USD 828 mio. og 13,2, hvilket fremgår af app. 15.15. Herved er akkvisitionen af JC indeholdt i den konsoliderede kreditrating og herved ligeledes den nu ændrede selskabsspecifikke risikotillæg.

Begrundelsen for anvendelse af proforma 2017 regnskabet til estimeringen beror på, at begge virksomheder som stand-alone, vurderes at have været eksponeret overfor samme eksterne faktorer og udviklingstendenser jf. strategisk analyse, hvilket tilmed gør sig gældende efter konsolideringen.

Dette selskabsspecifikke risikotillæg vurderes at stige, idet MK sammenlignet med stand-alone nu har pådraget sig gæld i forbindelse med akkvisitionen af JC. Dette afspejles ligeledes i, at Moody's for første gang tildelte MK Baa3/BBB rating svarende til et spread på 1,27% (Moody's, 2017). Ifølge Damodaran estimeres dog en stadig høj kreditrating og herved lavt spread på 0,54%, som følge af den mindre men dog stadig høje kreditrating, hvorfor dette selskabsspecifikke risikotillæg forsat anvendes i estimeringen af fremmedkapitalomkostningen.

10.1.5 Kapitalstruktur

MK som stand-alone enhed har i hele den historiske regnskabsperiode haft en negativ gældsandel jf. den finansielle analyse. Et blik på de seneste kvartalstal fra Q4 2017 fortæller dog en anden historie. Her er der rejst gæld for at kunne finansiere opkøbet af JC, hvilket skaber netto finansielle forpligtelser for første gang i hele perioden. Der er tale om en langfristet gæld på USD 992,4 mio., hvilket medfører en positiv finansiell gearing (D/E) på 0,3. De 0,3 er et udtryk for, at gælden er svarende til 30% af egenkapitalen, hvilket vurderes at være tilfredsstillende efter en stor akkvisition.

Den ønskede kapitalstruktur findes ved at beregne markedsværdien af MK på samme dato som den seneste balance. Dette medfører en kapitalstruktur med en gældsandel på 7% og en egenkapitalandel på 93%. Da MK i den historiske periode uden akkvisitioner har haft netto cash, vurderes denne kapitalstruktur retvisende, som den ønskede kapitalstruktur som konsolideret virksomhed. MK har tidligere udtalt at JC akkvisitionen ikke forventes at være den sidste akkvisition virksomheden har i sinde at foretage, hvilket kunne tale for en højere gældsandel, da

en ny akquisition vil kræve yderligere gældsfinansiering. Dette ses der dog bort fra her og den ønskede kapitalstruktur der anvendes er den ovenfor estimerede.

10.1.6 WACC

De ovenfor udledte input til estimering af kapitalomkostningen anvendes til at beregne MK's WACC efter konsolidering til en værdi på 7,30%:

$$WACC = \frac{D}{V}r_d(1 - t) + \frac{E}{V}r_e = 7\% \cdot 2,71\% \cdot (1 - 20\%) + 93\% \cdot 7,67\% = 7,3\%$$

Denne er lavere sammenlignet med både MK's og JC's estimerede WACC som stand-alone virksomheder, hvilket afspejler, at den konsoliderede virksomhed opnår en finansiel synergi i form af lavere risiko, hvorfor investorernes afkastkrav estimeres til at være lavere efter akquisitionen. Denne kapitalomkostning anvendes til estimering af værdien af MK som konsolideret virksomhed og danner dermed også grundlag for værdiansættelsen af synergierne. Dette dog med forbehold for den tidligere nævnte usikkerhed, der vurderes at være forbundet hermed, hvilket danner argumentet for en senere følsomhedsanalyse, for herved at anskue estimeringen af kapitalomkostningen og værdiansættelsen kritisk.

10.2 Værdien af den konsoliderede virksomhed

Værdien af den konsoliderede virksomhed er ud fra ovenstående forecast og kapitalomkostning estimeret. Denne værdi bygger på de forventede synergieffekter samt forventninger til luksusbranchen. Værdiansættelsen er foretaget med udgangspunkt i proforma regnskab for 2017, for herved at opnå et helårligt konsolideret regnskab, hvorefter der herud fra forecastes for perioden 2018 til 2025.

Tabel 10.2 - Michael Kors som konsolideret virksomhed, DCF-værdiansættelse

(USDm)/År	Forecast							T Periode
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FCF	1136	971	800	584	1023	556	652	445
RIDO(t)	245	282	502	540	587	642	606	372
DCFF tilbagediskonteret	1058	844	648	441	719	364	398	272
RIDO tilbagediskonteret	228	245	406	407	413	421	370	227
WACC	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%	7,30%
Tilbagediskonteringsfaktor	0,932	0,8686	0,8095	0,7544	0,7031	0,6552	0,6107	0,6107
(USD)/År								
PV FCFF - forecast	4.472.286.766							
PV RIDO - forecast	2.489.918.905							
PV DCFF - terminalperioden	4.690.353.784							
PV RIDO - terminalperioden	3.917.521.645							
Nettodriftsaktiver (NDA)	2.755.200.000							
Nettofinansielleforpligtelser (NFF)	674.900.000							
Enterprise value (DCFF)	9.162.640.549							
Enterprise value (RIDO)	9.162.640.549							
Equity value (DCFF)	8.487.740.549							
Equity value (RIDO)	8.487.740.549							
Antal udestående aktier	152.167.403							
Kurs	56							

Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012) samt egen tilvirkning

Note: DCF værdiansættelse af Michael Kors som konsolideret virksomhed samt fejlsikring ved RIDO

Forecastperioden løber derfor fra 2018 frem til 2025, hvorfor 2017 proforma regnskabet blot danner økonomisk udgangspunkt for herved at opnå et retvisende regnskabsgrundlag til et helårligt forecast. Værdien af den konsoliderede virksomheds egenkapital estimeres til USD 8.487.740.549 pr. 01/11-2017, hvilket er svarende til en værdi pr. aktie på USD 56.

Det findes hertil interessant at sammenligne den estimerede værdi med markedets forventninger til MK efter offentliggørelsen af deres planlagte akkvisition af JC. Markedets umiddelbare reaktion efter annonceringen d. 25/07-2017 var en aktiekurs på USD 35, hvilket betyder ovenstående værdiansættelse overvurderer MK med 60%. Yderligere findes det relevant at sammenholde den estimerede værdi af egenkapitalen med markedsværdien d. 01/11-2017, dagen hvorpå transaktionen gennemføres. Markedsværdien af egenkapitalen var USD 48, hvilket indikerer at DCF-værdiansættelsen overvurderer værdien med 15%. Markedsværdien af MK efter offentliggørelsen af akkvisitionen af JC afspejler ikke samme positive forventninger til synergierne, hvilket kan skyldes investorenes skepsis overfor, om disse mulige synergier nogensinde realiseres (BCG, 2013). Værdien af den konsoliderede virksomhed er forventeligt højere end MK som stand-alone enhed, hvilket indikerer at JC bidrager positivt. Den eksakte værdi af de potentielle synergieffekter kan nu estimeres.

10.3 Værdien af synergier

I teoriafsnittet blev der redegjort for metoden til estimering af værdien af synergierne. Ovenstående estimeringer af hhv. stand-alone værdierne samt værdien af den konsoliderede virksomhed danner udgangspunkt for værdien af synergieffekterne, der opstår i forbindelse med MK's akkvisition af JC.

$$\begin{aligned} \text{NAV} &= [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E) \\ &= [8.487.740.549 - (7.182.324.827 + 841.056.921)] - (300.032.156 + 16.831.072) = 147.495.573 \end{aligned}$$

hvor:

V_{AB} = egenkapitalværdien af MK konsolideret

V_A = egenkapitalværdien af MK stand-alone

V_B = egenkapitalværdien af JC stand-alone

P = præmien betalt for JC

E = udgifter ved transaktionen

Værdien af de potentielle synergieffekter, som MK forventes at opnå ifm. akkvisitionen af JC, estimeres herudfra til USD 464.358.801, svarende til USD 3 pr. MK udestående aktie.

Hertil foreligger en præmie på 62 pence pr aktie, hvilken beregnes som forskellen mellem den seneste lukkekurs og prisen MK har betalt pr. aktie. Hermed estimeres præmien som forskellen mellem 168,5 og 230 pence multipliceret med antal udestående aktier for JC til USD 300.032.156 og er dermed svarende til 36,5% af akkvisitionsprisen på USD 1.122.071.476 opgjort som egenkapitalværdi (Michael Kors, 2017e).

MK har ikke oplyst omkostninger i forbindelse med transaktionen. Disse består af finansielle og juridiske rådgivere, afsættelse af ledelse og bestyrelse samt finansieringsomkostninger. Det har ikke været muligt at finde sammenlignelige virksomheder, der har oplyst størrelsesordenen af disse transaktionsomkostninger, hvorfor disse er antaget at være 1,5% af provenuet og dermed USD 16.831.072.

Fratrækkes ovenstående estimerede præmie og transaktionsomkostninger betalt i forbindelse med akkvisitionen fra den estimerede værdi af synergieffekterne, resulterer dette i NAV på USD 147.495.573. NAV indikerer derfor en værdi eller rettere gevinst for MK's aktionærer ved akkvisitionen af JC, idet synergipotentialet ikke opvejes af præmien og omkostninger for transaktionen.

Denne positive NAV kan i sammenkobling med nedenstående ulighed konkluderes at indikere, at værdien af synergierne ikke er fuldt afspejlet i akkvisitionsprisen, idet den værdi MK estimeres at få, i form af virksomhedsværdien for JC samt de forventede synergier, er estimeret højere end prisen betalt for akkvisitionen:

$$MV_{\text{Synergieffekter}} + MV_{\text{JC stand-alone}} \geq \text{akkvisitionspris}$$

$$464.358.801 + 841.056.921 \geq 1.220.071.476$$

hvor:

MV = markedsværdien af egenkapitalen

akkvisitionspris = akkvisitionspris opgjort som egenkapitalværdi

I et fuldt konkurrencedygtigt marked havde prisen for akkvisitionen i absolutte termer været identisk med den værdi, som MK estimeres at indhente, i form af virksomhedsværdien af JC samt de forventede synergier, hvorved værdien af synergierne dermed kunne siges at være fuldt afspejlet i akkvisitionsprisen.

Dette vurderes dog ikke at være tilfældet, hvilket kan forklares ved, at akkvisitionen har skabt en gevinst for MK's aktionærer, da ovenstående NAV er positiv, hvilket indikerer, at MK forventes at opnå synergier værdiansat højere end den betalte præmie og derfor ikke har betalt JC's ejere for alle synergieffekter.

Forklaringen på dette findes dermed i splittet af synergieffekterne mellem MK og JC's ejere. Udgangspunktet for forhandlingerne om hvem synergierne tilfalder, formodes at være et gensidigt udbytterigt forhold, hvor synergieffekterne deles ligeligt. Hermed menes, at en 50/50 deling er forhandlingsudgangspunktet og at yderpunkterne 0/100 er usandsynlige, da hverken MK eller JC dermed ikke vil blive bedre stillet end før transaktionen.

Da præmien udgør 65% af den i afhandlingen estimerede værdi af synergieffekter på 464.358.801, kan MK siges at have betalt for 65% af de totale synergieffekter eks. transaktionsomkostninger og dermed får en gevinst på 35% af de forventede synergieffekter. Da denne fordeling af værdien af synergierne hovedsageligt kommer JC's ejere til gode og en 50/50 fordeling havde øget NAV for MK, kan dette tyde på en høj akkvisitionspris, hvilket diskuteres i afsnit 11.4.1.

Fordeling af synergieffekter efter akkvisitionen

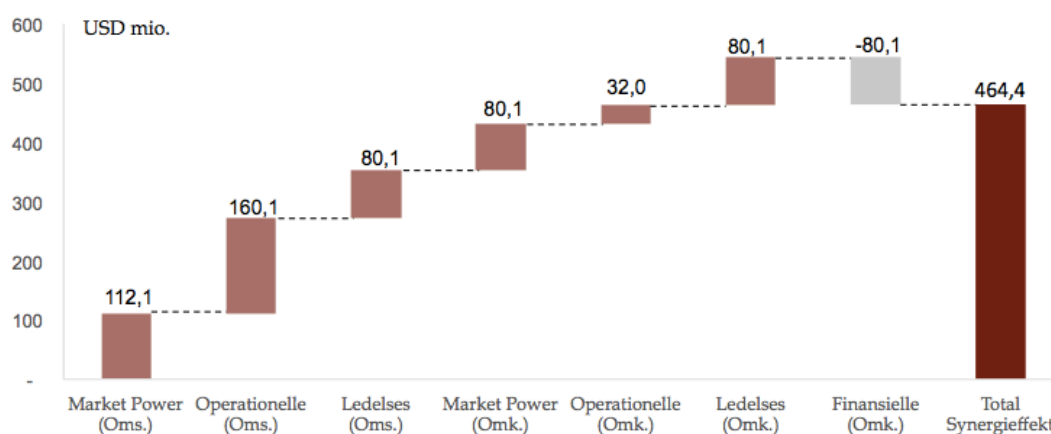
Af de totale synergieffekter på USD 464.358.801 må det formodes, at disse efter akkvisitionen ikke udelukkende tilfalder JC's andel af den konsoliderede virksomhed, men at en andel af disse ligeledes tilkommer MK. Under forudsætning af, at de forventede synergieffekter fordeles 50/50 mellem MK og JC, vil halvdelen af de forventede synergieffekter tilfalde JC, svarende til 28% af JC's virksomhedsværdi stand-alone. Der vil tillige tilfalde MK 3% af deres virksomhedsværdi. En 50% andel af synergier svarende til 28% af JC's virksomhedsværdi synes umiddelbart højt, dog vurderes et niveau på 3% i forhold til MK's virksomhedsværdi at være en realistisk størrelse, samtidig med at en ligelig fordeling af synergier mellem JC og KM vurderes plausibel, hvilket

understøtter den i afhandlingen estimerede værdi af synergieffekter. Ligeledes understøttes den estimerede værdi af synergierne af, at denne svarer til omtrent 5,8% af summen af værdierne for begge virksomheder stand-alone, idet dette niveau synes at forekomme på et realistisk og plausibelt niveau.

Breakdown af synergieffekter

Den estimerede værdi af synergieffekter er i figur 10.1 fordelt i absolutte tal, hvilket er beregnet som gennemsnitlige synergieffekter over hele forecastperioden og vægtet som andel af den samlede værdi af synergieffekter. Det understreges dermed, at omsætningssynergieffekterne udgør den største andel af de samlede synergier på omtrent 75%, hvorfor det konkluderes, at det ikke er de traditionelle *hårde* synergier (omkostnings) der forventes. Det skal pointeres, at estimeringen af selve værdien af synergierne er forbundet med usikkerhed, hvilket diskuteres nærmere i den følgende følsomhedsanalyse.

Figur 10.1 - Breakdown af synergieffekter



Kilde: Egen tilvirkning

Note: Synergieffekter beregnet som vægtet gennemsnit over forecast perioden udtrykt i USD mio.

10.4 Delkonklusion

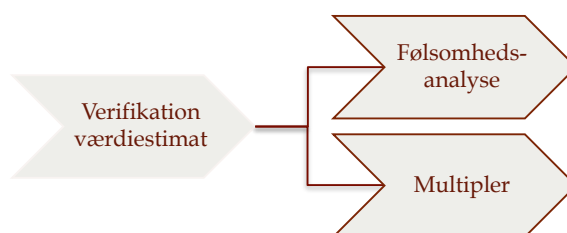
Værdien af den konsoliderede virksomheds egenkapital er estimeret til USD 8.488 mio. pr. 1/11-2017. Denne værdi udgør det sidste input til estimering af værdien af synergieffekterne, som værdiansættes til USD 464 mio. pr. 1/11-2017 ud fra en sammenholdelse med de estimerede værdier for virksomhederne stand-alone. Hertil estimeres NAV til USD 147 mio. pr. 1/11-2017 ved at sammenholde værdien af synergier med præmien og omkostningerne ifm. transaktionen. Værdien af synergierne vurderes derfor ikke at være fuldt afspejlet i akkvisitionsprisen, idet den værdi, som MK estimeres at få, i form af virksomhedsværdien for JC samt de forventede synergier, er estimeret højere end prisen betalt for akkvisitionen. Det konkluderes dermed, at MK's aktionærer gennem akkvisition af JC kan opnå gevinster gennem synergieffekter på trods af transaktionsomkostninger og den betalte præmie.

Del III – Diskussion og konklusion

Der blev i afhandlingens del I sikret et grundlag for at muliggøre en passende udvælgelse af de synergieffekter, hvilket dannede fundamentet og blev anvendt i den videre analyse af MK's akkvisition af JC. Herefter blev der i afhandlingens del II foretaget selve analysen af akkvisitionen, omfattende delelementerne forud herfor, samt i værdiansættelsen af synergieffekter med udgangspunkt i såvel MK som konsolideret virksomhed og MK og JC som stand-alone virksomheder.

I forlængelse af den hidtil foretagne udvælgelse af synergieffekter samt analyse af akkvisitionen og herved ligeledes estimerede værdi af de identificerede synergieffekter, vil del III i denne afhandling bidrage med en diskussion af de udfordringer, der er opstået og samtidig vurderet væsentlige at pointere i forbindelse med forecastet af synergieffekter og værdiansættelsen heraf. Hertil kan det i forlængelse af de i del II identificerede stadier af Koller et al. (2015) og Petersen & Plenborg (2012) påpeges, at det anbefales en verifikation af den estimerede virksomhedsværdi ved anvendelse af DCF gennem følsomhedsanalyse og multipler ud fra virksomhedens peers, hvilket kan illustreres i nedenstående figur:

Figur 10.2 - Diskussion



Kilde: Koller et al. (2015), Petersen & Plenborg (2012) samt egen tilvirkning.

En yderligere diskussion gående på en uddybelse og/eller forlængelse af det i del II identificerede stadie 'Verifikation af værdiestimering (DCF)' vil derfor tage afsæt i en følsomhedsanalyse af aktiekursens vurderede væsentligste inputparametre i afsnit 11.3, for herved at give et indblik i, hvorledes disse både isoleret set og simultant forventes at have indvirkning på estimering af aktiekursen.

Til yderligere diskussion af den i del II estimerede værdi af MK efter akkvisitionen og de hertil vurderede synergieffekter vil afsnit 11.4 berige afhandlingen med en værdiansættelse gennem multipler og herved fungere som et supplement til værdiansættelsen gennem DCF, som en form for *sanity check* for herved at foretage en evaluering af den i DCF beregnede virksomhedsværdi, set i forhold til markedets værdiansættelse af virksomhedernes peers.

Tredje del af afhandlingen bidrager derfor med diskussion i kapitel 11 og afsluttende konklusion i kapitel 12 på analysen af MK's akkvisition af JC og de, i den første del af afhandlingen udvalgte synergieffekter, hvilket udarbejdes i næstkommende afsnit.

11 Diskussion

Der foretages indledningsvist en diskussion af udfordringer, der er opstået i forbindelse med forecastet af potentielle synergieffekter og værdiansættelsen heraf, hermed adresseres to relevante problemstillinger; organisk vækst og at afhandlingen foretages ud fra et investorperspektiv. Diskussionen fortsættes med en følsomhedsanalyse af de estimerede værdier med en efterfølgende multipel værdiansættelse.

11.1 Organisk vækst

Det skal her påpeges, at det er svært at karakterisere præcist, hvad der skyldes synergieffekter og hvad der skyldes organisk vækst. Med dette menes, at nogle synergieffekter er relativt målbare, mens synergier, såsom vidensdeling, gør det svært at estimere om større vækst skyldes udnyttelse af ekspertise eller blot stigende efterspørgsel fra kunderne. Vækst kan tilmed stamme fra generel markedsvækst, hvilket ligeledes er svært at skelne fra omsætningsvækst forårsaget af synergieffekter. Dette skaber usikkerhed i forbindelse med den estimerede værdi af synergieffekterne, hvilket taler for en følsomhedsanalyse af den fundne værdi og inputparametre.

11.2 Investorperspektiv

Afhandlingen er som nævnt udarbejdet fra en investorsynsvinkel, hvilket kommer til udtryk bl.a. i form af et begrænset datagrundlag. Al estimering og værdiansættelse er foretaget ud fra offentlig tilgængelige regnskaber og informationer, hvilket umuliggør et højt detaljeringsniveau og nødvendiggør relevante forudsætninger og antagelser. Det har ikke været muligt at fremskaffe yderligere data og information end offentlig tilgængelige, hvilket skyldes, at MK, som et offentligt noteret selskab, ikke må stille nogen investorer bedre end andre. Af den grund er estimererne og vurderingen af synergieffekter foretaget med den tilgængelige information, hvilket medfører usikkerhed, hvorfor en følsomhedsanalyse er relevant.

11.3 Følsomhedsanalyse

I forlængelse af den ovenfor foretagne værdiansættelse af MK som konsolideret virksomhed, foretages en følsomhedsanalyse af de for aktiekursen væsentligste inputparametre. Dette med henblik på at indikere, i hvilket omfang disse inputparametre både isoleret set, men ligeledes simultant, kan forventes at have indvirkning på estimering af aktiekursen. Følsomhedsanalyse for virksomhederne stand-alone fremgår af app. 15.20.

11.3.1 Kapitalomkostning

I værdiansættelse anses kapitalomkostningen for værende særlig følsom overfor mindre justeringer i denne. Det er derfor essentielt at foretage en følsomhedsanalyse på de væsentligste delelementer i estimeringen af WACC, idet denne anses for værende kritisk i forhold til værdiansættelsen af virksomheden, grundet den relativt store usikkerhed. Begrundelsen herfor beror på, at fastsættelsen af WACC omfatter en afvejning af faktorer, hvilke i væsentlig grad tager udgangspunkt i en kombination af kvalificerede skøn og beslutninger, ifm. valg af delelementerne og parameterantagelser til estimering af kapitalomkostningen.

Ligeledes skal det påpeges, at de tidligere estimer af kapitalomkostninger er foretaget vha. både konkrete markedsafkast samt justeringer, hvorfor det vurderes interessant at foretage en analyse af, i hvilken grad værdiestimatet af aktiekursen er følsom overfor ændringer i delelementerne i estimeringen heraf. Hertil er det centralt at vurdere, hvordan anvendelse af beta uden justeringer vil have indvirkning på aktiekursestimatet.

Beta

Et isoleret kig på anvendelse af beta uden justeringer på 0,28 for MK som konsolideret virksomhed, medfører alt andet lige en WACC på 3,60% svarende til en væsentlig stigning i værdiestimatet af aktiekursen og virksomhedsværdien af egenkapitalen på hhv. omtrent USD 138 og 20.930.350.921. Dette eftersom en lavere beta, svarende til en lavere systematisk risiko, vil resultere i en stigning i aktiekursen og dermed virksomhedsværdien, idet der dermed er lavere risiko forbundet med virksomheden.

Risikofri rente og Markedsrisikopræmie

Et fald (stigning) i den risikofrie rente og markedsrisikopræmien, både isoleret og simultant, vil medføre en stigning (fald) i værdiestimatet på aktiekursen. Dette som følge af den større kompensation investorer forventer ved en lavere aktiekurs og ligeledes større risiko.

Tabel 11.1 - Følsomhedsanalyse kapitalomkostning, Konsolideret

		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
RISIKOFRI RENTE	1,0%	106	94	82	74	68	62	58	54	51	48
	1,3%	97	87	77	69	65	59	56	52	49	46
	1,6%	89	81	72	66	61	57	53	50	47	45
	1,9%	82	75	68	62	58	54	51	48	45	43
	2,2%	77	71	65	60	56	52	49	46	44	42
	2,5%	72	67	61	57	53	50	48	45	43	41
	2,8%	68	63	58	55	51	48	46	43	42	40
	3,1%	65	60	56	53	49	46	44	42	40	38
	3,4%	61	57	53	51	48	45	43	41	39	37
	3,7%	59	55	51	49	46	44	42	40	38	36
		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
BETA	0,28	177	167	151	144	138	127	122	117	109	106
	0,46	132	122	113	106	97	91	87	82	79	75
	0,63	106	97	89	82	77	72	68	65	61	59
	0,81	89	81	75	69	65	60	57	54	51	49
	0,99	77	71	65	60	56	52	49	46	44	42
	1,16	68	62	57	53	49	46	43	41	39	37
	1,34	62	56	51	48	44	41	39	37	35	33
	1,51	57	51	47	43	40	37	35	33	31	30
	1,69	52	47	43	40	37	34	32	31	29	27
	1,87	48	43	40	37	34	32	30	28	27	25

Kilde: Egen tilvirkning

I forlængelse heraf er en tilsvarende analyse af kapitalomkostningens (WACC) følsomhed overfor samtlige af dennes parametervariable ligeledes foretaget, denne fremgår af app. 15.21 og uddybes ikke yderligere i afhandlingen.

11.3.2 Omsætningsvækst og EBIT-margin

Eftersom terminalperiodeværdien udgør omtrent 55% af den estimerede virksomhedsværdi, anses ændringer og justeringer heri for at have en betydelig indvirkning på værdiestimatet af

egenkapitalen, hvilket vækker interessen for ligeledes at foretage en følsomhedsanalyse på denne parameter overfor aktiekursen.

Tabel 11.2 – Følsomhedsanalyse oms. vækst og EBIT-margin, Konsolideret

		TERMINALPERIODEVÆKST									
		-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
EBIT-MARGIN	5%	39	39	40	41	42	43	45	46	49	52
	6%	41	42	43	44	45	47	49	51	54	58
	7%	44	45	46	47	49	51	53	56	59	64
	8%	46	47	49	50	52	55	57	61	65	70
	9%	49	50	52	54	56	58	62	65	70	77
	10%	51	53	55	57	59	62	66	70	76	83
	11%	54	56	58	60	63	66	70	75	81	89
	12%	56	58	61	63	66	70	74	80	86	95
	13%	59	61	63	66	70	74	78	84	92	102
	14%	61	64	66	69	73	77	83	89	97	108

Kilde: Egen tilvirkning

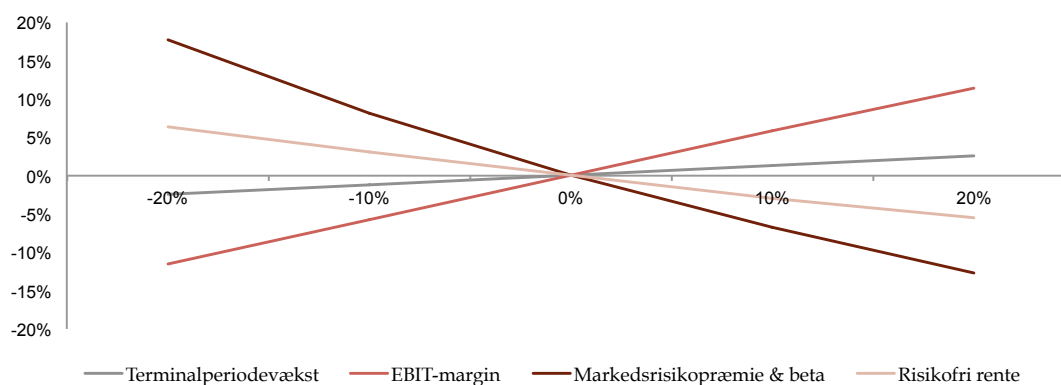
For MK som konsolideret virksomhed fremgår det af ovenstående tabel 11.2, at en stigning i EBIT-marginen og terminalperiodevæksten, både isoleret og simultant, resulterer i en stigning i aktiekursen. Hertil kan det påpeges, at aktiekursestimatet er mere følsomt over for ændringer i EBIT-marginen, sammenlignet med terminalperiodevæksten ud fra samme procentvise ændring fra et fald på 20% til en tilsvarende stigning i disse parametervariabeler jf. tabel 11.3.

11.3.3 Relativ følsomhedsanalyse

Hertil skal det ligeledes understreges, at følsomhedsanalysen indikerer, at markedsrisikopræmien er det delelement ud af samtlige analyserede variabler, samt af kapitalomkostningen, som har størst indflydelse på aktiekursestimatet.

Tabel 11.3 - Procentvis ændring i input parametre

% Ændring	-20%	-10%	0%	10%	20%
Terminalperiodevækst	-2%	-1%	0%	1%	3%
EBIT-margin	-12%	-6%	0%	6%	12%
Markedsrisikopræmie	18%	8%	0%	-7%	-13%
Risikofri rente	6%	3%	0%	-3%	-6%
Beta	18%	8%	0%	-7%	-13%



Kilde: Egen tilvirkning

Dette sammen med delelementet beta. Dette fremgår både af ovenstående tabel 11.3 ud fra en sammenligning af de respektive parametervariables indflydelse på aktiekursen ud fra samme procentvise ændring fra et fald på 20% til en tilsvarende stigning i disse parametervariable. Ligeledes fremgår dette af grafen i form af markedsrisikopræmiens relative større hældning, sammenlignet med de andre anskuede parametervariable. Aktiekursen er derfor mest følsom overfor ændringer i markedsrisikopræmien, idet et fald (stigning) i denne, vil medføre en større stigning (fald) i aktiekursen grundet den større kompensation, investorer forventer ved en lavere aktiekurs og ligeledes større risiko sammenlignet med et tilsvarende fald (stigning) i de andre parametervariable.

Denne observation er gældende både set på MK og JC som stand-alone og MK som konsolideret virksomhed jf. tabel 11.3 og 11.4.

Tabel 11.4 - Ændring i inputparametre

% Ændring	-20%		-10%		0%		10%		20%	
	MK	JC	MK	JC	MK	JC	MK	JC	MK	JC
Terminalperiodevækst	-4%	-8%	-2%	-4%	0%	0%	2%	6%	5%	17%
EBIT-margin	-12%	-62%	-6%	-31%	0%	0%	6%	31%	12%	62%
Markedsrisikopræmie	22%	89%	10%	34%	0%	0%	-8%	-23%	-14%	-40%
Risikofri rente	7%	21%	3%	10%	0%	0%	-3%	-9%	-6%	-16%
Beta	22%	89%	10%	34%	0%	0%	-8%	-23%	-14%	-40%

Kilde: Egen tilvirkning

11.3.4 Synergieffekter

Eftersom værdiansættelse og vurdering af synergieffekterne er afhandlingens primære formål, findes det relevant at overveje, hvordan ændringer i de forecastede synergieffekter påvirker værdien af MK's egenkapital. Forecastet af synergieffekter for år 2020 er valgt til denne følsomhedsanalyse, idet de betydeligste synergier forventes at indtræffe på dette tidspunkt.

Tabel 11.5 – Procentvis ændring i synergieffekter

% Ændring		-20%	-10%	0%	10%	20%
Oms.	Omsætningssynergieffekter	-0,3%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,3%
	Omkostningssynergieffekter	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
	Market Power	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
	Operationelle	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,1%	0,1%
	Ledelses	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Omk.	Market Power	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Operationelle	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
	Ledelses	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
	Finansielle	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kilde: Egen tilvirkning

Af ovenstående tabel 11.5 fremgår det at omsætningssynergierne har størst effekt på værdien af MK's egenkapital, relativt til de estimerede omkostningssynergier. Ovenstående procentvise påvirkninger på aktiekursen synes umiddelbart små, hvilket forklares ved, at JC før akkvisitionen kun svarede til omtrent 10% af MK (målt på omsætning). Alene denne størrelsesforskel gør det svært at realisere markante synergieffekter. En dybdegående følsomhedsanalyse af de respektive synergieffekter fremgår af app. 15.22.

Tabel 11.6 - Følsomhedsanalyse, synergieffekter

		Omsætningssynergieffekter									
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
Omkostningssynergieffekter	-2,0%	53,4	53,8	54,2	54,5	54,9	55,3	55,7	56,0	56,4	56,8
	-1,0%	53,6	54,0	54,4	54,8	55,1	55,5	55,9	56,2	56,6	57,0
	0,0%	53,8	54,2	54,6	55,0	55,3	55,7	56,1	56,5	56,9	57,2
	1,0%	54,0	54,4	54,8	55,2	55,6	55,9	56,3	56,7	57,1	57,5
	2,0%	54,3	54,6	55,0	55,4	55,8	56,2	56,5	56,9	57,3	57,7
	3,0%	54,5	54,8	55,2	55,6	56,0	56,4	56,8	57,1	57,5	57,9
	4,0%	54,7	55,1	55,4	55,8	56,2	56,6	57,0	57,4	57,8	58,1
	5,0%	54,9	55,3	55,7	56,0	56,4	56,8	57,2	57,6	58,0	58,4
	6,0%	55,1	55,5	55,9	56,3	56,6	57,0	57,4	57,8	58,2	58,6
	7,0%	55,3	55,7	56,1	56,5	56,9	57,3	57,6	58,0	58,4	58,8

Kilde: Egen tilvirkning

11.4 Sekundære værdiansættelsesmetode – Multipler

I teoriafsnittet er der, udover den tidligere anvendte DCF værdiansættelsesmetode, redegjort for sekundære værdiansættelsesmetoder herunder multipel værdiansættelse. Denne værdiansættelsesmetode anvendes nu på MK efter akkvisitionen og skal fungere som et *sanity check* for værdien, fundet vha. DCF-modellen. Den tidligere nævnte peer group anvendes som grundlag for multipel værdiansættelsen, denne er inddelt i Tier 1 og Tier 2.

Tier 1 består af Tapestry, Prada Group, Hermes og Ralph Lauren, da disse virksomheder vurderes at være sammenlignelige med MK efter akkvisitionen af JC. Disse virksomheder har alle en omsætning, der er nogenlunde sammenlignelig med MK, dog pointeres det, at Hermes ligger en smule over gennemsnittet for den resterende del af Tier 1. Tier 2 består af LVMH og Kering Group der opererer i luksusbranchen, men dels er væsentligt større end MK (målt på omsætning) og dels er diversificeret til andre produktkategorier, såsom drikkevarer. Det findes dog stadig interessant at sammenholde MK med disse markedsledere, idet MK har indikeret, at der fremadrettet vil foretages akkvisitioner med henblik på at vokse til en større koncern og dermed portefølje af virksomheder.

Tabel 11.7 – Multipel værdiansættelse ud fra Tier 1

	Michael Kors	Multipel	EV	EqV	Aktiekurs
EBITDA	1.143	13	14.681	14.006	92
EBIT	828	16	13.533	12.858	85

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: Peer group performance samt værdien af aktien ud fra peers

De anvendte multipler er EV/EBITDA og EV/EBIT. Ved brug af disse er der fordele og ulemper, hvilke er nærmere redegjort for i teoriafsnittet. For at sikre konsistens er al data for peer group hentet fra den samme eksterne database, Bloomberg (2017). Værdiansættelse ud fra Tier 1 giver en EV/EBITDA på 13x og en EV/EBIT på 16x, hvilket værdiansætter MK efter akkvisitionen i intervallet 85 til 92 USD pr. aktie. DCF-værdiansættelsen estimerede en værdi pr. aktie på USD 56, hvilket indikerer, at MK er værdiansat mellem 34-39% under Tier 1.

Tabel 11.8 – Multipel værdiansættelse ud fra Tier 2

	Michael Kors	Multipel	EV	EqV	Aktiekurs
EBITDA	1.143	14	15.968	15.293	101
EBIT	828	18	14.805	14.130	93

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: Peer group performance samt værdien af aktien ud fra peers

Udføres samme øvelse på Tier 2 bliver EV/EBITDA 14x og EV/EBIT 18x, hvorfor disse multipler er højere end for Tier 1. Ved overførsel af denne multipel til MK estimeres en værdi pr. aktie i intervallet USD 93 til 101, hvilket indikerer, at MK er værdiansat mellem 40% og 45% under Tier 2. Der er her tale om en væsentlig discount på MK, men da Tier 2 består af nogle væsentlig større og mere diversificerede virksomheder, må dette forventes at være nogle relativt sikrere investeringer. Uddybende beregninger fremgår af app. 15.23.

11.4.1 Sammenlignelige akkvisitioner

Det findes interessant at vurdere prisen, som MK har betalt for JC, idet denne fandtes ikke at afspejle værdien af synergierne fuldt ud.

Tabel 11.9 - Sammenlignelige akkvisitioner

Offentliggørelse	Opkøbsvirksomhed	Målvirksomhed	EBITDA Multiple
Aug 2017	Coach Inc. (Tapestry)	Kate Spade & Company	9,1x
Jul 2017	Michael Kors	Jimmy Choo PLC	17x
Apr 2016	Hanesbrands Inc.	Champion Eur. & Pac. Brands	10x
Mar 2016	Samsonite	Tumi	13,6x
Jan 2015	Coach Inc.	Stuart Weitzman Holdings	12x
Jul 2014	Kering Group	Ulysse Nardin	13x
Dec 2013	Leonard Green & Partners	Lucky Brand Dungarees	7,8x
Juli 2013	Hanesbrands Inc.	Maidenform Brands	9,4x
Maj 2013	Towebrook Capital Partners	True Religion Apparel	7,2x
Okt 2012	PVH Corp.	Warnaco Group	9,0x
Maj 2012	Wolverine World wide Inc.	Collective Brands	8,3x
Juni 2011	V.F. Corporation	The Timberland Company	12,8x
Juni 2011	The Jones Group Inc.	KG Group Holdings	10,4x
Mar 2011	LVMH Group	Bvlgari	13,2x
Maj 2010	The Jones Group Inc.	Stuart Wuitzman Holdings	8,1x
Maj 2010	PVH Corp.	Tommy Hilfiger	8,1x
Sep 2007	Sun Capital Partners, Inc.	Kellwood Company	7,7x
Maj 2007	Payless ShoeSource, Inc.	Stride Rite Corporation	12,1x
Dec 2005	Apax Partners LLP	Tommy Hilfiger Corporation	6,3x
Jun 2004	The Jones Group Inc.	Maxwell Shoe Company	8,0x
Jul 2003	V.F. Corporation	Nautice Enterprises	6,2x
Gennemsnit:			10x

Kilde: Egen tilvirkning

Ved at sammenligne akkvisitionsprisen med historiske transaktioner i samme branche vha. multipler som målestok i denne sammenligning vurderes MK's akkvisition af JC relativt til lignende transaktioner.

MK har betalt USD 1,12 mia. for JC i equity value, hvilket, udtrykt som EBITDA multipel, er svarende til 17x. En del af denne akkvisitionspris består af en præmie på 36,5%, hvilket ifølge

Alexandridis et al. (2011) kan vurderes at være markedssvarende. EBITDA anvendes til sammenligning, idet der hermed ses bort fra af- og nedskrivninger, hvilket reducerer usikkerheden forbundet med forskelle i regnskabspraksis.

Disse historiske EBITDA multipler er indikator for, hvad en akkvisition i luksusbranchen bør koste og det må hertil konkluderes, at prisen for JC, udtrykt som EBITDA multipel, er væsentlig over sammenlignelige transaktioner, idet denne er på 17x og gennemsnittet er 10x.

En transaktion der er særligt sammenlignelig er Coach Inc.'s akkvisition af Stuart Weitzman, hvilket ligeledes var et premium brand opkøbt af et sko brand i luksuskategorien. Akkvisitionsprisen var her 12x EBITDA, hvilket er svarende til omkring 30% mindre end MK har betalt for JC. Ovenstående indikerer dermed en dyr akkvisition af JC, hvilket kan reducere den potentielle gevinst af synergieffekter.

At akkvisitionsprisen vurderes at være relativ høj understøttes dog af, at det tidligere i afhandlingen estimeres, at MK har betalt 65% af værdien af synergierne i præmie til JC's ejere, hvilket ligeledes synes at være af høj karakter. Hertil skal det bemærkes, at den estimerede værdi af JC's egenkapital som stand-alone kun er 3% undervurderet ift. markedsværdien af JC på dagen før annonceringen af påbegyndelsen af salgsprocessen. Der konkluderes derfor, at være konsensus i den estimerede værdi af JC stand-alone og markedsværdien af JC pr. 21/04-2017, hvorfor akkvisitionsprisen ikke vil afspejle nogen forskel herpå, men derimod være en afspejling af MK's høje forventninger til synergier. Ligeledes finder denne analyse og værdiansættelse, at der trods den høje akkvisitionspris, målt ud fra ovenstående multipel sammenligning, estimeres at være en gevinst forbundet med akkvisitionen samtidig med at den værdi MK estimeres at få, i form af virksomhedsværdien for JC samt de forventede synergier, er estimeret højere end prisen betalt for akkvisitionen, hvorved synergieffekterne ikke afspejles fuldt ud i akkvisitionsprisen. Dette sammenkoblet med, at MK er villige til at betale 17x EBITDA giver en indikation af høje forventninger til synergieffekter og det er muligt, at MK estimerer en stor upside i udviklingen af deres luksus-kollektion vha. ekspertise fra JC. Den relativt høje akkvisitionspris kan dog ligeledes afspejle et kommunikeret pres fra MK's aktionærer til at vokse gennem M&A samt mangel på alternative interessante opkøbsenheder.

11.5 Delkonklusion

Værdien af synergierne er estimeret, men denne værdi er forbundet med usikkerhed, idet der er anført væsentlige antagelser og forudsætninger, hvorefter ændringer i disse kan have stor effekt på værdiestimatet. Ud fra en følsomhedsanalyse konkluderes det, at markedsrisikopræmien har en signifikant effekt på kapitalomkostningen og herved aktiekursen, hvilket både gør sig gældende for den konsoliderede virksomhed og for stand-alone.

En multipel værdiansættelse ud fra relevante peers er desuden blevet foretaget og denne estimerer et interval i niveauet over værdiansættelsen af den konsoliderede virksomhed, hvilket blev foretaget i afsnit 10.2. Dette vil sige, at gennemsnittet af de relevante peers handler til højere EV/EBIT og EV/EBITDA multipler end MK som konsolideret virksomhed.

Tilmed fandtes det særdeles relevant, at undersøge sammenlignelige historiske akkvisitioner og prisen herpå, udtrykt ved EBITDA multipel. Her konkluderes det, at MK har betalt 17x EBITDA, mens lignende transaktioner gennemsnitligt har været på 10x EBITDA. Dette indikerer, at MK har betalt en relativ høj pris for JC, hvilket sammen med den estimerede forventede gevinst ifm. akkvisitionen kan vurderes at være en indikation for høje forventninger til potentielle synergier.

12 Konklusion

Denne afhandling har til formål at identificere og analysere værdien af de synergieffekter, der opstår ved MK's akkvisition af JC. MK gennemførte d. 1/11-2017 deres akkvisition af engelske JC. Denne akkvisition anses som første led i MK's 2020 plan, der forventes at indebære mere end blot organisk vækst. Strategien vurderes at være et konkurrencemæssigt tiltag, med henblik på at nærme sig luksusbranchens store aktører og dermed bidrage til konsolidering af branchen.

I den teoretiske gennemgang identificeres det primære motiv for M&A i luksusbranchen at være forfølgelsen af en vækststrategi, hvilket suppleres af opnåelse af markedsandele, en styrket markedsposition og opnåelse af gevinster gennem synergieffekter. Særligt for luksusbranchen konkluderes det, at synergieffekter kan tage form af *operationelle, market power, ledelses og finansielle synergieffekter*, hvilke kan realiseres som enten omsætnings- eller omkostningssynergieffekter.

MK er kendetegnet ved et stærkt brand image inden for særligt premium produkter, mens JC udelukkende perciperes som et luksusbrand, hvilket i den strategiske analyse vurderes at være en styrkende karakter. Tilmed er virksomhedernes omsætning drevet af forskellige geografiske markeder, idet MK er meget afhængige af det Nordamerikanske marked, mens JC har stærke positioner i både Europa og Asien. MK har oplevet mindsket butikssalg, hvilket har ført til lukning af butikker. Samtidig har virksomheden opbygget stabile wholesale kunderelationer, mens JC fokuserer på åbning af flere egne butikker.

Det forventes, at begge virksomheder kan drage fordel af væksten i Asien, markedspenetrering inden for segmentet for mænd og en generel vækst i branchen for personlig luksus. Dette trods branchen karakteriseres ved høj rivalisering i form af bred og konsolideret konkurrence.

Rentabiliteten, analyseret i den finansielle analyse for begge virksomheder, indikerer at MK historisk set har opnået usædvanligt høje niveauer af samtlige nøgletal sammenlignet med JC's marginale lønsomhed.

Synergipotentialet mellem de to virksomheder er vurderet gennem den strategiske og finansielle analyse samt forecast og værdiansættelse af virksomhederne stand-alone. I luksusbranchen er synergieffekterne forskellige fra de traditionelle *hårde* synergier, idet væsentlige synergier forventes på omsætningssiden og ikke omkostningssiden. Det konkluderes, at MK som konsolideret virksomhed kan opnå *operationelle synergieffekter* gennem cross-selling samt geografisk-, produkt- og prisdiversifikation. Ligeledes forventes den konsoliderede virksomhed at kunne opnå en styrket positionering samt øget forhandlingsstyrke, hvilket karakteriseres som *market power synergieffekter*. Tilmed vurderes MK at kunne drage fordel af JC's ekspertviden om luksus branding og herved opnå *ledelsessynergieffekter*, hvorfor MK forventes at investere yderligere i deres luksuskollektion og dermed opnå både produkt- og prisdiversifikation. Akkvisitionen forventes at medføre negative *finansielle synergier*, idet lånerenten øges grundet højere gældssætning.

Disse synergier forventes at bidrage til positiv omsætningsvækst, trods MK forventes at lukke butikker. Ydermere forventes eCommerce at udgøre en stadig stigende andel af virksomhedernes retail omsætning, hvilket forbindes med lavere omkostninger. Integrationen af JC, og dermed synergier, er forbundet med omkostninger, hvorfor EBIT-marginen for den konsoliderede virksomhed forventes at forværres det første år efter akkvisitionen.

Værdien af den konsoliderede virksomheds egenkapital er estimeret til USD 8.488 mio. pr. 1/11-2017 vha. DCF-metoden, hvilket svarer til en aktiekurs på USD 56. Dette understøttes også af værdiansættelse vha. RIDO-metoden. Yderligere input til estimering af synergieffekterne udgøres af estimeringen af MK som stand-alone virksomhed til USD 7.182 mio. og JC til USD 841 mio. pr. 31/10-2017. Værdien af synergieffekter estimeres til USD 464 mio. og vurderes ikke at afspejle akkvisitionsprisen på USD 1.122 mio. fuldt ud, idet MK's aktionærer opnår positive synergier, der ikke er reflekteret i akkvisitionsprisen og den estimerede præmie på 36,5%.

Gennem en følsomhedsanalyse, foretaget på ændringer i udvalgte inputparametre, konkluderes det, at aktiekursen er mest følsomhed overfor ændringer i markedsrisikopræmien. Dette gør sig gældende både for MK efter akkvisitionen samt de to virksomheder stand-alone.

Tilmed estimeres en multipel værdiansættelse ud fra Tier 1 og Tier 2 en værdi af den konsoliderede virksomhed i intervallet USD 92–101 pr. aktie. Hvorfor det konkluderes at gennemsnittet af de relevante peers handler til højere EV/EBIT og EV/EBITDA multipler end MK.

De to virksomheder konkluderes at komplementere hinanden særdeles godt, men det vurderes også, at MK har betalt en relativ høj pris for JC sammenholdt med lignende akkvisitioner i luksusbranchen. Dette kan skabe bekymring i markedet og for investorer, idet MK skal være særdeles skarpe til at realisere de potentielle synergier og fastholde indtjening, trods det er første akkvisition i virksomhedens historie. På baggrund af ovenstående konkluderes det, at den teoretiske markedsværdi af synergieffekter pr. 1/11-2017 på USD 464 mio. ikke afspejles fuldt ud i akkvisitionsprisen, som MK har betalt for JC, idet MK's aktionærer opnår en positiv værdi eller rettere gevinst ved transaktionen, da værdien af synergipotentialet overstiger præmien og omkostninger for transaktionen. Da der er konsensus mellem stand-alone JC værdiansættelsen og markedsværdien heraf, vurderes denne gevinst ved transaktionen derfor at afspejle MK's høje forventninger til synergieffekter.

13 Perspektivering

Afslutningsvis findes det interessant og relevant at belyse denne akkvisition fra to alternative synsvinkler, hvorfor perspektivering til følgende to emner foretages.

13.1 Michael Kors som akkvisitionsmaskine?

Motivationen for MK's akkvisition af JC er de ovenfor analyserede og værdiansatte synergieffekter, disse synes attraktive, hvilket virksomhedens ledelse har vurderet kunne retfærdiggøre den relativt høje akkvisitionspris. Drages en parallel til historiske opkøb, har det ofte vist sig, at flere af de synergieffekter, der har motiveret opkøbet, ender som en illusion (Bruner, 2004). MK har ikke førhen foretaget nogle akkvisitioner, hvorfor JC er virksomhedens første anskaffelse. Dette må forventes at medføre nogle begyndervanskeligheder i forbindelse med integrationen af virksomheden, både driftsmæssigt og finansielt. Disse vanskeligheder kan i værste tilfælde reducere eller helt eliminere de attraktive synergieffekter der var hele motivationen bag opkøbet. Det findes derfor relevant at belyse den udfordring, der er forbundet med en førstegangssakkvisition og herefter integration af virksomheden, idet dette får afgørende betydning for den endelige værdi af synergieffekterne.

13.2 Dynamiske forbrugertendenser

Motivationen for denne afhandling fandtes i et indblik i luksusbranchen og de tendenser, der historisk har karakteriseret denne branche. Det findes derfor interessant kort at overveje, hvordan fremtiden for denne branche ser ud, idet luksusbranchen er præget af relativt hurtige skift i forbrugerpræferencer.

MK har kommunikeret i deres 2020 plan, at virksomheden ønsker at foretage flere akkvisitioner, hvilket umiddelbart kan synes svært at opnå, idet branchen i forvejen er konsolideret. Skift i forbrugerpræferencer kan forekomme på en relativ kort tidshorisont sammenlignet med andre brancher, hvilket kan gøre brands og virksomheder attraktive for MK og dermed bidrage til yderligere vækst gennem M&A. Samtidig med at dette kan skabe en vis usikkerhed omkring den i afhandlingen estimerede værdi af MK efter akkvisitionen af JC grundet eventuelle skift i de analyserede tendenser.

Ligeledes forsøger mange virksomheder/brancher at tilpasse sig skift i forbrugerpræferencer, gennem en ny tendens i omnichannel strategier i form af cross-channel løsninger. Der ses en tendens i, at butikssalg og eCommerce bindes sammen gennem *Click&Collect*, hvor forbrugeren bestiller online men henter i butikken. Dette er dog endnu ikke bredt implementeret i mode- og luksusbranchen sammenlignet med andre brancher (Jara et al., 2018). Denne udviklingstendens kan derfor forventes at være en mulighed og have en dæmpende effekt på butikslukninger, der ellers forventes for MK. Dette da der er tale om en ny kombination af eCommerce og fysiske butikker, der imødekommer forbrugers behov for at se genstanden fysisk inden køb, men samtidig opnå hurtig information om tilgængeligheden. En eventuel anvendelse af denne cross-channel løsning kan derfor forventes at have en indvirkning på den ovenstående værdiansættelse af MK.

14 Referenceliste

AAFA (2017) *American Apparel & Footwear Association (AAFA) – Made in USA database*. (AAFA, 2017)

Acharya, V. & Pedersen, L. (2005). *Asset Pricing With Liquidity Risk*. Journal of Financial Economics Vol. 77 (2), pp 375 – 410 (Acharya & Pedersen, 2005)

Alexandrisdis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L. & Travlos, N. G. (2011). *Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains*. Januar 2011 (Alexandrisdis et al., 2011)

Ansoff, H. I. (1957). *Strategies for Diversification*. Harvard Business Review, Vol. 35 Issue 5, Sep/Oct. pp 113 – 124 (Ansoff, 1957)

Bain & Company (2017a) *‘Global personal luxury goods market expected to grow by 2-4 percent to €254-259bn in 2017, driven by healthier local consumption in China and increased tourism and consumer confidence in Europe*. Bain & Company Press Release 29 maj 2017 (Bain, 2017a)

Bain & Company (2017b). *Global personal luxury goods market returns to healthy growth, reaching a fresh high of €262 billion in 2017*. Bain & Company Press Release 25 October 2017 (Bain, 2017b)

Bain & Company (2017c). *Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall-Winter 2017*. Bain & Company Report 22 December 2017 (Bain, 2017c)

Barney, J. B. (1995). *Looking Inside for Competitive Advantage*. Academy of Management Executive, Vol. 9, Issue 4, pp 49 – 61 (Barney, 1995)

Bastien, V. & Kapferer, J. N. (2009). *The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands*. London: Kogan-Page (Bastien & Kapferer, 2009)

Bastien, V. & Kapferer, J. N. (2012). *The Specificity of Luxury Management: Turning Marketing Upside Down*. London: Kogan-Page (Bastien & Kapferer, 2012)

BCG (2013). *How Successful M&A Deals Split the Synergies*. 27 March 2018 www.bcg.com (BCG, 2013)

BCG Altagamma (2017). *The True-Luxury Global Consumer Insight* (4th udg.). The Boston Consulting Group, Altagamma. (BCG, 2017)

BEA (2018). *Personal Income and Outlays February 2018*. Beureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce (BEA, 2018)

Berry, C. J. (1994). *The Idea of Luxury: A Conceptual and Historical investigation*. Cambridge University Press (Berry, 1994)

Bloomberg L.P. (2018a). *Foreign Exchange Rate USD to AED*. Bloomberg database (Bloomberg, 2018a)

Bloomberg L.P. (2018b). *10-year US Treasury bond*. Bloomberg database (Bloomberg, 2018b)

Bloomberg L.P. (2018c). *10-year UK Government bond*. Bloomberg database (Bloomberg, 2018c)

Bloomberg L.P. (2018d). *Michael Kors stock price 2011-2018*. Bloomberg database (Bloomberg, 2018d)

Bloomberg L.P. (2018e). *Jimmy Choo stock price 2014-2017*. Bloomberg database (Bloomberg, 2018e)

Bloomberg L.P. (2018f). *Company stock prices (Mall Index, S&P500)*. Bloomberg database (Bloomberg, 2018f)

- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2011). *Investments and Portfolio Management (9th udg.)*. McGrawHill (Bodie et al., 2011)
- Bradley, M., Desai, A. & Kim, E. H. (1988). *Synergistic Gains From Corporate Acquisitions and their Division between the stockholders of Target and Acquiring Firms**. *Journal of Financial Economics* 21, pp 3 – 40 (Bradley et al., 1988)
- Brun, A., Castelli, C. & Karaosman, H. (2017). *A focused supply chain strategy for luxury fashion management*. *Journal of Fashion Marketing and Management: An International Journal*, Vol. 21 Issue: 4, pp 544 – 563 (Brun et al., 2017)
- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons (Bruner, 2004)
- Burberry Group PLC. (2012). *Burberry Group PLC Annual Report 2011/12*. London (Burberry, 2012)
- Burberry Group PLC. (2013). *Burberry Group PLC Annual Report 2012/13*. London (Burberry, 2013)
- Burberry Group PLC. (2014). *Burberry Group PLC Annual Report 2013/14*. London (Burberry, 2014)
- Burberry Group PLC. (2015). *Burberry Group PLC Annual Report 2014/15*. London (Burberry, 2015)
- Burberry Group PLC. (2016). *Burberry Group PLC Annual Report 2015/16*. London (Burberry, 2016)
- Burberry Group PLC. (2017). *Burberry Group PLC Annual Report 2016/17*. London (Burberry, 2017)
- Campbell, A. & Goold, M. (1998). *Desperately Seeking Synergy*. *Harvard Business Review*, Sep/Oct. Issue 1998 (Campbell & Goold, 1998)
- Carpenter, M. A. & Sanders, W. G. (2007). *Strategic Management: A Dynamic Perspective: Concepts*. Prentice Hall (Carpenter & Sanders, 2007)
- Chevalier, M. & Mazzalovo, G. (2008). *Luxury Brand Management: A World of Privilege*. John Wiley and Sons (Chevalier & Mazzalovo, 2008)
- Choo, H. J., Moon, H., Kim, H. & Yoon, N. (2012). *Luxury Customer Value*. *Journal of Fashion Marketing and Management*, Vol. 16 No. 1, pp 81 – 101 (Choo et al., 2012)
- Christensen, M. (2014). *Obligationsinvestering: Teori og praktisk anvendelse (8th udg.)* Jurist- og Økonomiskforbundets Forlag (Christensen, 2014)
- Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. NYU – Stern School of Business, October 2005 (Damodaran, 2005)
- Damodaran, A. (2017a). *Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*. NYU – Stern School of Business (Damodaran, 2017a)
- Damodaran, A. (2017b). *The Weighted Average Cost of Capital*. NYU – Stern School of Business (Damodaran, 2017b)
- Damodaran, A. (2017c). *Market Risk Premium*. NYU – Stern School of Business (Damodaran, 2017c)
- Damodaran, A. (2017d). *Beta, Beta Unlevered, Beta Levered*. NYU – Stern School of Business (Damodaran, 2017d)

- Deloitte (2016a). *Private Equity and Investors Survey 2016*. Deloitte Global Fashion and Luxury market (Deloitte, 2016)
- Deloitte (2016b). *Asia Pacific Economic Outlook*. 31 marts 2016. Deloitte Insights (Deloitte, 2016b)
- Deloitte (2017a). *The Global Powers of Luxury Goods 2017 – The New Luxury Consumer*. Deloitte Global Fashion and Luxury market (Deloitte, 2017a)
- Deloitte (2017b). *Private Equity and Investors Survey 2017*. Deloitte Global Fashion and Luxury market (Deloitte, 2017b)
- Dimson, E., Marsch, P., Staunton, M., Kersley, R. & O'Sullivan, M. (2017). *Global investment Returns Yearbook 2017*. London Business School and Credit Suisse (Dimson et al., 2017)
- Dolan, R. & Simon, H. (1996). *Asymmetric promotion effects and brand positioning*. Marketing Science, Vol. 15 No. 4, pp 379 – 394 (Dolan & Simon, 1996)
- ECB (2018). *Key Euro Area Indicators*. 15 marts 2018 European Central Bank – Eurosystem (ECB, 2018)
- EY (2016). *Keep calm and care about your consumer – The luxury and cosmetics financial factbook 2016 edition*. EY (EY, 2016)
- Fernandez, P., Pershin, V., & Acín, I. F. (2017). *Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2017: a survey*. IESE Business School (Fernandez et al., 2017)
- Gabor, A. & Granger, C. W. J. (1966). *Price as an indicator of quality: report on an enquiry*. Economica, Vol. 33 No. 129, February, pp 43 – 70 (Gabor & Granger, 1966)
- Gaughan, P. A. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (4th udg.). New York: John Wiley and Sons (Gaughan, 2007)
- Godbole, P. G. (2013). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring* (2nd udg.). Ney Dehli, India: Vikas Publishing House PVT LTD (Godbole, 2013)
- GOV.UK (2018a). *Trade and tariffs: Brexit and beyond*. 26 april 2018. GOV.UK Department for International Trade (GOV, 2018a)
- GOV.UK (2018b). *Corporate Tax rates and reliefs*. 28 april 2018. GOV.UK Department for Businesses (GOV, 2018b)
- Groenewold, N., & Fraser, P. (2000). *Forecasting Beta: How Well Does the 'Five-Year Rule of Thumb' Do?*. Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 27 (7), pp 953 – 982 (Groenewold & Fraser, 2000).
- Gupta, P. K. (2012). *Mergers and Acquisitions (M&A): The Strategic Concepts for the Nuptials of Corporate Sector*. Innovative Journal of Business and Management 1: 4 July – Aug, pp 60 – 68 (Gupta, 2012)
- Hennings, N., Siebels, A. & Wiedmann, K. P. (2009). *Value-based segmentation of luxury consumption behavior*. Psychol Mark 2009, Vol. 26 (7), pp 625 – 651 (Hennings et al., 2009)
- Hermes. (2011). *Hermes Annual Report 2011*. Paris (Hermes, 2011)
- Hermes. (2012). *Hermes Annual Report 2012*. Paris (Hermes, 2012)
- Hermes. (2013). *Hermes Annual Report 2013*. Paris (Hermes, 2013)

- Hermes. (2014). *Hermes Annual Report 2014*. Paris (Hermes, 2014)
- Hermes. (2015). *Hermes Annual Report 2015*. Paris (Hermes, 2015)
- Hermes. (2016). *Hermes Annual Report 2016*. Paris (Hermes, 2016)
- Hermes. (2017). *Hermes Annual Report 2017*. Paris (Hermes, 2017)
- Hinner, M. B., Lima, A. P., Sagbansua, L. & Stepien, B. (2016). *Comparing consumers' value perception of luxury goods: is national culture a sufficiently explanatory factor?*. Economics and Business Review, Vol. 2 (16), No. 2, pp 74 – 93 (Hinner et al., 2016)
- Inter Parfums Inc. (2011). *Inter Parfums Inc. Annual Report 2011*. Frankfurt. (Inter Parfums Inc., 2011)
- Inter Parfums Inc. (2012). *Inter Parfums Inc. Annual Report 2012*. Frankfurt. (Inter Parfums Inc., 2012)
- Inter Parfums Inc. (2013). *Inter Parfums Inc. Annual Report 2013*. Frankfurt. (Inter Parfums Inc., 2013)
- Inter Parfums Inc. (2014). *Inter Parfums Inc. Annual Report 2014*. Frankfurt. (Inter Parfums Inc., 2014)
- Inter Parfums Inc. (2015). *Inter Parfums Inc. Annual Report 2015*. Frankfurt. (Inter Parfums Inc., 2015)
- Inter Parfums Inc. (2016). *Inter Parfums Inc. Annual Report 2016*. Frankfurt. (Inter Parfums Inc., 2016)
- Ijaouane, V. & Kapferer, J. N. (2012). *Developing Luxury Bands Within Luxury Groups – Synergies Without Dilution?*. Markenmanagement, Marketing Review St. Gallen 1, pp 24 – 29 (Ijaouane & Kapferer, 2012)
- JAB Luxury. (2017). *Strategic review including formale sale process under the Takeover Code*. 24 april 2017 (JAB, 2017)
- Jackson, T. (2002). *International Herald Tribune fashion 2011 congerence review*. Journal of Fashion Marketing and Management, Vol. 6 No 4 (Jackson, 2002)
- Jimmy Choo. (2013). *Jimmy Choo Annual Report 2013*. London (Jimmy Choo, 2013)
- Jara, M., Vyt, D., Mevel, O. & Morvan, N. (2018). *Measuring customers benefits of click and collect*. Journal of Services Marketing (Jara et al., 2018)
- Jimmy Choo. (2014a). *Jimmy Choo Annual Report 2014*. London (Jimmy Choo, 2014a)
- Jimmy Choo. (2014b). *Jimmy Choo Prospectus 2014*. BofA Merrill Lynch, HSBC, BHF-Bank (Jimmy Choo, 2014b)
- Jimmy Choo. (2015a). *Jimmy Choo Halfyear Report 2015*. London (Jimmy Choo, 2015a)
- Jimmy Choo. (2015b). *Jimmy Choo Annual Report 2015*. London (Jimmy Choo, 2015b)
- Jimmy Choo. (2016a). *Jimmy Choo Halfyear Report 2016*. London (Jimmy Choo, 2016a)
- Jimmy Choo. (2016b). *Jimmy Choo Annual Report 2016*. London (Jimmy Choo, 2016b)
- Jimmy Choo. (2017). *Jimmy Choo Halfyear Report 2017*. London (Jimmy Choo, 2017)
- Johnson G., Scholes, K & Whittington, R. (2011). *Exploring Corporate Strategy* (7th udg.) Harlow: Prentice Hall (Johnson et al, 2011)

- Kapferer, J. N. & Tabatoni, O. (2011). *Are luxury brands really a financial dream?* Journal of Strategic Management Education 7 (4) 2011 (Kapferer & Tabatoni, 2011)
- Kering Group. (2011). *Kering Group Annual Report 2011*. Paris (Kering, 2011)
- Kering Group. (2012). *Kering Group Annual Report 2012*. Paris (Kering, 2012)
- Kering Group. (2013). *Kering Group Annual Report 2013*. Paris (Kering, 2013)
- Kering Group. (2014). *Kering Group Annual Report 2014*. Paris (Kering, 2014)
- Kering Group. (2015). *Kering Group Annual Report 2015*. Paris (Kering, 2015)
- Kering Group. (2016). *Kering Group Annual Report 2016*. Paris (Kering, 2016)
- Kering Group. (2017). *Kering Group Annual Report 2017*. Paris (Kering, 2017)
- Kitchen, P. J., McColl, R. & Truong, Y. (2009). *New luxury brand positioning af the emergence of Masstige brands*. Journal of Brand Management, Vol. 16, pp 375 – 382 (Kitchen et al., 2009)
- Knoll, S. (2008). *Cross-Business Synergies: A Typology of Cross-business Synergies and a Mid-range Theory of Continuous Growth Synergi Realization*. Gabler Edition Wissenschaft, St. Gallen (Knoll, 2008)
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation* (6th udg.). New York: John Wiley and Sons (Koller et al., 2015)
- Kotler, P., Meiread, B., Keller, K. L. & Hansen, T. (2012). *Marketing Management*. (2th udg.). Pearson (Kotler et al., 2012)
- Li, J. J. & Su, C. (2007). *How face influences consumption: A comparative study of American and Chinese consumers*. International Journal of Market Research, Vol. 49, pp 237 – 256 (Li & Su, 2007)
- LVMH Group (2011). *LVMH Group Annual Report 2011*. Paris (LVMH, 2011)
- LVMH Group (2012). *LVMH Group Annual Report 2012*. Paris (LVMH, 2012)
- LVMH Group (2013). *LVMH Group Annual Report 2013*. Paris (LVMH, 2013)
- LVMH Group (2014). *LVMH Group Annual Report 2014*. Paris (LVMH, 2014)
- LVMH Group (2015). *LVMH Group Annual Report 2015*. Paris (LVMH, 2015)
- LVMH Group (2016). *LVMH Group Annual Report 2016*. Paris (LVMH, 2016)
- LVMH Group (2017). *LVMH Group Annual Report 2017*. Paris (LVMH, 2017)
- Macchion, L., Moretto, A., Caniato, F., Caridi, M., Danese, P. & Vinelli, A. (2015). *Production and supply network strategies within the fashion industry'* International Journal of Production Economics, Vol. 163, pp 173 – 188 (Macchion et al., 2015)
- Michael Kors. (2011). *Michael Kors Annual Report 2012*. Maj 2011. New York (Michael Kors, 2011)
- Michael Kors. (2012). *Michael Kors Annual Report 2013*. Maj 2012. New York (Michael Kors, 2012)

- Michael Kors. (2013). *Michael Kors Annual Report 2014*. Maj 2013. New York (Michael Kors, 2013)
- Michael Kors. (2014). *Michael Kors Annual Report 2015*. Maj 2014. New York (Michael Kors, 2014)
- Michael Kors. (2015). *Michael Kors Annual Report 2016*. Maj 2015. New York (Michael Kors, 2015)
- Michael Kors. (2016). *Michael Kors Annual Report 2017*. Maj 2016. New York (Michael Kors, 2016)
- Michael Kors. (2017a). *Michael Kors Quarterly (Q1) Report 2018*. New York (Michael Kors, 2017a)
- Michael Kors. (2017b). *Michael Kors Quarterly (Q2) Report 2018*. New York (Michael Kors, 2017b)
- Michael Kors. (2017c). *Michael Kors Quarterly (Q3) Report 2018*. New York (Michael Kors, 2017c)
- Michael Kors. (2017d). *Michael Kors Runway 2020 Plan*. May 2017. New York (Michael Kors, 2017d)
- Michael Kors. (2017e). *Michael Kors Holdings Limited Completes Acquisition of Jimmy Choo PLC*. 1. november 2017. New York (Michael Kors, 2017e)
- Moody's Investors Service(2017). *Moody's assigns Baa3 rating to Michael Kors' senior unsecured notes*. 5. oktober 2017. New York (Moody's 2017)
- Moser, R. & Narayanamurthy, G. (2016). *Middle East luxury retail sector – opportunities or uncertainties in the future?* Emerald Emerging Markets Case Studies, Vol. 6 Issue: 3, pp 1 – 39 (Moser & Narayanamurthy, 2016)
- OECD (2018). *Inflation (CPI)*. OECD Data tilgået 1 marts 2018: <<https://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>> (OECD, 2018)
- Petersen, C.V., & Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis* (1st udg.). Harlow: Pearson (Petersen & Plenborg, 2012)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2011). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2011*. New York (Ralph Lauren, 2011)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2012). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2012*. New York (Ralph Lauren, 2012)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2013). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2013*. New York (Ralph Lauren, 2013)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2014). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2014*. New York (Ralph Lauren, 2014)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2015). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2015*. New York (Ralph Lauren, 2015)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2016). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2016*. New York (Ralph Lauren, 2016)
- Polo Ralph Lauren Corp. (2017). *Ralph Lauren Corp. Annual Report 2017*. New York (Ralph Lauren, 2017)
- Porter, M. E. (1985). *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press (Porter, 1985)
- Prada SpA. (2011). *Prada SpA Annual Report 2011*. Marts 2012. Milano (Prada, 2011)
- Prada SpA. (2012). *Prada SpA Annual Report 2012*. Marts 2013. Milano (Prada, 2012)
- Prada SpA. (2013). *Prada SpA Annual Report 2013*. Marts 2014. Milano (Prada, 2013)
- Prada SpA. (2014). *Prada SpA Annual Report 2014*. Marts 2015. Milano (Prada, 2014)

- Prada SpA. (2015). *Prada SpA Annual Report 2015*. Marts 2016. Milano (Prada, 2015)
- Prada SpA. (2016). *Prada SpA Annual Report 2016*. Marts 2017. Milano (Prada, 2016)
- Prada SpA. (2017). *Prada SpA Annual Report 2017*. Marts 2018. Milano (Prada, 2017)
- PVH Corp. (2012). *PVH Corp. Annual Report 2012*. Maj 2013. New York (PVH Corp., 2012)
- PVH Corp. (2013). *PVH Corp. Annual Report 2013*. Maj 2014. New York (PVH Corp., 2013)
- PVH Corp. (2014). *PVH Corp. Annual Report 2014*. Maj 2015. New York (PVH Corp., 2014)
- PVH Corp. (2015). *PVH Corp. Annual Report 2015*. Maj 2016. New York (PVH Corp., 2015)
- PVH Corp. (2016). *PVH Corp. Annual Report 2016*. Maj 2017. New York (PVH Corp., 2016)
- PVH Corp. (2017). *PVH Corp. Annual Report 2017*. Maj 2018. New York (PVH Corp., 2017)
- Riot, R., Chamaret, C. & Rigaud, E. (2013). *Murakami on the bag: Louis Vuitton's decommunitization strategy'* International journal of Retail and Distribution Management, Vol. 41 No. 11/12, pp 919 – 939
- Salvatore Ferragamo SpA. (2011). *Salvatore Ferragamo SpA. Annual Report 2011*. April 2012. Italien. (Salvatore Ferragamo SpA., 2011)
- Salvatore Ferragamo SpA. (2012). *Salvatore Ferragamo SpA. Annual Report 2012*. April 2013. Italien. (Salvatore Ferragamo SpA., 2012)
- Salvatore Ferragamo SpA. (2013). *Salvatore Ferragamo SpA. Annual Report 2013*. April 2014. Italien. (Salvatore Ferragamo SpA., 2013)
- Salvatore Ferragamo SpA. (2014). *Salvatore Ferragamo SpA. Annual Report 2014*. April 2015. Italien. (Salvatore Ferragamo SpA., 2014)
- Salvatore Ferragamo SpA. (2015). *Salvatore Ferragamo SpA. Annual Report 2015*. April 2016. Italien. (Salvatore Ferragamo SpA., 2015)
- Salvatore Ferragamo SpA. (2016). *Salvatore Ferragamo SpA. Annual Report 2016*. April 2017. Italien. (Salvatore Ferragamo SpA., 2016)
- Seal, W., Rohde, C., Garrison, R.H. & Noreen E.W. (2015). *Management Accounting* (5. udg.). Maidenhead: McGraw-Hill (Seal et al., 2015)
- Seth, A. (1990). *Sources of Value-creation in Acquisitions: An empirical investigation*. Strategic Management Journal, Vol 11: 431-446 (Seth, 1990)
- Sherman, A. J. (1998). *Mergers and Acquisitions from A to Z: Strategic and Practical Guidance from Small and Middle Market Buyers and Sells*. United States of America (Sherman, 1998)
- Sudarsanam, P.S. (1995). *The Essence of Mergers and Acquisitions*. UK: Prentice Hall (Sudarsanam, 1995)
- Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang* (4th udg.). Gjøellerup (Sørensen, 2012)
- Tapestry Inc. (2011). *Tapestry Inc. Annual Report 2011*. August 2011. New York. (Tapestry Inc., 2011)

- Tapestry Inc. (2012). *Tapestry Inc. Annual Report 2012*. September 2012. New York. (Tapestry Inc., 2012)
- Tapestry Inc. (2013). *Tapestry Inc. Annual Report 2013*. August 2013. New York. (Tapestry Inc., 2013)
- Tapestry Inc. (2014). *Tapestry Inc. Annual Report 2014*. August 2014. New York. (Tapestry Inc., 2014)
- Tapestry Inc. (2015). *Tapestry Inc. Annual Report 2015*. August 2015. New York. (Tapestry Inc., 2015)
- Tapestry Inc. (2016). *Tapestry Inc. Annual Report 2016*. August 2016. New York. (Tapestry Inc., 2016)
- Tapestry Inc. (2017). *Tapestry Inc. Annual Report 2017*. August 2017. New York. (Tapestry Inc., 2017)
- TOD's Group SpA. (2011). *TOD's Group SpA. Annual Report 2011*. Florence. (TOD's SpA., 2011)
- TOD's Group SpA. (2012). *TOD's Group SpA. Annual Report 2012*. Florence. (TOD's SpA., 2012)
- TOD's Group SpA. (2013). *TOD's Group SpA. Annual Report 2013*. Florence. (TOD's SpA., 2013)
- TOD's Group SpA. (2014). *TOD's Group SpA. Annual Report 2014*. Florence. (TOD's SpA., 2014)
- TOD's Group SpA. (2015). *TOD's Group SpA. Annual Report 2015*. Florence. (TOD's SpA., 2015)
- TOD's Group SpA. (2016). *TOD's Group SpA. Annual Report 2016*. Florence. (TOD's SpA., 2016)
- Trautwein, F. (1990). *Merger Motives and Merger Prescriptions*. Strategic Management Journal, Vol. 11, pp 283 – 295 (Trautwein, 1990)
- USTR (2018). *President Trump Announces Strong Actions to Address China's Unfair Trade*. Marts 2018, Office of the United States Trade Representative (USTR, 2018)
- Weston, J. F. & Weaver, S. C. (2001). *Mergers & Acquisitions*. McGraw-Hill (Weston & Weaver, 2001)
- Worldbank (2018a). *China*. Tilgæt 1 marts 2018: <<https://data.worldbank.org/country/china>> (Worldbank, 2018a)
- Worldbank (2018b). *Middle East*. Tilgæt 1 marts 2018: <<https://data.worldbank.org/country/china>> (Worldbank, 2018b)
- World Wealth Report, WWR (2018). *HNWI Population, Global*. Capgemini (WWR, 2018)
- Zhang, J. (2018). *Public Governance and Corporate Fraud: Evidence form the Recent Anti-corruption Campaign in China*. Journal of Business Ethics, 2018, Vol. 148 (2), pp 375 – 396 (Zhang, 2018)

15 Appendiks

Appendiks 15.1 Andre motiver

Udover ovennævnte motiver, samt teorier herfor påviser Johnson et al. (2011) og Gupta (2012) en alternativ, men dog indholdsmæssig lignende tilgang til identificering og gruppering af motiver, der kan ligge til grund for M&A.

Ifølge Johnson et al. (2011) kan forklaringen på, hvorfor M&A forekommer, betragtes som hhv. strategiske, finansielle og ledelsesmæssige.

De strategiske motiver omhandler fokus på at udvikle og forbedre virksomheden, hvilket kan anses for værende tæt forbundet med betænkeligheder angående konkurrencen på markedet og hertil virksomhedens konkurrencemæssige position. Mere konkret påpeges de centrale strategiske motiver, for at være udvidelse og ekspansion af det forretningsmæssige scope, ændring af den konkurrencemæssige struktur samt kapacitetsforbedringer (Johnson et al., 2011 & Gupta, 2012).

Derudover kan der være tale om finansielle motiver for M&A, hvor fokus er rettet mod bedst muligt at udnytte de økonomiske ressourcer til aktionærerne. Her kan de centrale finansielle motiver, såsom akkvisition af virksomheder med lav aktieværdi eller P/E ratio samt 'asset stripping' i form af kortsigtet gevinst ved køb og kort herefter salg af undervurderede aktiver nævnes (Johnson et al., 2011 & Gupta, 2012).

De ledelsesmæssige motiver fokuserer derimod på ledelsens egeninteresse, hvori de centrale ledelsesmæssige motiver kan anses for at være personlige ambitioner, såsom øget ego og omdømme, for høj selvtillid, samt bonusaflønnings linket til væksten. Ydermere anses pres fra virksomhedens omgivelser og peers for at være centrale ledelsesmæssige motiver til M&A, da virksomheder kan føle sig presset til at foretage M&A, af bekymring for at svække den konkurrencemæssige position, hvis konkurrenter foretager M&A (Johnson et al., 2011). Det skal hertil pointeres, at disse ledelsesmæssige motiver ikke nødvendigvis er i den bedste interesse for aktionærerne, hvilket kan siges at understøtte Trautwein's (1990) *'Empire Building Theory'*.

Grupperingen af strategiske og finansielle motiver bliver ligeledes identificeret af Gupta (2012). De af Johnson et al. (2011) identificerede ledelsesmæssige motiver synes dog at blive udskiftet med betegnelsen organisatoriske motiver. Dette synes ikke blot at være en forskel i navngivelsen af motivet, idet Gupta (2012) fremhæver motiver omhandlende ledelseskvalitet såsom bevarelse af ledelsestalenter og afskaffelse af ineffektiv ledelse.

Appendiks 15.2 Andre strategiske faktorer

Følgende eksterne og interne faktorer supplerer, den i afhandlingen strategiske analyse. Disse faktorer anses stadig for at være relevante for de analyserede virksomheder.

PESTEL

Politiske faktorer

Rusland

Rusland er et vigtigt marked for luksusbranchen, idet der bliver flere meget rige mennesker, HNWI. En stor del af deres forbrug bliver foretaget på rejser, hvorfor det er vigtigt at de velhavende turister fortsat har mulighed for at rejse og shoppe. Den politiske usikkerhed der er opstået efter giftangrebet i England, kan få vidtgående konsekvenser idet russiske diplomater efterfølgende er blevet udvist af landet. Dette skaber politisk ustabilitet og påvirker luksusbranchen, såvel som mange andre brancher.

Mellemøsten

I Mellemøsten er den politiske situation præget af stor usikkerhed idet regionen er krigsramt. Ikke desto mindre er de arabiske storbyer centrale samlingspunkter for samtlige luksushuse og en massiv turistattraktion, dette skyldes lave importafgifter (Moser and Narayanamurthy, 2016). Både MK og JC er synlige i arabiske storbyer, såsom Dubai og Abu Dhabi, hvorfor politisk stabilitet er vigtig for at kunne opretholde samarbejde og generelt forbrug.

Økonomiske faktorer

Rusland

Rusland har været en økonomi i recession, der forsat lider af effekterne af økonomiske sanktioner. Der har været en dæmpende effekt på salget af luksusvarer, idet middelklassen har været under økonomisk pres. Som afledt effekt af forbrugernes lavere købekraft har flere søgt mod premium produkter i stedet for luksusvarer.

Kina

I Kina er en længere årrække med høj vækst i luksusmarkedet blevet udfordret af et fald i salget af luksusvarer. Dette begrundes med usikkerhed der stammer fra tilbagegang i økonomien. I Kina skyldes faldet i salg af luksusvarer, offentlige restriktioner af luksusgaver i den offentlige sektor (Worldbank, 2018a). Den voksende middelklasse i Kina skaber en stabil vækst i luksusmarkedet i takt med at deres disponible indkomst stiger, dette får forbrugerne til at købe bedre kvalitet og vise deres sociale status, hvilket belyses nærmere nedenfor i sociale faktorer. Hidtil har luksusvarer være prissat højere i det kinesiske marked, hvilket har fået kinesiske turister til at købe luksusvarer udenlands. Nu er der et nedadgående prispres, der skal justere priserne til at være på niveau med de globale markeder.

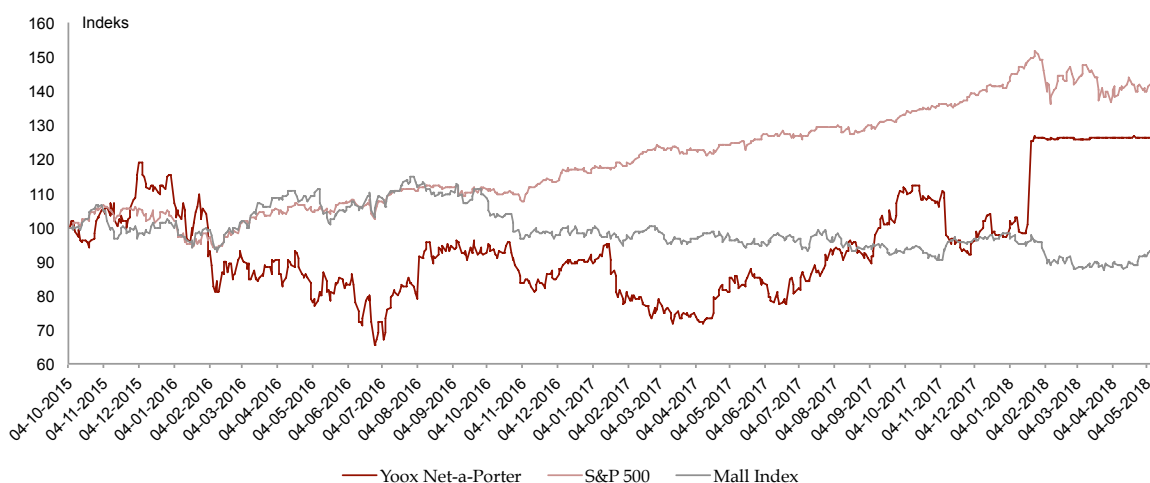
Mellemøsten

Mellemøsten anses som en mulighed for luksusbrands, idet eksempelvis Abu Dhabi og Dubai, med store luksus butikcentre, agerer destination for ferie og shopping. Trods dette har udviklingen i markedet været signifikant faldende, hvilket skyldes faldende oliepriser, høje guldpriser og stigende leveomkostninger (Worldbank, 2018b). Dertil kommer valutakurseffekten, idet valutaen Dirham er koblet til dollaren, hvilket gjorde prisen på luksusvarer dyrere for turister, hvis valuta var devalueret relativt til dollaren (Bloomberg, 2018a). De lokale har formentlig fundet det mere attraktivt at købe deres luksusvarer på rejser til eksempelvis Europa.

Sociokulturelle faktorer

eCommerce

Figur 15.1 – Investorforventninger



Kilde: (Bloomberg, 2018f) samt egen tilvirkning

Note: Indekserede afkast for S&P500, Net-A-Porter (Yoox) og Mall Indeks

Mall Indexet indeholder amerikanske selskaber der driver eller ejer butikscentre (malls) i USA: Simon Property Group, Macerich, General Growth Properties, Unibail-Rodam co, Klepierre, Hammerson, Seritage Growth Properties,

Kulturforskelle

Kulturelle forskelligheder er relevant at være opmærksom på for både MK og JC, idet en stor del af brandværdien er skabt i sociale sammenhænge og ofte er relateret til følelser (Riot et al., 2013). Luksusvarer er som tidligere nævnt bredt repræsenteret og er tilgængelige i stort set hele verden, dette betyder også at kulturelle forskelligheder er afgørende at have fokus på i denne branche, dette kan dog overordnet behandles ved inddeling af *emerging markets* og *mature markets*. *Emerging markets* er særligt kendetegnet ved de asiatiske lande og disse stod for 30% af det samlede forbrug i den *personlige luksusbranche* i 2017 (Deloitte, 2017a). Dette markante forbrug hænger tæt sammen med de kulturelle og sociale kendetegn, idet social integration er et vigtigt element, samt at forbrugerne ønsker at betale sig til at opnå øjeblikkelig social status inden for deres omgangskreds (Li & Su, 2007). Ydermere ønsker forbrugerne i *emerging market* ofte at associeres med en vestlig livsstil, dette i form af luksusprodukter, der kan udstråle at de tilhører overklassen (Bastien & Kapferer, 2009). Fremover forventes de kinesiske forbrugere fortsat at udgøre en vigtig del af luksusbranchen. BCG (2017) forudsiger at denne befolkningsgruppe kommer til at stå for 46% af forbruget i branchen, hvorfor det er væsentligt, for både MK og JC, at inddrage ovenstående aspekter i fremtidig forretningsudvikling. I *mature markets*, herunder Europa og USA, er de kulturelle aspekter forskellige fra ovenstående. Her associeres luksusbrands ikke alene med prisen. Overordnet fokuserer forbrugerne i disse lande mere på kvaliteten af luksusprodukterne, hvilket vægtes over den medfølgende prestige der er ved at eje et luksusprodukt (Hennings et al., 2009).

Teknologiske faktorer

Produktionsmetoder

Moderne teknologi tillader effektiviseret og autoriseret produktion af de fleste produktkategorier og dette er ingen undtagelse for luksusbranchen, hvor nogle virksomheder har adopteret outsourcingsstrategier (Brun et al., 2017). Beklædning, sko, tilbehør, smykker og kosmetik produceres på maskiner. Fokus har været på at bevare kundernes perception om, at luksusbrands er af yderst høj kvalitet og gedigent håndværk (Macchion et al., 2015). Brandet er kerneressourcen

for luksusvirksomheder, da dette tilfører den symbolske dimension og følelsesmæssige værdi, hvorfor tendensen har været, at virksomhederne er nødt til at skabe særlig sammenhæng mellem materielle og immaterielle karakteristika, særligt i driften, forsyningskæden og positionen på markedet.

Elektroniske produkter

Teknologi er ligeså en vigtig trend på produktniveau. I takt med smartphones er blevet alle mands eje, har det også medført at modebevidste kvinder har efterspurgt en elegant måde at beskytte deres elektronik. Af den grund har samtlige brands tilføjet en helt ny produktkategori med cases, tasker og beskyttende designs til telefoner, computere og lign. Den teknologiske udvikling ses også i selve produktet, idet Apple Watch er en innovativ udgave af et klassisk ur, som er et vigtigt produkt i luksusbranchen (Deloitte, 2017a). Luksusbranchen har forsøgt og kan fortsat forsøge at udtænke komplimentære produkter til dette, hvilket anses som en mulighed for MK og JC. Det har dog været en udfordring for luksusbrands at inkorporere ny digital teknologi i deres produkter uden at miste deres historie og arv, eller deres brug af traditionelle materialer og produktionsmetoder.

Lovgivningsmæssige og miljømæssige faktorer

Bæredygtighed, dyrevelfærd og kemikalier

Den generelle tendens er, et grønnere og mere bæredygtigt fokus gennem hele cyklussen fra produktion til salg, dette gør sig ligeså gældende i luksusbranchen. Aktuelt er fokus på anvendelse af pels i denne branche, hvor eksempelvis Kering-ejede Gucci går forrest med et statement om ikke at ville anvende pels i produktionen fremover (Kering, 2017). Dette forventes at være en tendens fremadrettet, da undersøgelser viser at en stor del af forbrugerne undlader at købe luksusprodukter der ikke er bæredygtige (Deloitte, 2017a). Historisk har forbrugeren ønsket at vise *'What I Have'*, men dette har udviklet sig til et ønske om at vise *'Who I Am'* hvilket forklarer tendensen mod og efterspørgslen efter bæredygtige og CSR fokuserede brands (Deloitte, 2017a). Særligt fokus er der på Kina, som udgør et stort produktionsland med attraktive lave lønninger, bagsiden af disse er brug af kemikalier i produktionen. Disse medfører høj luftforurening til stor ulempe for miljøet.

VRIO: Michael Kors

VRIO-analysen anvendes til at udpege de interne ressourcer og kapabiliteter der agerer som kilde til vedvarende konkurrencemæssig fordel (Barney, 1995). Barney (1995) udviklede VRIO analysen til at indeholde fire attributter en virksomheds ressourcer og kompetencer skal have, for at opnå en vedvarende konkurrencemæssig fordel. Den enkelte ressource eller kompetence skal være værdifuld, sjælden, ikke-imiterbar og ikke-substituerbar. Der findes både materielle og immaterielle ressourcer, hvor de materielle aktiver ofte let kan købes i markedet. De immaterielle ressourcer såsom brand image og patenter kan ikke nemt efterlignes, hvorfor det oftest er de immaterielle ressourcer der skaber vedvarende konkurrencemæssig fordel (Barney, 1995).

Celebrity Faktor

MK er, som nævnt i casen, stiftet af designeren ved selvsamme navn. Han anses som en verdenskendt designer og en kendt personlighed, idet han over en længere årrække har optrådt som dommer i det amerikanske tv-program *Project Runway* hvor amatør designere konkurrerer om at vinde titlen som den bedste designer. Ydermere associeres brandet med en bred skare af globale trendsættere og kendte personligheder, herunder skuespillere og sangerinder såsom hhv. Nicole Kidman og Jennifer Lopez. Denne kompetence anses værende værdifuld for brandet, idet denne *celebrity faktor* understøtter ovenstående ressource *brand image*.

Tilmed vurderes denne kompetence at være sjælden og omkostningsfuld at imitere, hvilket særligt vurderes at skyldes opbygningen af sådanne relationer. For konkurrerende brands vurderes det næsten umuligt at skabe samme *celebrity faktor* bestående både af designeren bag og relationen til andre kendte personligheder. MK, som organisation, anses desuden for at være struktureret til at fange og anvende værdien af denne ressource, idet designteamet ledet af MK, står for produktudviklingen og konceptet, der inddrager kendte personligheder som ambassadører for brandet. Herfor anses denne *celebrity faktor* at skabe en vedvarende konkurrencemæssig fordel for MK.

VRIO: Jimmy Choo

Medarbejdere og ledelse

JC belyser, at deres succes afhænger af evnen til at tiltrække og fastholde effektive og talentfulde medarbejdere. Hertil afhænger virksomhedens performance signifikant af indsats og engagement fra ledelse, herunder CEO Pierre Denis og den kreative direktør Sandra Choi (Jimmy Choo, 2014a). Ledelsen har betydelig erfaring og ekspertise inden for både mode- og luksusbranchen, hvilket bidrager betydeligt til JC's vedvarende vækst, hvorfor disse ressourcer vurderes at være både af en værdifuld og sjælden karakter for JC. Får konkurrenterne øjnene op for, at virksomhedens succes er positivt korreleret med ledelsen og dennes engagement og erfaring, vurderes det dog at være omkostningsfyldt at imitere, idet det må formodes, at skulle indebære en økonomisk fordel for de enkelte ledelsesmedlemmer. For at ledelsen skal være en vedvarende konkurrencemæssig fordel for JC, skal organisationsstrukturen være i stand til at bibeholde disse talenter og udvikle dem målrettet. JC oplyste i 2014 at de havde i sinde at restrukturere og styrke forretningen, herunder inden for *talent management*, hvilket må siges at understøtte denne ressource. I 2016 er fokus på medarbejdere og kulturen i virksomheden større, hvorfor det må vurderes at JC har udviklet organisationen til at ansætte, bibeholde og udvikle deres talenter. Virksomhedens ledelse må derfor anses for at være en ressource der bidrager til en vedvarende konkurrencemæssig fordel for JC.

Appendiks 15.3 Reformulering

Reformulering af resultatopgørelsen vil resultere i en kategorisering af driftsaktiviteter og de finansielle aktiviteter. Driftsaktiviteterne er ydermere kategoriseret som hhv. primære driftsaktiviteter og anden driftsaktiviteter, for yderligere at kategorisere de værdiskabende driftsaktiviteter i virksomheden. Førstnævnte udmøntes i de centrale værdier EBITDA og EBIT, hvortil et skatteskjold fra indtjening, der ikke relaterer sig til virksomhedens primære driftsaktiviteter samt finansieringsaktiviteter, estimeres. Korrigeret herfor udmøntes i den centrale værdi NOPAT, som indikerer virksomhedens samlede driftsoverskud efter skat (Petersen & Plenborg, 2012). Eftersom afhandlingen har fokus på isolering af synergieffekter og den organiske værdiskabende del af driften, medtages anden driftsaktiviteter ikke i NOPAT. Da den primære driftsaktivitet kan karakteriseres for værende den unikke faktor for begge virksomheder, er det ligeledes i disse primære driftsaktiviteter udgangspunktet for virksomhedernes fremtidige drift og udvikling findes jf. det senere forecast. Reformuleringen af balancen resulterer i en kategorisering af aktiverne i driftsaktiver og finansielle aktiver samt passiverne i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. Kategoriseringen og kalkulationen af driftsaktiver og driftsforpligtelser udmøntes i nettodriftsaktiverne, tilsvarende virksomhedens *invested capital*. En sådan ensartet kategorisering af regnskaberne vil herved muliggøre et bedre sammenligningsgrundlag af virksomhedernes rentabilitet for hhv. driftsaktiviteter og de finansielle aktiviteter.

En reformulering af de konsoliderede årsregnskaber muliggør derfor, ikke blot et nærmere indblik i virksomhedernes aktiviteter samt hvordan disse generer overskud, men tilmed mulighed for at spore elementære kilder til virksomhedernes rentabilitet og vækst (Petersen & Plenborg, 2012).

Dog skal det hertil påpeges, at adskillelsen af driftsaktiviteter og de finansielle aktiviteter kan forekomme vanskelig og derfor vil være et vurderingsmæssigt aspekt, eftersom en konkret eller entydig definition af driften ikke synes at forekomme, samtidig med at noterne i de respektive konsoliderede regnskaber ikke synes tilstrækkelig informative (Petersen & Plenborg, 2012).

Ligeledes skal det påpeges, at følgende finansielle analyse vil bygge på et væsentlighedsprincip, hvor de mest essentielle delelementer og parametre, som herved anses for at være centrale og betydende i den videre analyse af synergieffekter, vil blive fremhævet.

Reformulering: Michael Kors

For at kunne foretage den mest retvisende afspejling af de værdiskabende aktiviteter for MK er relevante noter for de respektive konsoliderede regnskaber benyttet i vurderingen af de enkelte regnskabsposters kategorisering som hhv. driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter i den følgende reformulering.

Reformuleringen af resultatopgørelsen udmøntes i de centrale værdier NOPAT og den totale indtjening, mens de centrale aspekter fra balancen fremkommer i værdierne netto finansielle forpligtelser og *invested capital*/nettodriftsaktiver. Disse værdier danner grundlag for den efterfølgende rentabilitetsanalyse, hvori udvalgte nøgletal beregnes.

Resultatopgørelse

MK's primære driftsaktiviteter, hvilket ligeledes kan betegnes som virksomhedens primære driftsindtjening, kan karakteriseres som den totale omsætning, bestående af nettoomsætningen og licensindtægter, samt omkostninger, der ifølge regnskabernes noter vurderes at være direkte relateret til virksomhedens primære driftsaktiviteter. Her kan særligt licensindtægterne nævnes, idet disse består af gebyrer og kontraktmæssige royaltysatser for hhv. salg af licensprodukter og brug af virksomhedens varemærker, hvorfor disse vurderes at være relateret til den primære

driftsaktivitet (Michael Kors, 2016). Hertil vurderes virksomhedens vareforbrug og salgs- og administrationsomkostninger for værende relateret til den primære driftsaktivitet, hvorved MK's EBITDA forefindes (Petersen & Plenborg, 2012 & Koller et al., 2015). Herudover indgår af- og nedskrivninger samt nedskrivninger af langfristede aktiver i den primære driftsindtjening, idet disse ligeledes er relateret den primære driftsaktivitet, hvoraf MK's EBIT fremkommer (Petersen & Plenborg, 2012 & Koller et al., 2015). Efter estimering af den samlede skatteeffekt og korrektion heraf på de primære driftsaktiviteter fremkommer herved MK's NOPAT, som giver et indblik i virksomhedens driftseffektivitet. Udviklingen heri samt for EBITDA og EBIT vil blive uddybet yderligere senere i dette afsnit (Petersen & Plenborg, 2012 & Koller et al., 2015).

Under virksomhedens anden driftsaktivitet derimod, vurderes MK's øvrige indtægter at indgå, idet disse omhandler gevinster og tab ved opkøb af associerede virksomheder og joint ventures, hvorfor disse vurderes at relatere sig og have indvirkning på virksomhedens indtjening, dog uden direkte relation til virksomhedens primære driftsaktivitet. Dette understøttes ligeledes af, at det i noterne påpeges, at denne regnskabspost omfatter aktiviteter, der ikke er direkte relateret til virksomhedens driftsaktivitet (Michael Kors, 2016). Desuden indgår MK's udenlandske valutakurstab, da disse omfatter nettogevinster eller -tab på virksomhedens valutakontrakter og herved ikke vurderes at være direkte relateret til virksomhedens driftsaktivitet (Michael Kors, 2016).

Ydermere vurderes de nettofinansielle omkostninger at være karakteriseret som MK's netto renteudgifter, idet disse repræsenterer rente og gebyrer på virksomhedens kreditfaciliteter (Michael Kors, 2016).

Virksomheden har i perioden 2011 til 2014 oplevet en positiv udvikling i EBITDA, EBIT og NOPAT, hvorefter udviklingen i disse frem til 2017 har været faldende. Dog synes MK i 3. kvartal 2017 (december 2017) at have opnået et niveau for NOPAT på omtrent samme niveau som for helåret 2016 (april 2016). Virksomheden kan derfor forventes at opnå en positiv udviklingen i NOPAT samlet set for helåret 2017 sammenlignet med 2016, dette til trods for, at virksomheden allerede i 3. kvartal har opnået deres sæsonprægede højeste indtjening. Tages er nærmere kig på NOPAT, idet denne kan siges at give et indblik i virksomhedens driftseffektivitet, har denne oplevet en svag udvikling. Dette skyldes både lavere licensindtægter og omsætning i MK's wholesale sammenlagt med en markant stigning i virksomhedens nedskrivninger på langfristede aktiver pga. forventninger om en stadig stigende salg ifm. eCommerce og områder i retail, der underperformer som følge af udviklingen i sociologiske trends og forbrugerpræferencer jf. den tidligere strategiske analyse.

Hertil er det essentielt at påpege, at skattesatsen for de respektive regnskabsår tager udgangspunkt i de i virksomhedens årsrapporter oplyste og anvendte effektive skattesatser, hvilke er stødt faldende med i alt 16,7 procentpoint fra 2012 til 2016 (Michael Kors, 2016, 2015, 2014, 2013).

Tabel 15.1 – Michael Kors, Reformuleret Resultatopgørelse

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Primære driftsaktiviteter</i>							
Nettoomsætning		1.237	2.095	3.171	4.200	4.539	4.348
Licensindtægter		65	87	140	172	173	146
Total omsætning		1.302	2.182	3.311	4.372	4.712	4.494
Vareforbrug		-549	-875	-1.295	-1.724	-1.915	-1.832
Bruttofortjeneste		753	1.307	2.016	2.648	2.797	2.661
Salgs- og administrationsomkostninger		-465	-622	-927	-1.252	-1.428	-1.553
EBITDA		289	685	1.089	1.396	1.369	1.109
Af- og nedskrivninger		-38	-55	-80	-138	-183	-220
Nedskrivning af langfristede aktiver		-3	-1	-1	-1	-11	-199
EBIT		248	630	1.008	1.257	1.175	690
<i>Estimeret skat af driftsaktiviteter</i>							
Hensættelse til skat		-101	-230	-346	-375	-335	-137
Skatteskjold fra anden driftsaktiviteter		1	0	0	0	0	1
Skatteskjold fra finansieringsaktiviteter		1	1	0	0	0	1
Skatteeffekt i alt		-100	-229	-346	-375	-334	-136
NOPAT		148	400	662	882	841	554
<i>Anden driftsaktiviteter</i>							
Øvrige indtægter, netto		0	0	0	2	4	5
Udenlandske valutakurstab		3	-1	0	-3	-5	-3
Anden driftsaktiviteter før skat		3	-1	0	-1	-1	3
Skat af anden driftsaktiviteter		1	0	0	0	0	1
Anden driftsaktiviteter efter skat		2	-1	0	-1	-1	2
<i>Nettofinansielle omkostninger</i>							
Renteudgifter, netto		-1	-2	0	0	-2	-4
Skat af nettofinansielle omkostninger		-1	-1	0	0	0	-1
Nettofinansielle omkostninger efter skat		-2	-2	-1	0	-2	-5
Total indtjening		147	398	662	881	838	552

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017) samt egen tilvirkning

Note: Reformulering af MK's resultatopgørelse

Balance

Reformuleringen af balancen resulterer, som tidligere påpeget, i en kategorisering af aktiverne i driftsaktiver og finansielle aktiver.

Hertil er det essentielt at påpege, at alle de i den ordinære konsoliderede balance angivne aktiver kategoriseres som værende driftsaktiver, bortset fra 'likvide beholdninger' og 'andre aktiver'. Her kan særligt 'andre aktiver' nævnes bl.a. at omhandle virksomhedens udskudte finansieringsomkostninger i forbindelse med erhvervelse af tredjepartsfinansiering. Disse kategoriseres som værende anvendt til finansiering af virksomhedens driftsaktiviteter og indgår derfor som finansielle aktiver (Michael Kors, 2016, 2015, 2014, 2013). Regnskabsposten 'forudbetalte omkostninger og andre omsætningsaktiver' består hovedsageligt af hhv. forudbetalt skat og husleje jf. årsrapporterne og kategoriseres derfor som en del af virksomhedens driftsaktiver.

Tabel 15.2 – Michael Kors, Reformuleret Balance

(USDm)/År	Kalenderår	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Driftsaktiver</i>							
Tilgodehavender, netto		127	206	298	363	308	266
Varelager		187	267	427	520	547	549
Udskudte skatteaktiver <i>omsætningsaktiver</i>		11	8	31	28	0	0
Forudbetalinger og andre omsætningsaktiver		32	35	50	127	113	122
Ejendomme og udstyr, netto		171	242	351	563	758	592
Immaterielle aktiver, netto		14	21	48	62	67	418
Goodwill		14	14	14	14	23	120
Udskudte skatteaktiver <i>anlægsaktiver</i>		4	4	4	2	25	73
Driftsaktiver I alt		561	798	1.222	1.679	1.841	2.140
<i>Finansielle aktiver</i>							
Likvide beholdninger		106	473	971	979	702	228
Andre aktiver		8	19	23	33	24	42
Finansielle aktiver I alt		114	491	995	1.012	726	270
<i>Driftsforpligtelser</i>							
Kreditører		67	83	144	143	131	176
Periodiseret løn og lønrelaterede omkostninger		34	39	55	63	60	61
Periodiseret selskabsskat		8	9	47	26	52	60
Periodiserede udgifter og andre kortfristede forpligtelser		33	34	63	95	193	135
Udskudt leje		43	57	77	88	106	138
Udskudte skatteforpligtelser		6	13	6	10	4	80
Driftsforpligtelser I alt		192	234	391	425	545	651
<i>Finansielle forpligtelser</i>							
Kreditfaciliteter		23	0	0	0	0	0
Kortfristede gæld		0	0	0	4	0	133
Langfristede gæld		0	0	0	0	2	0
Anden langfristede gæld		4	8	20	22	20	31
Finansielle forpligtelser I alt		26	8	20	26	22	164
<i>Egenkapital</i>							
Egne aktier		0	0	-2	-498	-1.650	-2.655
Yderligere indbetalt kapital		228	424	527	637	719	768
Akkumulerede betydelige tab		-1	-3	-6	-67	-81	-81
Overført resultat		229	626	1.288	2.169	3.008	3.560
Minoritetsinteresser		0	0	0	0	4	2
Total egenkapital		456	1.047	1.806	2.241	2.000	1.595
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital		369	564	831	1.254	1.296	1.489
Netto finansielle forpligtelser (NFF)		-88	-483	-975	-987	-704	-106
Egenkapital		456	1.047	1.806	2.241	2.000	1.595

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017) samt egen tilvirkning

Note: Reformulering af MK's balance

I forlængelse kan 'periodiserede omkostninger og andre kortfristede forpligtelser' nævnes, da denne bl.a. består af forpligtelser i form af gavekort og periodiseret husleje, investeringsudgifter og markedsføringsudgifter m.m., hvorfor denne kategoriseres som driftsforpligtelse. I den videre kategoriseringen af passiverne i hhv. driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser kan særligt kortfristet og langfristet gæld samt anden langfristet gæld nævnes, idet disse omhandler udestående lån i virksomheden jf. årsrapporterne, hvorfor disse kategoriseres som værende finansielle forpligtelser.

Reformulering: Jimmy Choo

For ligeledes at kunne foretage den mest retvisende afspejling af de værdiskabende aktiviteter for JC er relevante noter for de respektive konsoliderede regnskaber ligeledes her benyttet i vurderingen af de enkelte regnskabsposters kategorisering som hhv. driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter. Reformuleringerne af resultatopgørelsen og balancen udmøntes i de samme centrale værdier som i den tidligere finansielle analyse af MK, hvorefter ligeledes de samme udvalgte nøgletal beregnes i den efterfølgende rentabilitetsanalyse.

Resultatopgørelse

JC's primære driftsaktiviteter kan, ligesom det var tilfældet med MK's kategorisering af driftsaktiviteter, karakteriseres som omsætningen samt de omkostninger, der vurderes at have direkte relation til virksomhedens primære driftsaktiviteter jf. regnskabernes noter. Her vurderes JC's vareforbrug, salgs-, distributions- og administrationsomkostninger samt amortisering og afskrivninger at indgå, hvorved virksomhedens EBITDA og EBIT I forefindes (Jimmy Choo, 2016b & Petersen & Plenborg, 2012 & Koller et al., 2015). Resultat fra associerede virksomheder vurderes tilmed at være direkte relateret til JC's primære driftsaktiviteter, idet disses forretningsområder vedrører produktion, Holdingselskaber og retail relateret til JC's drift, hvorved EBIT II fremkommer (Jimmy Choo, 2016b).

Efter estimering og korrektion af den samlede skatteeffekt på de primære driftsaktiviteter fremkommer JC's NOPAT, hvoraf udviklingen vil blive uddybet yderligere senere i dette afsnit (Petersen & Plenborg, 2012 & Koller et al., 2015).

Blandt JC's anden driftsaktiviteter vurderes tab ved afhændelse af materielle anlægsaktiver og immaterielle aktiver, ekstraordinære omkostninger samt realiseret og urealiseret valutakurs (gevinst)/tab at indgå, eftersom disse ikke betragtes som værende direkte relateret til virksomheden primære driftsaktiviteter, men stadig har indvirkning på virksomhedens indtjening (Jimmy Choo, 2016b). Ligeledes vurderes gevinster ved revurdering af joint ventures til dagsværdi at være relateret virksomhedens anden driftsaktivitet, idet der er tale om gevinster ud fra korrektion af allerede medtaget driftsaktivitet under resultat fra associerede virksomheder.

Det er hertil væsentligt at påpege, at der fra den ordinære regnskabspost administrationsomkostninger er korregeret for de i noterne anførte beløbsposter til hhv. afskrivninger, amortisering, tab ved afhændelse af materielle anlægsaktiver, ekstraordinære omkostninger og realiseret og urealiseret valutakurs (gevinst)/tab (Jimmy Choo, 2014a).

JC's nettofinansielle omkostninger kan desuden karakteriseres som virksomhedens finansielle indtægter og udgifter samt tab/gevinst på finansielle instrumenter. Sidstnævnte omhandler finansielle instrumenter såsom hedging, som virksomheden anvender i deres risikostyring, hvori eventuelle finansielle tab eller gevinster kan forekomme, hvorfor disse vurderes at blive karakteriseret som en del af virksomhedens nettofinansielle omkostninger (Jimmy Choo, 2016b).

Virksomheden har i samlet set for perioden oplevet en stigning i EBITDA, hvorimod udviklingen i EBIT II og NOPAT synes at være mere volatil. Virksomhedens har dog i perioden 2012 til 2014 oplevet en positiv udvikling i NOPAT, hvorefter udviklingen i disse frem til 2016 har været faldende. Denne udvikling gående fra en stigende til en faldende tendens i NOPAT skyldes primært korrektionen for skatteskjoldet fra finansieringsaktiviteterne.

Tabel 15.3 – Jimmy Choo, Reformuleret Resultatopgørelse

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Primære driftsaktiviteter</i>					
Omsætning	243	282	300	318	364
Vareforbrug	-96	-106	-114	-119	-131
Bruttofortjeneste	147	175	185	199	233
Salgs- og distributionsomkostninger	-70	-82	-94	-105	-128
Administrationsomkostninger	-31	-47	-41	-44	-46
EBITDA	46	47	50	51	59
Afskrivninger	-8	-11	-14	-16	-18
Amortisering	-1	-1	-1	-1	-2
EBIT I	37	35	35	33	39
Resultat fra associerede virksomheder	0	0	0	0	0
EBIT II	37	35	35	33	39
<i>Estimeret skat af primære driftsaktiviteter</i>					
Skat	4	4	-3	-3	-2
Skatteskjold fra anden drift	5	2	-3	0	0
Skatteskjold fra finansieringsaktiviteter	-22	-8	10	-1	-3
Skatteeffekt i alt	-13	-3	4	-3	-6
NOPAT	24	32	39	30	33
<i>Anden driftsaktiviteter</i>					
Tab ved afhændelse af materielle anlægsaktiver og immaterielle aktiver	-1	0	0	0	0
Ekstraordinære omkostninger	-8	-6	-13	-2	-3
Realiseret og urealiseret valutakurs (gevinst) / tab	-3	-4	2	-1	7
Gevinst ved revurdering af joint ventures til dagsværdi	4	0	0	0	0
Anden driftsaktiviteter før skat	-8	-10	-11	-4	3
Skat af anden driftsaktiviteter	5	2	-3	0	0
Anden driftsaktiviteter efter skat	-13	-12	-8	-4	4
<i>Nettofinansielle omkostninger</i>					
Finansielle indtægter	6	0	1	3	0
Finansielle udgifter	-41	-51	-31	-5	-15
Tab / gevinst på finansielle instrumenter	-1	4	-3	-5	-10
Nettofinansielle omkostninger før skat	-36	-46	-32	-8	-25
Skat af nettofinansielle omkostninger	22	8	-10	1	3
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-14	-38	-42	-7	-22
Total indtjening	-3	-18	-11	19	15

Kilde: (Jimmy Choo, 2012-2017) samt egen tilvirkning

Note: Reformulering af JC's resultatopgørelse

Det skal dog påpeges, at skattesatsen for de respektive regnskabsår anvendt i JC's årsregnskaber i beregningen af skatteudgifter afviger fra de i virksomhedens årsrapporter oplyste selskabsskat. Denne afvigelse skyldes en række justeringer i form af udgifter, der ikke er fradragsberettiget til skattemæssige formål, tilpasninger ift. foregående år, indvirkninger fra ændringer i skattesatsen, koncernlempelser, udnyttelse af fremført tab og forskellige på oversøiske satser (Jimmy Choo, 2016b, 2015, 2014). Hertil kan det nævnes, at den justerede effektive skattesats for 2014 synes at ligge på et særdeles andet niveau end andre regnskabsår, hvilket ifølge regnskabets noter antydes at være i overvejende grad pga. justeringer i form af udgifter, der ikke er fradragsberettiget til skattemæssige formål (Jimmy Choo, 2014a). For at skabe overensstemmelse med JC's ordinære

regnskaber, anvendes derfor denne justerede effektive skattesats, som er korrigeret for ovennævnte faktorer, i reformuleringen af virksomhedens regnskaber.

Balance

I kategoriseringen af JC's aktiver i hhv. driftsaktiver og finansielle aktiver kategoriseres alle de i den ordinære konsoliderede balance angivne aktiver som driftsaktiver med undtagelse af '*andre finansielle aktiver*' og *likvide beholdninger*. Posten vedrørende '*andre finansielle aktiver*' er et resultat af JC's indgåelse af afledte kontrakter til sikring mod valutakursrisiko, hvilket vurderes at være nødvendig for en virksomhed med omsætning i mange forskellige valuta. Af den grund kategoriseres *andre finansielle aktiver* som en del af virksomhedens driftsaktiviteter. Det samme gør sig tilmed gældende for '*andre finansielle forpligtelser*', hvorfor denne ligeledes kategoriseres som en del af virksomhedens finansielle forpligtelser.

Tabel 15.4 - Jimmy Choo, Reformuleret Balance

(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Driftsaktiver</i>					
Immaterielle aktiver og goodwill	581	585	585	596	607
Grunde, bygninger og udstyr	32	39	51	50	57
Kapitalandele i associerede selskaber	0	0	0	0	0
Udskudte skatteaktiver	10	8	11	9	11
Varelager	40	43	58	55	78
Varedebitorer og andre tilgodehavender	28	36	41	43	50
Kortfristede skatteaktiver	1	0	0	1	1
Andre finansielle aktiver	0	1	0	0	0
Driftsaktiver I alt	693	713	747	754	805
<i>Finansielle aktiver</i>					
Likvide beholdninger	23	20	12	14	15
Finansielle aktiver I alt	23	20	12	14	15
<i>Driftsforpligtelser</i>					
Kortfristede varekreditorer og anden leverandørgæld	76	87	94	87	112
Andre kortfristede forpligtelser	0	0	0	1	3
Kortfristede skatteforpligtelser	5	6	5	8	5
Langfristet varekreditorer og anden leverandørgæld	3	4	5	5	8
Andre langfristede forpligtelser	0	0	15	14	13
Udskudte skatteforpligtelser	61	54	54	49	47
Skyldige omkostninger - incitamentsordninger	3	6	0	0	0
Driftsforpligtelser I alt	148	155	174	165	187
<i>Finansielle forpligtelser</i>					
Kortfristet lån	0	8	13	18	13
Andre finansielle forpligtelser	2	0	3	1	2
Langfristet lån	573	595	125	117	141
Finansielle forpligtelser I alt	576	603	140	137	156
<i>Egenkapital</i>					
Aktiekapital	0	0	390	390	390
Tillæg til aktiekurs	0	0	99	100	100
Egen aktier reserve	0	0	-17	-17	-16
Valutakurs reserve	-3	-2	-3	-3	-13
Overført resultat/(underskud)	-6	-23	-25	-3	15
Total egenkapital	-9	-26	444	467	476
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital	544	557	573	590	617
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	553	583	128	123	141
Egenkapital	-9	-26	444	467	476

Kilde: (Jimmy Choo, 2012-2017) samt egen tilvirkning

Note: Reformulering af JC's balance

Blandt de kategoriserede driftsaktiver findes det væsentligt at påpege, at vurderingen af *kapitalandele i associerede selskaber* som en del af virksomhedens driftsaktiver beror på, at denne post vedrører kapitalandele i associerede virksomheder, hvis forretningsområde som sagt vedrører produktion, Holdingselskaber og retail relateret til JC's drift, og derfor vurderes at være direkte relateret til JC's primære driftsaktiviteter.

Hertil bør det tilmed nævnes, at *'andre kortfristede forpligtelser'*, *'andre langfristede forpligtelser'* og *'aktiebaseret vederlag'* vurderes at være en del af virksomhedens driftsforpligtelser, idet sidstnævnte selvsagt omhandler kompensation til ledelsen, og de to førstnævnte vedrører virksomhedens incitamentsordning om belønning af medarbejdere i form af tildeling af aktier.

Appendiks 15.4 Spørgsmål til Investor Relations

Spørgsmål stillet til Michael Kors' Investor Relations d. 3/4-2018

RE: Retail revenue, eCommerce



Investor Relations <InvestorRelations@MichaelKors.com>

to 05-04, 22:41

Dig ✓

↩ Besvar | ▼

Hi Louise,

We do not break out ecommerce revenue from total retail revenue.

Thank you,

From:

Sent: Tuesday, April 03, 2018 8:46 AM

To: Investor Relations <InvestorRelations@MichaelKors.com>

Subject: Retail revenue, eCommerce

Dear Investor Relations,

Where do I find the information on how much of the retail revenue is from eCommerce sales?
I hope you can help me.

Kind regards
Louise Wendel Andersen

The information and attachments contained in this electronic transmission are considered proprietary and confidential. Distribution of this material to anyone other than the addressed is prohibited. Any disclosure, copying, distribution or use of the contents of this transmission or any attachments for any reason other than their intended purpose is prohibited. If you have received this transmission in error, please contact the sender. All employees of Michael Kors and all affiliates in the United States and internationally are expressly required not to make defamatory statements, and not to infringe or authorize any infringement of copyright or any other legal right by email communications. Any such communication is contrary to company policy and outside the scope of employment of the individual concerned. The company will not accept any liability in respect of such communication and the employee responsible will be personally liable for any damages or other liability arising.

Appendiks 15.5 Forecast Forudsætninger, Michael Kors

Tabel 15.5 – Forecast Licensindtægter, Michael Kors

Licensaftaler

	(USDm)/År	Historisk					Forecast								Terminal
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Licens omsætning															
USA		87	117	103	99	88	81	77	79	82	84	87	89	92	95
Vækst			35%	-12%	-4%	-11%	-8%	-5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Andel			84%	59%	57%	60%	63%	64%	64%	64%	63%	63%	63%	63%	63%
Europa og Asien		23	72	74	60	48	48	43	45	46	48	50	52	54	57
Vækst				212%	4%	-20%	-20%	-10%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Andel			16%	41%	43%	40%	37%	36%	36%	36%	36%	37%	37%	37%	37%
Total			140	175	173	148	129	120	124	128	132	137	142	146	151
Vækst				24%	-1%	-15%	-13%	-7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af licensindtægter for MK i perioden 2012 – 2025 fordelt på geografiske områder.

Tabel 15.6 – Forecast EBIT, Michael Kors

EBIT

	(USDm)/År	Historisk					Forecast								Terminal
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Retail		316	467	557	501	160	163	140	301	316	326	500	510	520	355
Margin		30%	29%	26%	21%	6%	6%	5%	10%	10%	10%	15%	15%	15%	10%
Wholesale		269	460	611	584	468	343	258	228	206	163	168	173	178	121
Margin		26%	29%	30%	27%	26%	23%	20%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	10%
Licensaftaler		45	81	89	90	62	52	42	25	26	26	27	28	29	30
Margin			58%	51%	52%	42%	40%	35%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Total		630	1008	1257	1175	690	557	440	554	548	516	695	711	727	507
Margin		30%	30%	29%	25%	15%	13%	10%	13%	13%	12%	15%	15%	15%	10%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af EBIT for MK i perioden 2012 – 2025 fordelt på segmentniveau.

Appendiks 15.6 Forecasting Resultatopgørelse og Balance, Michael Kors

(USDm)/År	Realiserede værdidrivere						Forecast								T Periode	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Omsætningsvækst		68%	52%	32%	8%	-5%	-4%	-3%	2%	1%	4%	2%	2%	2%	2%	
Retail		69%	50%	34%	12%	7%	5%	3%	8%	5%	3%	2%	2%	2%	2%	
Wholesale		69%	53%	31%	4%	-17%	-16%	-14%	-12%	-9%	6%	3%	3%	3%	2%	
Licensaftaler		33%	61%	24%	-1%	-15%	-13%	-7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
EBIT-margin	19%	29%	30%	29%	25%	15%	13%	10%	13%	13%	12%	15%	15%	15%	10%	
Retail		30%	29%	26%	21%	6%	6%	5%	10%	10%	10%	15%	15%	15%	10%	
Wholesale		26%	29%	30%	27%	26%	23%	20%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	10%	
Licensaftaler		52%	58%	51%	52%	42%	40%	35%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
Lånerente							3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
Effektive skattesats	41%	37%	37%	30%	29%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
Afskrivninger i % of immaterielle og materielle aktiver	19%	18%	18%	21%	22%	34%	34%	20%	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	
Immaterielle og materielle aktiver i % af omsætning	16%	14%	13%	15%	19%	28%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	
Varelager i % af omsætning	14%	12%	13%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	
Tilgodehavender i % af omsætning	10%	9%	9%	8%	7%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
Driftsgæld I % af omsætning	15%	11%	12%	10%	12%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	
Netto finansielle forpligtelser i % af invested capital	-24%	-86%	-117%	-79%	-54%	-7%	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	-72%	
Consolidated Income Statement																
Total omsætning	1302	2182	3311	4374	4712	4496	4331	4206	4274	4321	4482	4586	4692	4798	4916	
EBITDA	289	685	1089	1399	1369	1111	786	570	686	682	642	823	842	861	644	
Af- og nedskrivninger	-38	-55	-80	-138	-183	-220	-229	-131	-133	-134	-125	-128	-131	-134	-137	
EBIT	248	630	1008	1260	1175	692	557	440	554	548	516	695	711	727	507	
Renteudgifter, netto	-1	-2	0	0	-2	-4	23	22	22	23	24	24	25	25	26	
Resultat før skat	249	627	1008	1259	1172	691	580	462	576	571	539	719	735	752	533	
Skat	-101	-230	-346	-375	-335	-137	-115	-92	-115	-114	-107	-143	-146	-150	-106	
Resultat	147	398	662	884	838	554	464	370	461	457	432	576	589	602	427	
NOPAT	148	400	662	882	841	554	446	352	443	439	413	556	569	582	406	
Reformulated Consolidated Statement of Financial Position																
Tilgodehavender, netto	127	206	298	363	308	266	354	343	349	353	366	374	383	392	401	
Varelager	187	267	427	520	547	549	543	527	536	542	562	575	588	602	616	
Driftsaktiver I alt	561	798	1222	1679	1841	2140	897	871	885	894	928	950	971	993	1018	
Totale anlægsaktiver	210	300	440	674	897	1245	673	653	664	671	696	712	729	745	764	
Totale omsætningsaktiver	464	989	1777	2017	1670	1165	897	871	885	894	928	950	971	993	1018	
Totale aktiver	674	1290	2217	2692	2567	2410	1569	1524	1549	1566	1624	1662	1700	1739	1781	
Driftsforpligtelser I alt	192	234	391	425	545	571	515	500	508	513	532	545	557	570	584	
Total egenkapital	456	1047	1806	2241	2000	1595	1814	1761	1790	1809	1877	1921	1965	2009	2059	
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital	369	564	831	1254	1296	1489	1055	1024	1041	1052	1092	1117	1143	1169	1197	
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-88	-483	-975	-987	-704	-106	-759	-737	-749	-757	-785	-804	-822	-841	-862	
Egenkapital	456	1047	1806	2241	2000	1595	1814	1761	1790	1809	1877	1921	1965	2009	2059	
Cash Flow Statement																
EBITDA		685	1089	1399	1369	1111	786	570	686	682	642	823	842	861	644	
Skat af driftsindtjening		-231	-369	-376	-335	-138	-111	-88	-110	-109	-103	-138	-142	-145	-101	
Cash flow fra driften før ændring i NWC		454	720	1023	1034	973	675	483	576	573	-101	685	700	716	543	
Ændring I NWC		-116	-95	-124	149	65	-138	11	-6	-4	-14	-9	-9	-9	-10	
Cash flow fra driften		338	625	899	1183	1038	537	494	570	569	-115	676	691	707	533	
Investeringer I anlægsaktiver		-145	-220	-374	-417	-767	343	-111	-143	-141	-150	-144	-148	-151	-156	
Free cash flow (FCF)		193	405	525	766	271	881	383	427	427	-265	531	544	556	377	
Finansielle udgifter		-2	0	0	-2	-4	23	22	22	23	24	24	25	25	26	
Skatteskjold, finansielle udgifter		1	0	0	0	1	-5	-4	-4	-5	-5	-5	-5	-5	-5	
Ændring I NFF		-396	-491	-12	283	598	-653	22	-12	-8	-28	-18	-18	-19	-21	
Free cash flow til ejerne		-204	-87	513	1048	866	246	422	433	437	-275	532	545	558	377	
Udbytte (neg.)/Aktie buy-back (pos.)		204	87	-513	-1048	-866	-246	-422	-433	-437	275	-532	-545	-558	-377	

Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012) samt egen tilvirkning

Appendiks 15.7 Værdiansættelse, Michael Kors

Tabel 15.7 – Værdiansættelse , Michael Kors

	Realiserede værdidrivere						Forecast								T Periode	
(USDm)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
FCF		193	405	525	766	271	880	383	427	427	374	531	544	556	377	
RIDO(t)							329	269	362	357	330	470	481	492	314	
DCFF tilbagediskonteret							816	329	340	315	256	337	319	303	205	
RIDO tilbagediskonteret							305	231	289	263	226	298	283	268	171	
WACC							7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	7,90%	
Tilbagediskonteringsfaktor							0,9268	0,859	0,7961	0,7378	0,6838	0,6338	0,5874	0,5444	0,5444	
(USD)/År																
PV FCFF - forecast	3.014.160.469															
PV RIDO - forecast	2.161.251.806															
PV DCFF - terminalperioden	3.775.402.238															
PV RIDO - terminalperioden	3.139.210.901															
Nettodriftsaktiver (NDA)	1.489.100.000															
Nettofinansielleforpligtelser (NFF)	-105.900.000															
Enterprise value (DCFF)	7.076.424.827															
Enterprise value (RIDO)	7.076.424.827															
Equity value (DCFF)	7.182.324.827															
Equity value (RIDO)	7.182.324.827															
Antal udestående aktier	176.441.891															
Kurs	41															

Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012) samt egen tilvirkning

Note: DCF værdiansættelse af MK samt fejlsikring ved RIDO

Appendiks 15.8 Peer Group Analyse - Tier 1, Michael Kors

Tabel 15.8 – Analyse peer group Tier 1, Michael Kors

(USDm)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Burberry							
Omsætning	2.408,3	2.943,4	3.127,5	3.838,8	3.856,7	3.409,1	3.264,0
Vækst		22,2%	6,3%	22,7%	0,5%	-11,6%	8,0%
EBITDA	591,0	754,1	732,8	982,5	891,1	781,5	788,8
Vækst		27,6%	-2,8%	34,1%	-9,3%	-12,3%	7,5%
EBIT	484,6	597,3	541,1	733,9	673,0	546,2	596,0
Vækst		23,3%	-9,4%	35,6%	-8,3%	-18,8%	4,5%
EBIT-margin	20,1%	20,3%	17,3%	19,1%	17,5%	16,0%	18,4%
(USDm)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
PVH Corp. (Tommy Hilfiger og Calvin Klein)							
Omsætning	5.410,0	6.043,0	8.186,4	8.241,2	8.020,3	8.203,1	7.350,7
Vækst		11,7%	35,5%	0,7%	-2,7%	2,3%	9,5%
EBITDA	739,3	808,2	835,8	792,4	1.029,3	1.121,1	887,7
Vækst		9,3%	3,4%	-5,2%	29,9%	8,9%	9,3%
EBIT	599,7	660,3	513,4	529,9	760,5	789,2	642,2
Vækst		10,1%	-22,2%	3,2%	43,5%	3,8%	7,7%
EBIT-margin	11,1%	10,9%	6,3%	6,4%	9,5%	9,6%	9,0%
(USDm)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Tapestry							
Omsætning	4.158,5	4.763,2	5.075,4	4.806,2	4.191,6	4.491,8	4.581,1
Vækst		14,5%	6,6%	-5,3%	-12,8%	7,2%	2,0%
EBITDA	1.430,0	1.644,9	1.687,5	1.309,5	809,8	864,1	1.291,0
Vækst		15,0%	2,6%	-22,4%	-38,2%	6,7%	-7,2%
EBIT	1.304,9	1.512,0	1.524,5	1.120,1	618,0	653,5	1.122,2
Vækst		15,9%	0,8%	-26,5%	-44,8%	5,7%	-9,8%
EBIT-margin	31,4%	31,7%	30,0%	23,3%	14,7%	14,5%	24,3%
Beta Tier 1 peers							
Burberry				0,19			
PVH Corp.				-0,11			
Tapestry				0,14			

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: MK's peer group tier 1 performance for perioden 2011 – 2016

Appendiks 15.9 Kapitalomkostning, Michael Kors

Tabel 15.9 – Kapitalomkostning, Michael Kors

<i>Kapitalomkostninger</i>					
Risikofrie rente (10-årig US bond)	2,17%				
Markedsrisikopræmie	5,39%	Selskabsskat	20%	D/V	-8%
Beta	0,99	Risikotillæg	0,54%	E/V	108%
Egenkapitalens afkastkrav	7,48%	Afkastkrav på gæld	2,71%	WACC	7,90%

Kilde: Henvises til delelementernes kildehenvisning nedenfor

Note: MK's vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC)

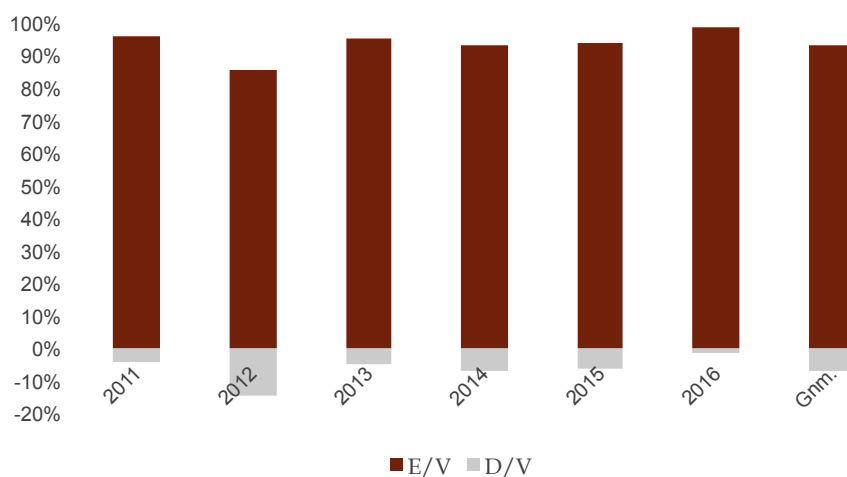
Tabel 15.10 – Kapitalstruktur beregninger, Michael Kors

(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gnm.
<i>Kapitalstruktur</i>							
Udstående aktier	140.554.377	192.731.390	201.454.408	204.291.345	199.656.833	176.441.891	
Børskurs ultimo	14	15	93	67	56	38	
= Markedsværdi af egenkapital	1.939.650.402,6	2.804.241.725	18.684.896.342	13.620.103.971	11.086.943.936,5	6.724.200.466	
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-87.594.000,0	-483.478.000	-974.819.000,0	-986.642.000	-703.800.000,0	-105.900.000	
D/V	-5%	-21%	-6%	-8%	-7%	-2%	-8%
E/V	105%	121%	106%	108%	107%	102%	108%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), (Bloomberg, 2018d) samt egen tilvirkning

Note: MK's kapitalstruktur ud fra markedsværdi for perioden 2011 – 2016 med børskurs ultimo pr. 31/03 2017

Figur 15.2 – Kapitalstruktur illustreret, Michael Kors



Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), (Bloomberg, 2018d) samt egen tilvirkning

Note: MK's kapitalstruktur ud fra markedsværdi for perioden 2011 – 2016 med børskurs ultimo pr. 31/03 2017

Tabel 15.11 – Kreditrating

(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gnm.
<i>Coverage ratios</i>							
EBIT	248	112	158	205	155	630	
Renteudgifter	1,495	1,500	0,400	0,200	1,700	4,100	
Interest coverage ratio (EBIT)	166	75	395	1024	91	154	317
(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gnm.
<i>Kreditourdering</i>							
EBIT	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	
Spread	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%

Kilde: (Damodaran, 2017a) samt egen tilvirkning

Note: Kreditratings og spread for MK for perioden 2011 – 2016 vha. Damodaran

Tabel 15.12 – Rolling beta og justeret beta, Michael Kors

Råbeta:

<i>Historisk råbeta</i>	
Beta	0,28
<i>Endelig råbeta</i>	
Beta	0,21

Justeret beta:

<i>Beta smoothing:</i>	
Råbeta	0,21
Smoothing (1/3)	0,33
Smoothing (2/3)	0,67
Justeret beta smoothing	0,48
<i>Beta equity (levered)</i>	
Råbeta	0,21
Rolling beta	0,19
Skat	20%
<i>Beta asset (unlevered)</i>	
Gæld	-106
Egenkapital	1.595
Beta (u) historisk	0,27
Beta (u) råbeta	0,20
Beta (u) rolling beta	0,18

Beta jf. Damodaran

Apparel	1,20
---------	------

Beta jf. EY

Michael Kors	0,77
--------------	------

Anvendt beta	0,99
---------------------	-------------

Kilde: (Bloomberg, 2018d), (Damodaran, 2017d), (EY, 2016) samt egen tilvirkning

Note: MK's 52 ugers rolling beta, beta smoothing, beta unlevered samt beta for *Apparel* og specifikt for MK jf. hhv. Damodaran og EY

Tabel 15.13 – Risikofrie rente, Michael Kors

År	Gennemsnit	Vægtning	Risikofri rente
2017	2,33%	0,250	0,58%
2016	1,84%	0,200	0,37%
2015	2,14%	0,200	0,43%
2014	2,54%	0,125	0,32%
2013	2,35%	0,125	0,29%
2012	1,80%	0,100	0,18%
		1,000	2,17%

Kilde: (Bloomberg, 2018b) samt egen tilvirkning

Note: Vægtet 6-årigt gennemsnit af 10-year long-term US Treasury Bond Yields for perioden 2012 til 31/10-2017.

Appendiks 15.10 Forecast Forudsætninger, Jimmy Choo

Tabel 15.14 – Forecast Licensindtægter, Jimmy Choo

Licensaftaler

(GBPm)/År	Historisk			Forecast								Terminal
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Periode
USA	0	3	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3
Vækst		300%	-33%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Andel	0%	6%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
EMEA	23	24	26	28	30	31	33	34	36	38	40	42
Vækst		4%	8%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Andel	35%	44%	41%	37%	34%	32%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Asien	42	27	36	47	56	65	71	75	78	82	86	91
Vækst		-36%	33%	30%	20%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
Andel	65%	50%	56%	61%	64%	66%	67%	67%	67%	67%	67%	67%
Total	65	54	64	77	88	98	106	111	117	123	129	136
Vækst		-17%	19%	20%	14%	11%	8%	5%	5%	5%	5%	5%
Omsætning	7	10	13	15	18	20	21	22	24	25	26	27
Vækst		44%	24%	20%	14%	11%	8%	5%	5%	5%	5%	5%

Kilde: (Jimmy Choo, 2014-2016), pressemeddelelser samt egen tilvirkning

Note: Historisk realisere udvikling samt forecast af licensindtægter for JC i perioden 2014 – 2025 fordelt på geografiske områder.

Appendiks 15.11 Forecasting Resultatopgørelse og Balance, Jimmy Choo

(GBPm)/År	Realiserede værdidrivere					Forecast							T Periode	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætningsvækst		16%	6%	6%	15%	11%	11%	8%	7%	9%	5%	5%	5%	5%
Retail				8%	17%	14%	14%	10%	9%	11%	5%	6%	6%	5%
Wholesale				0%	7%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Licens				44%	24%	20%	14%	11%	8%	5%	5%	5%	5%	5%
EBIT-margin	15%	12%	12%	11%	11%	11%	12%	13%	13%	14%	14%	15%	15%	15%
Lånerente						3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Effektive skattesats	62%	17%	-31%	12%	13%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Afskrivninger i % of immaterielle og materielle aktiver	1%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Immaterielle og materielle aktiver i % af omsætning	256%	225%	216%	206%	186%	185%	180%	180%	180%	180%	180%	180%	180%	180%
Varelager i % af omsætning	17%	15%	19%	17%	21%	28%	26%	24%	22%	20%	18%	18%	18%	18%
Tilgodehavender i % af omsætning	12%	13%	14%	13%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Driftsgæld I % af omsætning	61%	55%	58%	52%	51%	52%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
Netto finansielle forpligtelser i % af invested capital	102%	105%	22%	21%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Consolidated Income Statement														
Omsætning	243	282	300	318	364	404	450	488	523	571	597	628	661	693
EBITDA	34	37	39	47	62	69	78	90	96	111	116	128	135	141
Afskrivninger	-8	-11	-14	-16	-18	-22	-24	-26	-28	-31	-32	-34	-36	-37
EBIT	25	25	24	30	43	46	54	63	68	80	84	94	99	104
Finansielle udgifter, netto	-35	-51	-29	-3	-15	-4	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-7	-7
Resultat efter finansielle udgifter	-7	-21	-8	22	18	42	49	58	63	74	78	88	93	97
Skat	4	4	-3	-3	-2	-6	-7	-9	-9	-11	-11	-13	-14	-14
Resultat	-3	-18	-11	19	15	36	42	50	53	63	66	75	79	83
NOPAT	24	32	39	30	33	39	46	54	58	68	71	80	84	89
Reformulated Consolidated Statement of Financial Position														
Varelager	40	43	58	55	78	113	117	117	115	114	107	113	119	125
Varedebitorer og andre tilgodehavender	28	36	41	43	50	53	59	64	68	74	78	82	86	90
Driftsaktiver I alt	693	711	747	754	805	166	175	181	183	188	185	195	205	215
Totale langfristede aktiver	623	634	648	656	675	748	809	878	942	1.027	1.075	1.131	1.189	1.248
Totale kortfristede aktiver	93	99	111	112	144	166	175	181	183	188	185	195	205	215
Totale aktiver	716	733	759	768	820	914	985	1.059	1.125	1.216	1.260	1.326	1.394	1.463
Driftsforpligtelser I alt	148	155	174	165	187	210	211	229	246	268	281	295	310	326
Total egenkapital	-9	-26	444	467	476	563	619	663	703	758	783	825	867	910
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital	544	556	573	590	617	704	773	829	879	947	979	1.031	1.084	1.137
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	553	581	128	123	141	141	155	166	176	189	196	206	217	227
Egenkapital	-9	-26	444	467	476	563	619	663	703	758	783	825	867	910
Cash Flow Statement														
EBITDA		37	39	47	62	69	78	90	96	111	116	128	135	141
Skat af driftsindtjening		-4	7	-4	-6	-7	-8	-9	-10	-12	-12	-14	-15	-15
Cash flow fra driften før ændring i NWC		33	46	44	57	62	70	80	86	99	103	114	120	126
Ændring I NWC		-2	-2	-9	-8	-14	-9	13	14	17	16	5	5	5
Cash flow fra driften		31	45	35	49	48	62	93	100	116	119	119	125	131
Investeringer I anlægsaktiver		-33	-39	-37	-49	-95	-85	-95	-92	-116	-80	-91	-94	-97
Free cash flow (FCF)		-2	6	-2	0	-47	-24	-2	8	0	39	29	32	35
Finansielle udgifter		-51	-29	-3	-15	-4	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-7	-7
Skatteskjold, finansielle udgifter		9	-9	0	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ændring I NFF		28	-453	-6	19	0	14	11	10	14	6	10	11	11
Free cash flow til ejerne		-16	-485	-10	5	-51	-14	5	14	9	41	34	37	40
Udbytte (neg.) / Aktie buy-back (pos.)		16	485	10	-5	51	14	-5	-14	-9	-41	-34	-37	-40

Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012) samt egen tilvirkning

Appendiks 15.12 Værdiansættelse, Jimmy Choo

Tabel 15.15 – Værdiansættelse , Jimmy Choo

	Realiserede værdidrivere					Forecast								T Periode	
(GBPm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
FCF		-2	6	-2	0	-47	-24	-2	8	0	39	29	32	35	
RIDO(t)						-8	-8	-5	-6	1	-1	5	6	6	
DCFF tilbagediskonteret						-44	-20	-1	6	0	25	17	18	19	
RIDO tilbagediskonteret						-7	-7	-4	-4	1	-1	3	3	3	
WACC						7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	
Tilbagediskonteringsfaktor						0,93	0,86	0,80	0,74	0,69	0,64	0,60	0,55	0,55	
(GBP)/År															
PV FCFF - forecast	563.896														
PV RIDO - forecast	-16.233.077														
PV DCFF - terminalperioden	718.571.847														
PV RIDO - terminalperioden	117.968.820														
Nettodriftsaktiver (NDA)	617.400.000														
Nettofinansielleforpligtelser (NFF)	141.200.000														
Enterprise value (DCFF)	761.598.076														
Enterprise value (RIDO)	761.598.076														
Equity value (DCFF)	620.398.076														
Equity value (RIDO)	620.398.076														
Antal udestående aktier	378.591.494														
Kurs	1,64														

Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012) samt egen tilvirkning

Note: DCF værdiansættelse af JC samt fejlsikring ved RIDO

Appendiks 15.13 Peer Group Analyse - Tier 1, Jimmy Choo

Tabel 15.16 - Analyse peer group Tier 1, Jimmy Choo

(GPBm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Inter Parfums Inc.						
Omsætning	412,7	360,0	303,0	306,5	384,4	353,3
Vækst		-12,8%	-15,8%	1,2%	25,4%	-0,5%
EBITDA	185,5	57,4	38,6	46,0	60,5	77,6
Vækst		-69,0%	-32,8%	19,2%	31,6%	-12,8%
EBIT	175,7	50,3	32,4	40,0	49,2	69,5
Vækst		-71,3%	-35,6%	23,5%	22,8%	-15,1%
EBIT-margin	42,6%	14,0%	10,7%	13,1%	12,8%	18,6%
(GPBm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Salvatore Ferragamo						
Omsætning	933,9	1.069,3	1.078,8	1.043,9	1.179,1	1.061,0
Vækst		14,5%	0,9%	-3,2%	12,9%	6,3%
EBITDA	184,9	221,0	237,2	236,8	265,5	229,1
Vækst		19,5%	7,4%	-0,2%	12,2%	9,7%
EBIT	157,4	186,2	198,8	193,2	213,8	189,9
Vækst		18,3%	6,8%	-2,8%	10,7%	8,2%
EBIT-margin	16,9%	17,4%	18,4%	18,5%	18,1%	17,9%
(GPBm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
TOD'S SpA						
Omsætning	798,0	835,7	790,6	765,3	823,3	802,6
Vækst		4,7%	-5,4%	-3,2%	7,6%	0,9%
EBITDA	202,6	200,9	156,8	147,9	148,3	171,3
Vækst		-0,9%	-22,0%	-5,7%	0,3%	-7,0%
EBIT	169,2	164,2	120,0	108,5	105,3	133,4
Vækst		-2,9%	-26,9%	-9,6%	-2,9%	-10,6%
EBIT-margin	21,2%	19,6%	15,2%	14,2%	12,8%	16,6%
Beta Tier 1 peers						
Inter Parfums Inc.				-0,02		
Salvatore Ferragamo				-0,07		
Tod's SpA				0,17		

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: JC's peer group tier 1 performance for perioden 2012 - 2016

Appendiks 15.14 Kapitalomkostning, Jimmy Choo

Tabel 15.17 – Kapitalomkostning, Jimmy Choo

Kapitalomkostninger

Risikofrie rente (10-årig UK bond)	1,76%				
Markedsrisikopræmie	5,78%	Selskabsskat (2016)	20%	D/V	21,04%
Beta	1,11	Risikotillæg	5,38%	E/V	78,96%
Egenkapitalens afkastkrav	8,17%	Afkastkrav på gæld	7,14%	WACC	7,65%

Kilde: Henvises til delementernes kildehenvisning nedenfor

Note: JC's vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC)

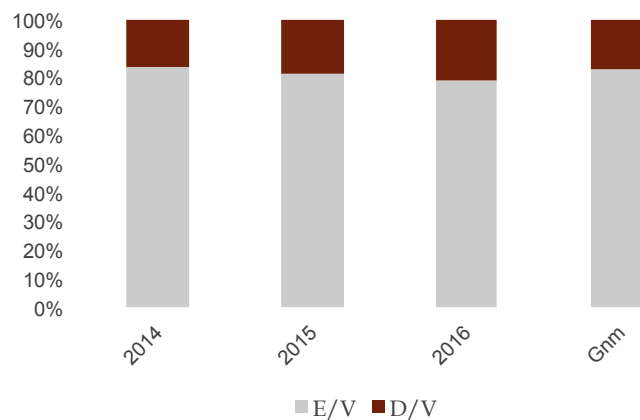
Tabel 15.18 – Kapitalstruktur beregninger, Jimmy Choo

(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gnm.
Kapitalstruktur							
Udstående aktier	140.554.377	192.731.390	201.454.408	204.291.345	199.656.833	176.441.891	
Børskurs ultimo	14	15	93	67	56	38	
= Markedsværdi af egenkapital	1.939.650.402,6	2.804.241.725	18.684.896.342	13.620.103.971	11.086.943.936,5	6.724.200.466	
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-87.594.000,0	-483.478.000	-974.819.000,0	-986.642.000	-703.800.000,0	-105.900.000	
D/V	-5%	-21%	-6%	-8%	-7%	-2%	-8%
E/V	105%	121%	106%	108%	107%	102%	108%

Kilde: (Jimmy Choo, 2014-2016), (Bloomberg, 2018e) samt egen tilvirkning

Note: JC's kapitalstruktur ud fra markedsværdi for perioden 2011 – 2016 med børskurs ultimo pr. 31/12 2017

Figur 15.3 – Kapitalstruktur illustreret, Jimmy Choo



Kilde: (Jimmy Choo, 2014-2016), (Bloomberg, 2018e) samt egen tilvirkning

Note: JC's kapitalstruktur ud fra markedsværdi for perioden 2011 – 2016 med børskurs ultimo pr. 31/12 2017

Tabel 15.19 – Kreditrating, Jimmy Choo

(GBP)/År	2012	2013	2014	2015	2016	Gnm.	
<i>Coverage ratios</i>							
EBIT	37	35	35	33	39		
Renteudgifter	34,834	50,841	29,483	2,673	15,300		
Interest coverage ratio (EBIT)	1,06	0,69	1,19	12,52	2,56	3,60	
(GBP)/År	2012	2013	2014	2015	2016	Gnm.	Vægtet Gnm.
<i>Kreditvurdering</i>							
EBIT	Ca2/CC	C2/C	Ca2/CC	Aaa/AAA	B1/B+		
Spread	10,63%	13,95%	10,63%	0,54%	2,98%	7,75%	5,38%
Vægt	0,10	0,10	0,15	0,25	0,40		

Kilde: (Damodaran, 2017a) samt egen tilvirkning

Note: Kreditratings og spread for JC for perioden 2012 – 2016 vha. Damodaran

Tabel 15.20 – Rolling beta og justeret beta, Jimmy Choo

Råbeta:

<i>Historisk råbeta</i>	
Beta	0,18
<i>Endelig råbeta</i>	
Beta	0,17

Justeret beta:

<i>Beta smoothing:</i>	
Råbeta	0,17
Smoothing (1/3)	0,33
Smoothing (2/3)	0,67
Justeret beta smoothing	0,44
<i>Beta equity (levered)</i>	
Råbeta	0,17
Rolling beta	0,32
Skat	20%
<i>Beta asset (unlevered)</i>	
Gæld	141.200.000
Egenkapital	476.200.000
Beta (u) historisk	0,22
Beta (u) råbeta	0,21
Beta (u) rolling beta	0,40

Beta jf. Damodaran

Shoes	1,26
-------	------

Beta jf. EY

Jimmy Choo	0,96
------------	------

Anvendt beta	1,11
---------------------	-------------

Kilde: (Bloomberg, 2018e), (Damodaran, 2017d), (EY, 2016) samt egen tilvirkning

Note: JC's 52 ugers rolling beta, beta smoothing, beta unlevered samt beta for *Shoes* og specifikt for Jimmy Cho jf. hhv. Damodaran og EY

Tabel 15.21 – Risikofrie rente, Jimmy Choo

År	Gennemsnit	Vægtning	Risikofri rente
2017	1,24%	0,250	0,31%
2016	1,31%	0,200	0,26%
2015	1,90%	0,200	0,38%
2014	2,57%	0,125	0,32%
2013	2,39%	0,125	0,30%
2012	1,92%	0,100	0,19%
		1,000	1,76%

Kilde: (Bloomberg, 2018c) samt egen tilvirkning

Note: Vægtet 6-årigt gennemsnit af 10-year long-term UK Treasury Bond Yields for perioden 2012 til 31/10-2017.

Appendiks 15.15 Konsolideret Proforma 2017 Regnskab

Til estimering af proforma regnskab for 2017 for den konsoliderede virksomhed er der behov for både JC's og MK's regnskaber på kvartalsniveau, idet virksomhederne anvender forskellige regnskabsår, mens virksomhedernes salg er præget af sæsonudsving, hvorfor der til konsolidering er behov for korrektion heraf, for herved at opnå et retvisende estimat af konsolideringen.

I forbindelse med udarbejdelsen af dette proforma regnskab opstår nogle udfordringer, der er væsentlige at pointere. Det er tidligere nævnt, at begge selskaber oplever sæsonudsving i salget og netop november og december måned er præget af højere omsætning grundet højtider. Ydermere findes udfordringen i, at MK ikke følger kalenderåret, men derimod har skævt regnskabsår, hvorfor det ovenfor omtalte november og december indregning af JC karakteriseres som tredje kvartal. Da denne afhandling kontinuerligt har justeret og forholdt sig til kalenderåret, skal den konsoliderede værdiansættelse tage udgangspunkt i kalenderåret.

Jimmy Choo

Dog oplyser JC kun 1. halvårs regnskab som følge af akquisitionen, hvorfor regnskabet for 2. halvår estimeres ved anvendelse af følgende formel:

$$JC\ Q3\ 2017 = \left(\frac{\left(\left(\frac{H1}{H1\ andel\ af\ FY} - H1 \right) - JC\ Nov,\ Dec \right)}{4} \right) * 3$$

$$JC\ Q4\ 2017 = \left(\frac{\left(\left(\frac{H1}{H1\ andel\ af\ FY} - H1 \right) - JC\ Nov,\ Dec \right)}{4} \right) + JC\ Nov,\ Dec$$

hvor ovenstående formler anvendes både ved estimering af omsætning og EBIT for proforma 2017 regnskab.

Hertil anvendes JC's halvårsregnskaber for 2014-2016 som stand-alone virksomhed for herved at estimere en gennemsnitlig andel af 1. halvår ud fra helårsregnskabet, hvilket i ovenstående formler angives som '*H1 andel af FY*'. Ydermere oplyser MK i deres 3. kvartalsrapport, at JC's regnskabstal kun er indeholdt for de sidste 2 måneder (november og december), hvorefter JC's omsætning og EBIT i november-december udgør USDm 114,7 og 5,7, hvilket angives som '*JC Nov, Dec*' i ovenstående formler. Det er nødvendigt at dividere ovenstående formler med 4 (6 måneder fratrukket november og december) for herved at opnå et estimat på månedsbasis. For at opnå et estimat for JC's 3. kvartal i proforma 2017 regnskabet multipliceres estimatet på månedsbasis med 3, mens estimatet for JC's 4. kvartal estimeres ved at addere JC's november-december regnskabstal (2 måneder) med estimatet på månedsbasis. Herved er der taget højde for korrekt indregning af JC's sæsonalg i november og december i proforma 2017 regnskabet.

Michael Kors

De indregnede november-december regnskabstal for JC skal selvfølgelig fratrækkes i MK's oplyste regnskabstal for 3. kvartal for herved at 'rense' for disse, så disse tal ikke indgår dobbelt i estimeringen af det konsoliderede proforma regnskab. MK har på tidspunktet for denne afhandling endnu ikke aflagt regnskab for 4. kvartal, hvorfor dette estimeres på baggrund af 3. kvartalsregnskabet ud fra den historiske gennemsnitlige vækst i omsætningen fra 3. til 4. kvartal i årene 2013-2016. Det samme gør sig gældende i estimeringen af de konsoliderede proforma 2017 4. kvartal regnskabstal.

Konsolideret proforma 2017 regnskab

Idet JC og MK, som nævnt tidligere, følger forskellige regnskabsår med hhv. kalenderår og skævt regnskabsår, estimeres det konsoliderede proforma 2017 regnskab derfor på følgende vis:

$$\text{Proforma Q1 2017} = \text{JC Q2 2017} + \text{MC Q1 2017}$$

$$\text{Proforma Q2 2017} = \text{JC Q3 2017} + \text{MC Q2 2017}$$

$$\text{Proforma Q3 2017} = \text{JC Q4 2017} + \text{MC Q3 2017}$$

$$\text{Proforma Q4 2017} = \text{Proforma Q3 2017} * (1 + \text{Gnm vækst oms. Q3} - \text{Q4})$$

$$\text{Proforma FY 2017} = \text{Proforma Q1 2017} + \text{Proforma Q2 2017} + \text{Proforma Q3 2017} + \text{Proforma Q4 2017}$$

Det er derfor med udgangspunkt i dette proforma 2017 regnskab, det fremtidige forecast af MK som konsolideret virksomhed vil blive estimeret, idet der i dette proforma regnskab er indeholdt de realiserede konsoliderede regnskabstal og herved reel og ligeledes justering til korrekt indregning af JC. Hertil antages anvendelse af MK's oplyste balance efter konsolidering i den videre estimering af proforma 2017 regnskab.

Tabel 15.22 – Konsolideret Proforma 2017 Regnskab, EBIT

(USDm)/År		Beregninger				Forecast	Proforma
		Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017		
Jimmy Choo							
Omsætning	130	130	115	153			
EBIT	13	13	8	8			
Michael Kors		Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017		
Total omsætning		952	1147	1325	1118		
EBIT		149	199	308	139		
Konsolideret		Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017		FY 2017
Total omsætning		1082	1262	1479	1247		5070
EBIT		162	207	316	142		828

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Beregninger og forecast til det konsoliderede proforma 2017 regnskab for EBIT med korrektion for indregning af sæson og regnskabstal for JC.

Tabel 15.23 – Konsolideret Proforma 2017 Regnskab, Renteudgifter

(USDm)/År		Beregninger				Forecast	Proforma
		Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017		
Jimmy Choo							
Renteudgifter	2	2	-1	0			
Michael Kors		Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017		
Renteudgifter		1	1	8	3		
Konsolideret		Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017		FY 2017
Renteudgifter		3	0	8	3		13

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Beregninger og forecast til det konsoliderede proforma 2017 regnskab for renteudgifter med korrektion for indregning af sæson og regnskabstal for JC.

Tabel 15.24 – Konsolideret Proforma 2017 Regnskab, EBITDA

(USDm)/År		Beregninger				Forecast	Proforma
	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017			
Jimmy Choo							
EBITDA	20	20	13	16			
Michael Kors							
	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017			
EBITDA	149	199	314	210			
Konsolideret							
	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017			
EBITDA	169	212	329	221			
							FY 2017
							1143

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Beregninger og forecast til det konsoliderede proforma 2017 regnskab for EEBIDA med korrektion for indregning af sæson og regnskabstal for JC.

Yderligere beregninger forud for ovenstående konsolideret proforma 2017 regnskab findes i vedlagt Excel materiale.

Appendiks 15.16 Forecast og Vurdering af Synergieffekter

Følgende potentielle synergieffekter forventes ikke at have en direkte indflydelse på vurderingen af synergieffekterne og herved ligeledes det konsoliderede forecast. Dog anses disse synergieffekter stadig for at være relevante som supplement til analysen og vurderingen af de potentielle synergieffekter, hvorfor disse stadig findes relevante at påpege i det følgende.

Operationel Synergieffekter

Nytænkende celebrity faktor

I forlængelse af den i afhandlingen nævnte market power synergieffekt, i form af brand image, kan både MK's og JC's positionering ved anvendelse af kendte personligheder og anden *celebrity faktor* nævnes. Brandet MK er som tidligere nævnt i den strategiske analyse associeret med en bred skare af globale trendsættere og kendte personligheder som ambassadører for brandet, der anses som en essentiel kompetence i understøttelsen af virksomhedens brand image. Ligeledes har JC anvendt en bred kommunikationsstrategi til at positionere brandet, heriblandt kendte personligheder og anden *celebrity faktor* i form af product placement. Det kan derfor forventes, at virksomheden efter konsolideringen vil foretage vidensdeling i forbindelse med de videre marketingaktiviteter i form af anvendelse og udnyttelse af sådanne *celebrity faktor*, idet både MK og JC som stand-alone virksomheder besidder megen erfaring og ekspertise på dette område. Dette både i form af allerede realiserede og benyttede former for anvendelse af *celebrity faktor* i marketingsaktiviteterne samt i nytænkende markedsføringsaktiviteter skabt på baggrund af inspiration fra hverandres ekspertise, netværk og erfaring på området. Det vurderes derfor, på baggrund af begge virksomheders etablerede kompetencer og erfaring i anvendelse af *celebrity faktor* i deres positionering i luksussegmentet og premium segmentet, at MK efter konsolideringen kan drage nytte af denne ekspertise til nytænkende anvendelse af *celebrity faktor* i markedsføringsaktiviteter og herved fortsat og evt. styrket positionering af MK's brand image og til kontinuerlig vedligeholdelse og opretholdelse af JC's brand kommunikationsstrategi og ligeledes brand image.

Ledelsessynergieffekter

Talentudvikling

Der findes, som nævnt tidligere, flere men ingen udtømmende akademiske definitioner af luksus. Dog har Bastien & Kapferer (2009) tidligere påpeget, at luksusbrands er stærkt associeret med deres kerneprodukter. Et særligt essentielt element i opbygningen og ikke mindst udviklingen af et luksusbrand er derfor opbygning og udvikling af virksomhedens kerneprodukter, hvilket først og fremmest er stærkt influeret og afhængig af produktudviklere og designere samt ligeledes selskabets medarbejdere og ledelsen heraf. I den *personlige luksusbranche* anses det derfor for nødvendigt med et talentfuldt designteam for at kunne opbygge, udvikle og sågar overleve positioneringen på markedet. Her kan JC nævnes at have særlig fokus på deres talenter samt måden, hvorpå virksomheden kan bibeholde disse talenter og udvikle dem målrettet. JC's ledelsesinitiativ, i form af deres *talent management* med stort fokus på talentudvikling, der blev introduceret som led i styrkelse af forretningen, kan med fordel efter konsolideringen ligeledes benyttes hos MK. Den konsoliderede virksomhed kan herved få samlet nogle af de bedste talenter i branchen samt opnå en vidensdeling og et samlet stærkere team ved at drage nytte af hinandens mangeårige ekspertise på tværs af regioner og funktioner inden for talentudvikling. Dette både i form af en direkte integration af JC's talentudviklingsprogram i MK eller blot indhentning af inspiration til måder, hvorpå MK kan styrke udviklingen af talenter.

Denne vidensdeling og/eller programsammenlægning gælder, som nævnt, både for talentudvikling af produktudviklere og designteam samt for virksomhedens evne til at tiltrække og bibeholde effektive og talentfulde medarbejdere og ledelse gennem vidensdeling af erfaring og talentudviklingsprogrammer på tværs af og gennem videreførelse til og fra både MK og JC.

Strategic fit

I forbindelse med udvidelse af en virksomheds drift gennem enten akkvisition eller fusion, vil de fleste virksomheder i forsøget herpå prospektere efter en virksomhed, der vil være et godt strategic fit til dennes egen strategi og mål, dvs. passe strategisk godt til opkøbsvirksomheds strategi og mål. Strategic fit opstår derfor, når en bestemt *målvirksomhed* eller et bestemt produkt anses for at være passende i forhold til en *opkøbsvirksomhedens* overordnede strategi og mål (Seal et al., 2015).

Det vurderes, at der ved MK's akkvisition af JC er tale om et strategic fit, idet begge virksomheder, udover at være inden for samme branche og herved eksponeret overfor samme eksterne faktorer, ligeledes synes at have lignende interne strategiske mål jf. deres årsrapporter. Virksomhederne synes derfor at stå overfor samme udfordringer og ligeledes muligheder i form af eksempelvis øget global ekspansion samt øget fokus på det asiatiske marked, samtidig med at begge har fokus på bedre udnyttelse af det mandelige segment. Ved konsolideringen af Michal Kors og JC vurderes der derfor at opnås et strategic fit pga. disses sammenlignelige strategiske mål, hvorved en udnyttelse heraf vurderes at kunne bringe den konsoliderede virksomhed hurtigere til at opnå disse mål.

Appendiks 15.17 Konsolideret forecast værdidrivere

Tabel 15.25 - Konsolideret forecast værdidrivere

(USDm)/År	Realiserede værdidrivere						Proforma	Forecast							T Periode
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætningsvækst		68%	52%	32%	8%	-5%		-3%	-3%	4%	4%	8%	5%	4%	2%
Omsætningssynergieffekter								2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,5%	0,5%	0,0%
Market power								0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%
Operationelle								1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ledelses								0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-margin	19%	29%	30%	29%	25%	15%	16%	11%	11%	15%	15%	15%	15%	14%	9%
Omkostningssynergieffekter								0,0%	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Market power								0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Operationelle								-1,0%	-1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ledelses								0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Finansielle omkostninger							3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Finansielle synergieffekter								-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Effektive skattesats	41%	37%	37%	30%	29%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
Afskrivninger i % of immaterielle og materielle aktiver	19%	18%	18%	21%	22%	34%	18%	34%	20%	20%	20%	18%	18%	18%	15%
Immaterielle og materielle aktiver i % af omsætning	16%	14%	13%	15%	19%	28%	55%	40%	30%	25%	25%	20%	20%	20%	20%
Varelager i % af omsætning	14%	12%	13%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	10%	10%	10%	10%
Tilgodehavender i % af omsætning	10%	9%	9%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Driftsgæld i % af omsætning	15%	11%	12%	10%	12%	14%	21%	17%	17%	17%	17%	17%	15%	15%	15%
Netto finansielle forpligtelser i % af invested capital	-24%	-86%	-117%	-79%	-54%	-7%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	24%

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Forecast af værdidrivere for MK som konsolideret virksomhed

Appendiks 15.18 Konsolideret forecasting resultatopgørelse og balance

	Realiserede værdidrivere						Proforma	Forecast						T Periode	
(USDm)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Consolidated Income Statement															
Total omsætning	1302	2182	3311	4372	4712	4494	5070	4918	4770	4961	5159	5572	5823	6026	6117
EBITDA	289	685	1089	1396	1369	1109		1210	811	992	1032	1036	1083	1061	750
Af- og nedskrivninger	-38	-55	-80	-138	-183	-220		-669	-286	-248	-258	-201	-210	-217	-184
EBIT	248	630	1008	1257	1175	690	828	541	525	744	774	836	873	844	566
Finansielle omkostninger	1	-3	-1	-3	-7	-7	-20	-17	-13	-11	-12	-9	-9	-9	-9
Resultat før skat	249	627	1008	1256	1172	689	808	524	512	733	762	827	865	835	557
Skat	-101	-230	-346	-375	-335	-137	-142	-92	-90	-129	-134	-145	-152	-147	-100
Resultat	147	398	662	881	838	552	665	431	422	604	628	681	712	688	457
NOPAT	148	400	662	882	841	554	682	446	432	613	638	689	720	695	464
Reformulated Consolidated Statement of Financial Position															
Tilgodehavender, netto	127	206	298	363	308	266	288	295	286	298	310	334	349	362	367
Varelager	187	267	427	520	547	549	677	639	620	645	671	557	582	603	612
Driftsaktiver I alt	561	798	1222	1679	1841	2140	3829	934	906	943	980	892	932	964	979
Totale anlægsaktiver	210	300	440	674	897	1245	2772	1967	1431	1240	1290	1114	1165	1205	1223
Totale omsætningsaktiver	464	989	1777	2017	1670	1165	1445	934	906	943	980	892	932	964	979
Totale aktiver	674	1290	2217	2692	2567	2410	4217	2901	2337	2183	2270	2006	2096	2170	2202
Driftsforpligtelser I alt	192	234	391	425	545	651	1074	836	811	843	877	947	873	904	918
Total egenkapital	456	1047	1806	2241	2000	1595	2080	1570	1160	1018	1059	805	929	962	976
Nettodriftsaktiver (NDA) / invested capital	369	564	831	1254	1296	1489	2755	2065	1526	1339	1393	1059	1223	1266	1285
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-88	-483	-975	-987	-704	-106	675	496	366	321	334	254	293	304	308
Egenkapital	456	1047	1806	2241	2000	1595	2080	1570	1160	1018	1059	805	929	962	976
Cash Flow Statement															
EBITDA		685	1089	1396	1369	1109		1210	811	992	1032	1036	1083	1061	750
Paid tax on operating earnings		-231	-369	-375	-335	-137		-95	-92	-131	-136	-147	-154	-148	-102
Cash flow fra driften før ændring i NWC		454	720	1021	1034	972		1115	719	861	896	889	929	912	648
Ændring i NWC		-116	-95	-124	149	145		-207	3	-4	-4	159	-114	-2	-1
Cash flow fra driften		338	625	897	1183	1116		908	722	857	892	1048	815	910	647
Investments in non-current assets		-145	-220	-374	-417	-767		136	250	-57	-308	-25	-260	-258	-202
Free cash flow (FCF)		193	405	523	766	349		1136	971	800	584	1023	556	652	445
Financial expenses		-2	0	0	-2	-4		-17	-13	-11	-12	-9	-9	-9	-9
Tax shield, financial expenses		1	0	0	0	1		3	2	2	2	2	2	2	2
New debt, net		-396	-491	-12	283	598		-179	-129	-45	13	-80	39	10	5
Free cash flow to owners		-204	-87	511	1048	944		942	831	746	587	936	588	655	442
Dividends (neg.)/Share buy-back (pos.) (budget)		204	87	-511	-1048	-944		-942	-831	-746	-587	-936	-588	-655	-442

Kilde: (Petersen & Plenborg, 2012) samt egen tilvirkning

Appendiks 15.19 Konsolideret kapitalomkostning

Tabel 15.26 – Kapitalomkostning, Konsolideret

<i>Kapitalomkostninger</i>					
Risikofrie rente (10-årig US bond)	2,17%				
Markedsrisikopræmie	5,58%	Selskabsskat	20%	D/V	7%
Beta	0,99	Risikotillæg	0,54%	E/V	93%
Egenkapitalens afkastkrav	7,67%	Afkastkrav på gæld	2,71%	WACC	7,30%

Kilde: Henvises til delelementernes kildehenvisning nedenfor

Note: MK som konsolideret virksomheds vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC)

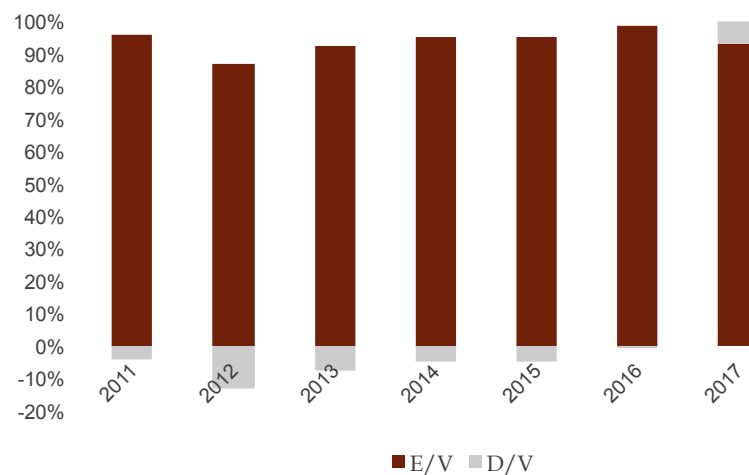
Tabel 15.27 – Kapitalstruktur beregninger, Konsolideret

(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Kapitalstruktur</i>							
Udstående aktier	140.554.377	192.731.390	201.454.408	204.291.345	199.656.833	176.441.891	152.167.403
Børskurs ultimo	14	16	57	93	67	57	63
= Markedsværdi af egenkapital	1.939.650.403	3.122.248.518	11.440.595.830	18.948.022.249	13.371.018.106	10.051.894.530	9.578.938.019
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	-87.594.000	-483.478.000	-974.819.000	-986.642.000	-703.800.000	-105.900.000	674.900.000
D/V	-5%	-18%	-9%	-5%	-6%	-1%	7%
E/V	105%	118%	109%	105%	106%	101%	93%

Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), (Bloomberg, 2018e) samt egen tilvirkning

Note: MK som konsolideret virksomheds kapitalstruktur ud fra markedsværdi for perioden 2011 – 2017 med børskurs ultimo pr. 1/11 2017

Figur 15.4– Kapitalstruktur illustreret, Konsolideret



Kilde: (Michael Kors, 2011-2017), (Bloomberg, 2018e) samt egen tilvirkning

Note: MK som konsolideret virksomheds kapitalstruktur ud fra markedsværdi for perioden 2011 – 2017 med børskurs ultimo pr. 1/11 2017

Tabel 15.28 – Kreditrating, Konsolideret

(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Coverage ratios</i>							
EBIT	248	112	158	205	155	630	828
Renteudgifter	1,495	1,500	0,400	0,200	1,700	4,100	13,2
Interest coverage ratio (EBIT)	166	75	395	1024	91	154	63
(USD)/År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<i>Krediturdering</i>							
EBIT	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA	Aaa/AAA
Spread	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%

Kilde: (Damodaran, 2017a) samt egen tilvirkning

Note: Kreditratings og spread for Michal Kors som konsolideret virksomhed for perioden 2011 – 2017 vha. Damodaran

Tabel 15.29 – Rolling beta og justeret beta, Konsolideret

Råbeta:	
<i>Historisk råbeta</i>	
Beta	0,28
<i>Endelig råbeta</i>	
Beta	0,28
Justeret beta:	
<i>Beta smoothing:</i>	
Råbeta	0,28
Smoothing (1/3)	0,33
Smoothing (2/3)	0,67
Justeret beta smoothing	0,52
<i>Beta equity (levered)</i>	
Råbeta	0,28
Rolling beta	0,20
Skat	20%
<i>Beta asset (unlevered)</i>	
Gæld	-106
Egenkapital	1.595
Beta (u) historisk	0,27
Beta (u) råbeta	0,27
Beta (u) rolling beta	0,19
Beta jf. Damodaran	
Apparel	1,20
Beta jf. EY	
Michael Kors	0,77
Anvendt beta	0,99

Kilde: (Bloomberg, 2018d), (Damodaran, 2017d), (EY, 2016) samt egen tilvirkning

Note: Michal Kors som konsolideret virksomheds 52 ugers rolling beta, beta smoothing, beta unlevered samt beta for Apparel og specifikt for Michal Kors jf. hhv. Damodaran og EY

Tabel 15.30 – Risikofrie rente, Konsolideret

År	Gennemsnit	Vægtning	Risikofri rente
2017	2,33%	0,250	0,58%
2016	1,84%	0,200	0,37%
2015	2,14%	0,200	0,43%
2014	2,54%	0,125	0,32%
2013	2,35%	0,125	0,29%
2012	1,80%	0,100	0,18%
		1,000	2,17%

Kilde: (Bloomberg, 2018b) samt egen tilvirkning

Note: Vægtet 6-årigt gennemsnit af 10-year long-term US Treasury Bond Yields for perioden 2012 til 1/11-2017.

Appendiks 15.20 Følsomhedsanalyse Stand-alone

Tabel 15.31 – Følsomhedsanalyse, Michael Kors

		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%
RISIKOFRI RENTE	1,0%	94	76	65	57	50	46	42	39	36	34
	1,3%	83	69	60	53	47	43	40	37	35	32
	1,6%	74	63	56	50	45	41	38	36	33	31
	1,9%	68	59	52	47	43	39	37	34	32	30
	2,2%	62	55	49	44	41	38	35	33	31	30
	2,5%	58	51	46	42	39	36	34	32	30	29
	2,8%	54	48	44	40	37	35	33	31	29	28
	3,1%	50	46	42	38	36	34	32	30	28	27
	3,4%	47	43	40	37	35	32	31	29	28	26
	3,7%	45	41	38	35	33	31	30	28	27	26

		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		3,4%	3,9%	4,4%	4,9%	5,4%	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%
BETA	0,28	250	209	180	158	141	128	117	108	100	93
	0,46	138	118	104	93	84	77	71	66	61	58
	0,63	97	84	74	67	61	56	52	48	46	43
	0,81	75	66	59	53	48	45	42	39	37	35
	0,99	62	55	49	44	41	38	35	33	31	30
	1,16	53	47	42	38	35	33	31	29	27	26
	1,34	47	41	37	34	31	29	27	26	24	23
	1,51	42	37	34	31	28	26	25	23	22	21
	1,69	38	34	31	28	26	24	23	22	20	19
	1,87	35	31	28	26	24	22	21	20	19	18

		TERMINALPERIODEVÆKST									
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
EBIT-MARGIN	6%	29	29	30	31	31	32	34	35	37	40
	7%	30	31	32	33	34	35	37	38	41	44
	8%	32	33	34	35	36	38	39	42	45	49
	9%	34	35	36	37	38	40	42	45	48	53
	10%	35	36	38	39	41	43	45	48	52	58
	11%	37	38	40	41	43	45	48	52	56	62
	12%	39	40	42	43	45	48	51	55	60	66
	13%	40	42	43	45	48	50	54	58	64	71
	14%	42	44	45	48	50	53	57	61	67	75
	15%	44	45	47	50	52	56	60	65	71	80

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Deltaljeret simultan følsomhedsanalyse for MK stand-alone med afsæt i værdiansættelse og forecast.

Tabel 15.32 - Følsomhedsanalyse, Jimmy Choo

		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		4,6%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%
RISIKOFRI RENTE	1,0%	6,7	4,9	3,9	3,1	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4	1,2
	1,2%	5,3	4,1	3,3	2,7	2,3	2,0	1,7	1,5	1,3	1,1
	1,4%	4,4	3,5	2,9	2,4	2,0	1,8	1,5	1,3	1,2	1,0
	1,6%	3,7	3,0	2,5	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1	0,9
	1,8%	3,2	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
	2,0%	2,8	2,3	2,0	1,7	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
	2,2%	2,4	2,1	1,8	1,5	1,3	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7
	2,4%	2,2	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,7
	2,6%	1,9	1,7	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
	2,8%	1,7	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		4,6%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%
BETA	0,71	34,7	17,7	11,7	8,7	6,8	5,6	4,7	4,0	3,5	3,1
	0,74	21,5	13,1	9,3	7,2	5,8	4,8	4,1	3,5	3,1	2,7
	0,79	13,0	9,1	6,9	5,5	4,5	3,8	3,3	2,9	2,5	2,2
	0,89	7,0	5,4	4,4	3,6	3,1	2,7	2,3	2,0	1,8	1,6
	1,11	3,2	2,6	2,2	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9
	1,21	2,5	2,1	1,7	1,5	1,3	1,1	1,0	0,9	0,7	0,7
	1,31	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
	1,41	1,6	1,4	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
	1,51	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
	1,61	1,1	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2
		TERMINALPERIODEVÆKST									
		4,2%	4,4%	4,6%	4,8%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%
EBIT-MARGIN	11%	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,3
	12%	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3
	13%	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
	14%	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
	15%	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9
	16%	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,3	2,5
	17%	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	3,0
	18%	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1	3,3	3,6
	19%	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,2	3,3	3,5	3,8	4,1
	20%	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,5	3,7	4,0	4,3	4,7

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Deltaljeret simultan følsomhedsanalyse for JC stand-alone med afsæt i værdiansættelse og forecast.

Appendiks 15.21 Følsomhedsanalyse WACC

Tabel 15.33 – Følsomhedsanalyse WACC, Konsolideret

		MARKEDSRISIKOPRÆMIE									
		3,6%	4,1%	4,6%	5,1%	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
RISIKOFRI RENTE	1,0%	4,3%	4,7%	5,2%	5,7%	6,1%	6,6%	7,0%	7,5%	8,0%	8,4%
	1,3%	4,6%	5,0%	5,5%	6,0%	6,4%	6,9%	7,3%	7,8%	8,3%	8,7%
	1,6%	4,9%	5,3%	5,8%	6,3%	6,7%	7,2%	7,6%	8,1%	8,6%	9,0%
	1,9%	5,2%	5,6%	6,1%	6,6%	7,0%	7,5%	7,9%	8,4%	8,9%	9,3%
	2,2%	5,5%	5,9%	6,4%	6,8%	7,3%	7,8%	8,2%	8,7%	9,1%	9,6%
	2,5%	5,8%	6,2%	6,7%	7,1%	7,6%	8,1%	8,5%	9,0%	9,4%	9,9%
	2,8%	6,1%	6,5%	7,0%	7,4%	7,9%	8,4%	8,8%	9,3%	9,7%	10,2%
	3,1%	6,4%	6,8%	7,3%	7,7%	8,2%	8,7%	9,1%	9,6%	10,0%	10,5%
RISIKOFRI RENTE	3,4%	6,7%	7,1%	7,6%	8,0%	8,5%	9,0%	9,4%	9,9%	10,3%	10,8%
	3,7%	6,9%	7,4%	7,9%	8,3%	8,8%	9,2%	9,7%	10,2%	10,6%	11,1%
		KAPITALSTRUKTUR									
		-13,4%	-8,4%	-3,4%	1,6%	6,6%	11,6%	16,6%	21,6%	26,6%	31,6%
BETA	0,28	3,9%	3,9%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,2%
	0,46	5,1%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,4%	4,3%	4,2%	4,0%	3,9%
	0,63	6,2%	6,0%	5,8%	5,6%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	4,8%	4,6%
	0,81	7,3%	7,1%	6,8%	6,6%	6,4%	6,2%	5,9%	5,7%	5,5%	5,3%
	0,99	8,4%	8,1%	7,9%	7,6%	7,3%	7,0%	6,8%	6,5%	6,2%	5,9%
	1,16	9,5%	9,2%	8,9%	8,5%	8,2%	7,9%	7,6%	7,3%	6,9%	6,6%
	1,34	10,6%	10,3%	9,9%	9,5%	9,1%	8,8%	8,4%	8,0%	7,6%	7,3%
	1,51	11,7%	11,3%	10,9%	10,5%	10,1%	9,6%	9,2%	8,8%	8,4%	7,9%
	1,69	12,9%	12,4%	11,9%	11,4%	11,0%	10,5%	10,0%	9,6%	9,1%	8,6%
	1,87	14,0%	13,5%	12,9%	12,4%	11,9%	11,4%	10,9%	10,3%	9,8%	9,3%
		SELSKABSSPECIFIKT RISIKOTILLÆG									
		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	3,0%	5,5%	8,0%	10,5%	13,0%
SKATTESATS	12%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%	8,0%
	14%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%	8,0%
	16%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%	8,0%
	18%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	8,0%
	20%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	8,0%
	22%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
	24%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%
	26%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%
	28%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%
	30%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,9%

Kilde: Egen tilvirkning

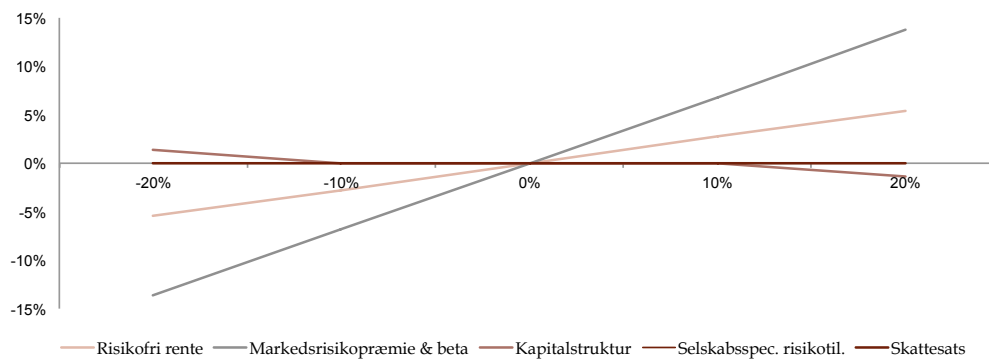
Note: Deltaljeret simultan følsomhedsanalyse for kapitalomkostningen for MK som konsolideret virksomhed med afsæt i værdiansættelse og forecast.

Tabel 15.34 – Relativ følsomhedsanalyse WACC, Konsolideret

% Ændring	-20%	-10%	0%	10%	20%
Risikofri rente	-5%	-3%	0%	3%	5%
Markedsrisikopræmie	-14%	-7%	0%	7%	14%
Kapitalstruktur	1%	0%	0%	0%	-1%
Selskabsspec. risikotil.	0%	0%	0%	0%	0%
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%
Beta	-14%	-7%	0%	7%	14%

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Relativ følsomhedsanalyse for kapitalomkostningen for MK som konsolideret virksomhed med afsæt i værdiansættelse og forecast.

Figur 15.5 – Relativ følsomhedsanalyse WACC, Konsolideret

Kilde: Egen tilvirkning

Note: Relativ følsomhedsanalyse for kapitalomkostningen for MK som konsolideret virksomhed med afsæt i værdiansættelse og forecast.

Appendiks 15.23 Multiple værdiansættelse

Tabel 15.37 – Analyse peer group Tier 1, Konsolideret

(USDm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	Gns.
Polo Ralph Lauren Corp.						
Omsætning	6.859	6.945	7.450	7.620	7.405	7.256
Vækst		1%	7%	2%	-3%	2%
EBITDA	1.071	1.173	1.166	1.067	654	1.026
Vækst		10%	-1%	-8%	-39%	-10%
EBIT	1.039	1.127	1.130	1.035	582	983
Vækst		8%	0%	-8%	-44%	-11%
EBIT-margin	15%	16%	15%	14%	8%	14%
Hermes						
Omsætning	4.460	4.994	5.478	5.374	5.774	5.216
Vækst		12%	10%	-2%	7%	7%
EBITDA	1.618	1.831	1.952	1.939	2.141	1.896
Vækst		13%	7%	-1%	10%	7%
EBIT	1.432	1.620	1.728	1.710	1.883	1.675
Vækst		13%	7%	-1%	10%	7%
EBIT-margin	32%	32%	32%	32%	33%	32%
Prada Group						
Omsætning	3.271	4.385	4.771	3.942	3.938	4.062
Vækst		34%	9%	-17%	0%	6%
EBITDA	972	1.400	1.520	1.059	891	1.168
Vækst		44%	9%	-30%	-16%	2%
EBIT	805	1.183	1.249	779	558	915
Vækst		47%	6%	-38%	-28%	-3%
EBIT-margin	25%	27%	26%	20%	14%	22%

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: MK som konsolideret virksomheds peer group tier 1 performance for perioden 2012 – 2016

Tabel 15.38 – Analyse peer group Tier 2, Konsolideret

(USDm)/År	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gns.
LVMH Group							
Omsætning	35.972	38.591	40.749	39.587	41.736	48.179	40.802
Vækst		7%	6%	-3%	5%	15%	6%
EBITDA	9.009	9.753	9.744	9.396	10.042	11.851	9.966
Vækst		8%	0%	-4%	7%	18%	6%
EBIT	7.346	7.844	7.223	7.086	7.663	9.168	7.722
Vækst		7%	-8%	-2%	8%	20%	5%
EBIT-margin	20%	20%	18%	18%	18%	19%	19%
Kering							
Omsætning	12.462	12.965	13.350	12.858	13.747	17.490	13.812
Vækst		4%	3%	-4%	7%	27%	7%
EBITDA	2.646	2.721	2.648	2.285	2.573	3.915	2.798
Vækst		3%	-3%	-14%	13%	52%	10%
EBIT	2.261	1.739	2.064	1.391	2.012	3.642	2.185
Vækst		-23%	19%	-33%	45%	81%	18%
EBIT-margin	18%	13%	15%	11%	15%	21%	16%

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: MK som konsolideret virksomheds peer group tier 2 performance for perioden 2012 – 2016

Tabel 15.39 – Multipler, Konsolideret

(USDm)/2016	Tier 1				Tier 2		Gns. Tier 1	Gns. Inkl. Tier 2
	PRL Corp.	Hermes	Prada Group	Tapestry	LVMH Group	Kering		
Omsætningsvækst	-3%	7%	0%	7%	5%	7%	3%	4%
EBITDA	654	2.141	891	864	10.042	2.573	1.138	2.861
Vækst	-39%	10%	-16%	7%	7%	13%	-9%	-3%
EBIT	582	1.883	558	654	7.663	2.012	919	2.225
Vækst	-44%	10%	-28%	6%	8%	45%	-14%	-1%
EV/EBITDA	7	21	10	13	13	20	13	14
EV/EBIT	8	24	16	17	17	25	16	18
Udestående aktier	55	106	2.560	285	506	126		
Børskurs ultimo (31/12-2016)	90	433	4	35	272	436		
= Markedsværdi af egenkapital	5.004	45.701	9.342	9.976	137.804	55.087		
Nettofinansielle forpligtelser	372	-1,6	206	-1.002	7.968	4.852		
Enterprise value (EV)	4.632	45.703	9.136	10.978	129.837	50.235		

Kilde: Virksomhedsårsrapporter fra peers samt egen tilvirkning

Note: MK som konsolideret virksomheds peer group tier 1 og 2 performance for perioden 2012 – 2016