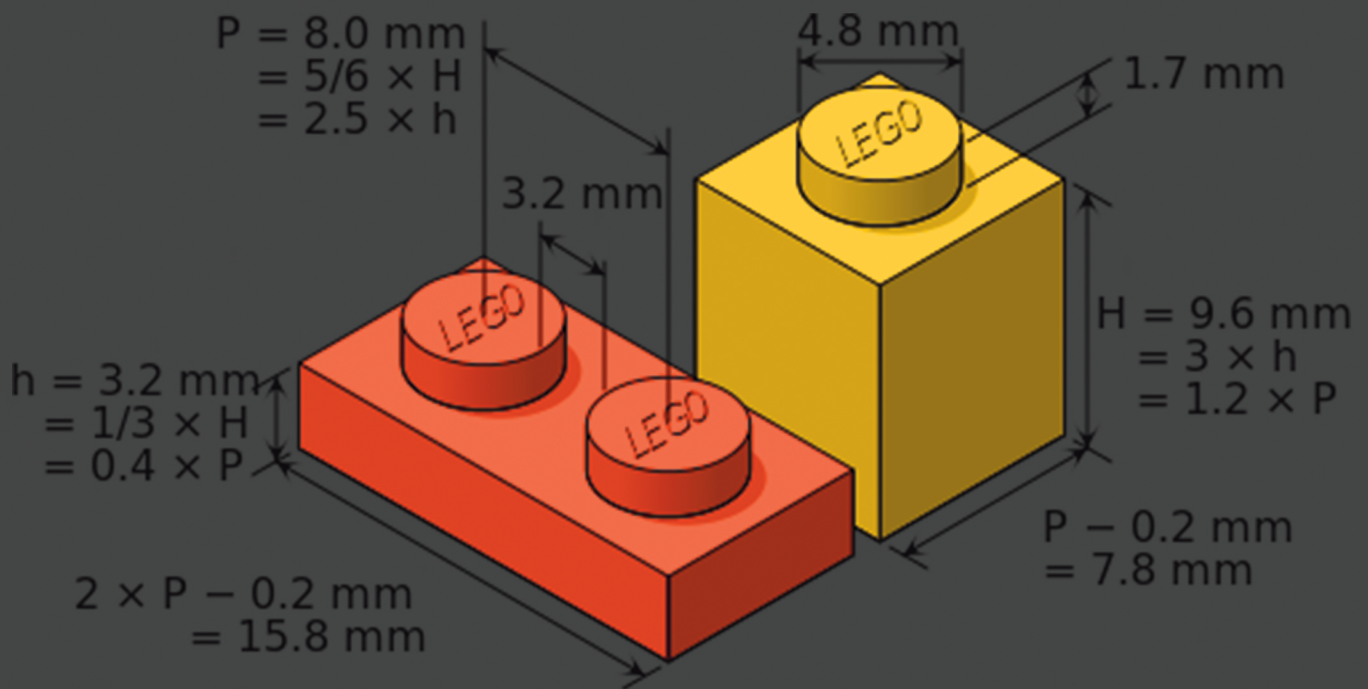


Strategisk analyse og værdiansættelse af LEGO A/S

-Herunder vurdering af værdiansættelsesmodellers anvendelse



Kandidatafhandling af
Michela Aleksandra L. Tingsvad
Nicolai Bolding Brænder

Antal anslag og sider
266.215/ 118

Vejleder
Michael E. Jacobsen

Cand.merc Finansiering & Regnskab
15. september 2016

Executive Summary

When thinking of our childhood, LEGO is usually one of the first things that comes to mind. It has been a true companion not only to us, but to thousands of children around the world. LEGO is today one of Denmark's most well-known flagships and something truly to be proud of. Their mission has always been to encourage the builders of tomorrow by inspiring and challenging the way children play. Due to a strategically wrong turn, the company almost went bankrupt. However, they managed to make a huge turnaround and are today highly successful. Due to our personal affection for the brand alongside our financial background, we found this development to be very interesting and the main motivation for choosing LEGO for our thesis.

The purpose of the thesis is to estimate the fair value of LEGO A/S as of 1th of August 2016, by using both absolute and relative valuation models to assess which type we find the most accurate.

Our strategic analysis concluded that the market for construction toys is set to increase further in the future, driven mostly by growth in the Chinese market. The main value drivers were identified to be a growing population of children between 0-14 years of age, increasing disposable income for low-income families and a general increase in sales of licensed toys.

The financial statement analysis showed that LEGO has seen strong financial performance outperforming its peers on all the applied ratios. ROIC saw increasing levels during the period but ROE decreased due to the use of lesser financial leverage.

The fair value of LEGO was estimated to be 356.67 billion DKK using a DCF and EVA model with a WACC level of 5,42%. The sensitivity analysis showed that the value was especially sensitive to changes in sales growth, EBITDA-margin and underlying components of WACC.

Two different approaches were applied in the multiple valuation, resulting in estimated values of 302.2 billion DKK and 134.8 billion DKK, respectively. These results are however not considered to be highly accurate due to the lack of truly comparable peers.

Both absolute and relative valuation models each have their respective advantages and challenges. The challenge of using absolute models is that the value is solely dependent on the analyst's own assumptions in regards to the company's future. The biggest challenge faced when using multiples is choosing truly comparable peers.

This thesis concludes that absolute valuation models are the most accurate to use due to the fact that the theoretical foundation multiples are based on is simply not met. It is our assessment that finding companies that are perfect substitutes for one another is impossible.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	4
1.1 Problemformulering	5
1.2 Problemstilling	5
1.3 Afhandlingens struktur	6
1.4 Metode.....	7
1.4.1 Litteraturvalg	7
1.4.2 Dataindsamling.....	7
1.4.3 Teorivalg.....	8
1.5 Afgrænsning	10
2. Præsentation af LEGO.....	11
2.1 Historien om LEGO	11
2.2 Virksomhedens vision & mission.....	15
2.3 LEGO i dag.....	15
2.4 Ejerforhold.....	16
2.5 Produktportefølje	16
3. Strategisk analyse	18
3.1 Markedsanalyse	18
3.2 PESTEL.....	26
3.3 Værdikædeanalyse.....	37
3.3.1 Delkonklusion.....	48
3.4 Porters Five Forces	48
3.4.1 Delkonklusion.....	58
3.5 Ansoffs vækstmatrice	59
3.6 SWOT.....	62
3.6.1 Virksomhedens styrker	62
3.6.2 Virksomhedens svagheder	63
3.6.3 Muligheder	63
3.6.4 Trusler.....	64
4. Regnskabsanalyse.....	64

4.1 Udvalgelse af Peer Group	64
4.2 Vurdering af regnskabskvalitet.....	65
4.3 Vurdering af regnskabspraksis	65
4.4 Reformulering af regnskaberne	66
4.4.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen.....	66
4.4.2 Reformulering af resultatopgørelsen	67
4.4.3 Reformulering af balancen	67
4.5 Rentabilitetsanalyse	69
4.5.1 - ROE.....	70
4.5.2 Afkast fra driftsaktiviteter	72
4.5.3 Afkast fra finansieringsaktiviteter	75
4.6 Risikoanalyse.....	78
4.6.1 Operationel risiko	78
4.6.2 Finansiell risiko	78
5. Budgettering	79
5.1 Budget- & terminalperiode	79
5.2 Valg af value drivere	80
5.2.1 Omsætningsvækst.....	80
5.2.2 EBITDA-margin.....	86
5.2.3 Afskrivninger.....	89
5.2.4 Skattesats	90
5.2.5 Netto finansielle omkostninger.....	90
5.2.6 Langfristede driftsaktiver	91
5.2.6 Net Working Capital.....	92
5.2.7 Nettorentebærende gæld.....	94
6. Værdiansættelse.....	95
6.1 Discounted Cash Flow Model	95
6.2 Economic Value Added Model	95
6.3 Estimering af WACC	96
6.3.1 Fastlæggelse af kapitalstruktur	96

6.3.2 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav.....	97
6.3.3 Fastlæggelse af fremmedkapital ejernes afkastkrav	99
6.4 DCF- værdiansættelse	101
6.5 EVA værdiansættelse	101
6.6 Følsomhedsanalyse.....	102
6.6.1 Value drivers påvirkning på resultatopgørelse og balance	102
6.6.2 WACC og underliggende komponenter	104
6.7 Multipelværdiansættelse	106
6.7.1 Multipelanalyse ved brug af børsnoteret peergruppe	108
6.7.2 Multipelanalyse ved kombineret af udvælgelsesmetoder.....	109
7. Vurdering af værdiansættelsesmodellernes anvendelse	111
8. Konklusion	114
9. Perspektivering	118
10. Litteraturliste	119
11. Appendix	124

1. Indledning

Motivationen for denne afhandling udspringer af vores personlige fascination af LEGO. Vi er begge vokset op i et hjem, hvor LEGO kom ind sammen med modernismen og det er det legetøj vi husker bedst fra vores barndom. Med vores studiemæssige baggrund er LEGO, udover at være et behageligt barndomsminde, en interessant virksomhed at fordybe sig i.

LEGO er en spændende dansk legetøjsproducent, som over det sidste årti har udviklet sig til at være et af Danmarks største flagskibe ude i den store verden. Virksomheden har i dag så stor succes med deres konstruktionslegetøj, at det er det mest kendte legetøjsbrand. De har de sidste 12 år formået at levere nye rekordregnskaber fra år til år, hvilket har medført betragtelige afkast til virksomhedens ejere, Kirk-familien og LEGO Fonden. Det har dog ikke altid forholdt sig sådan.

LEGO var i starten af 00'erne tæt på at gå konkurs, da af en fejlagtig strategi førte virksomheden væk fra dens sande identitet. Man fjernede fokus fra det LEGO er kendt for, klodsen. De ønskede at øge kendskabet til brandet, men endte med at fokusere på aktiviteter, der var uden for virksomhedens kompetenceområde. Det var især driften af LEGOLAND-parkerne, der medførte at man så røde tal på bundlinjen. Virksomheden lagde efterfølgende strategien om og frasolgte de aktiviteter, som de ikke var bedre til end andre. Fokus var igen tilbage på klodsen. Det førte ikke blot LEGO ud af krisen, men var startskuddet til den succes vi ser i dag. Det er netop denne turnaround der gør, at vi med vores studiemæssige baggrund, finder LEGO interessant at undersøge nærmere.

Som studerende har vi primært stiftet bekendtskab med værdiansættelser af noterede virksomheder. Ved værdiansættelse af en noteret virksomhed, er den nødvendige information tilgængelig, hvorfor de studerende nemmere kan anvende teorien. I praksis forholder det sig dog således, at der i høj grad også værdiansættes unoterede virksomheder. Dette skaber en del flere udfordringer for analytikeren, da information oftest ikke er tilgængelig i samme grad. Manglen på information vanskeliggør estimeringen af en række variable, hvorved analytikerens antagelser udfordres i yderligere.

I løbet af vores studietid, har vi stiftet bekendtskab med en række forskellige metoder til værdiansættelse. Fokus har primært været på de absolutte modeller, som anses for værende mest teoretisk korrekte. Vi har dog erfaret, at relative modeller også er flittigt anvendt i praksis. Vi vil derfor værdiansætte LEGO ved brug af begge modeller og se hvilken betydning det har for den estimerede værdi.

Kombinationen af vores personlige forhold til LEGO, og det at de er unoteret, gør dem til den ideelle virksomhed for vores afhandling.

1.1 Problemformulering

Indledningen giver anledning til følgende problemformulering:

Hvad er LEGOs værdi pr. 1. august 2016, på baggrund af en værdiansættelse ved brug af absolutte og relative modeller?

Herunder, hvilken type model vurderes at være den mest korrekte at anvende?

1.2 Problemstilling

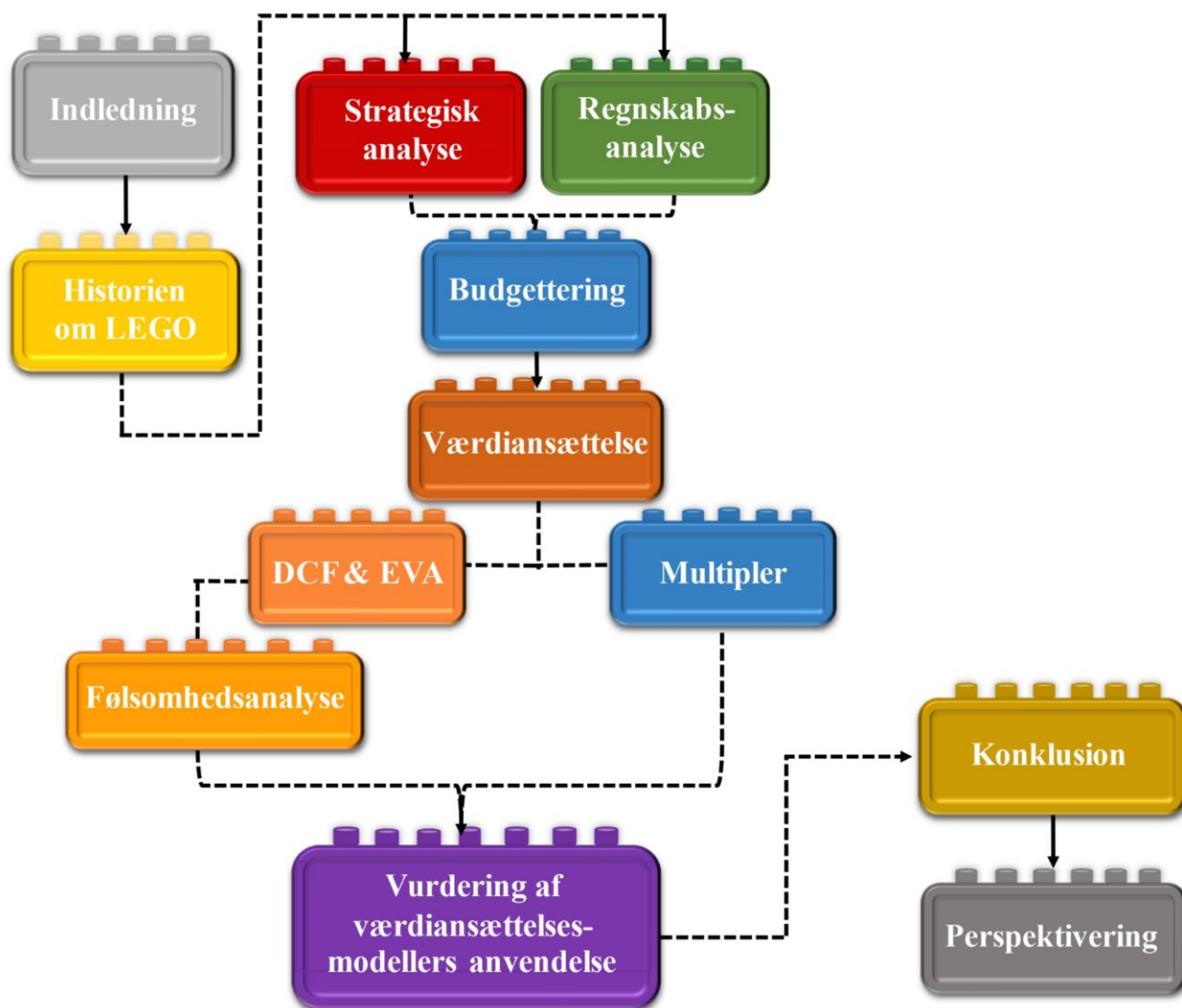
For at kunne besvare problemformuleringen fyldestgørende, vil vi gennem afhandlingen besvare følgende underspørgsmål:

- Hvilke strategiske faktorer har haft betydning for LEGOs indtjening historisk?
- Hvilke strategiske faktorer vil have betydning for indtjeningen i fremtiden?
- Hvordan har LEGOs rentabilitet udviklet sig historisk og ift. dens peers?
- Hvordan forventes finansielle value drivere at udvikle sig for LEGO fremadrettet?
- Hvilken WACC vil være retvisende at anvende?
- Hvad vil den teoretiske værdi være for LEGO pr. 1. august 2016, estimeret ved anvendelse af en DCF- og EVA-model?
- Hvad vil den teoretiske værdi være for LEGO pr. 1. august 2016, estimeret ved anvendelse af forskellige multipler?
- Hvordan vil ændringer i key value drivere påvirke den estimeret værdi?
- Hvordan adskiller de anvendte modeller sig fra hinanden og hvilken vurderes til at være den mest korrekte at anvende?

1.3 Afhandlingens struktur

Strukturen i afhandlingen følger fremgangsmåden for en traditionel værdiansættelse. Den anvendte struktur er illustreret og fremgår af figur 1. Afhandlingen er blevet opdelt i ni overordnede afsnit, som vil blive beskrevet herunder.

Figur 1 – Afhandlingens struktur



Egen tilvirkning

Indledningen præsenterer læseren for motivationen bag vores valg om at værdiansætte LEGO. For at opnå endnu bedre kendskab til virksomheden vil det efterfølgende afsnit gå i dybden med virksomhedens historiske udvikling op gennem tiden. Dernæst vil der blive foretaget en analyse af såvel det strategiske miljø virksomheden opererer i, som en analyse af virksomhedens regnskabsmæssige performance, for at kunne belyse finansielle og ikke-finansielle value drivere, som har betydning for LEGO.

Næste afsnit vil med udgangspunkt i disse analyser, omhandle udarbejdelsen af det endelige budget for virksomheden. Dette danner baggrunden for den efterfølgende værdiansættelse. Selve værdiansættelsen vil blive foretaget med anvendelse af forskellige værdiansættelsesmodeller for at se, hvilken betydning modelvalget kan have for den estimerede værdi.

Afhandlingens arbejde med at værdiansætte LEGO ved brug af forskellige modeller, danner grundlaget for det efterfølgende afsnit, hvor de respektive modellers anvendelighed vil blive vurderet. Dette afsnit vil bestå af en diskussion af fordele og ulemper ved de respektive anvendte modeller, med henblik på, at vurdere hvilken model afhandlingen finder mest korrekt at anvende.

Resultaterne fra afhandlingens respektive analyser vil blive opsummeret i en samlet konklusion, hvorved den opstillede problemformulering besvares. Afslutningsvis vil perspektiveringen se nærmere på, hvilken betydning ændringer i vores tilhørsforhold som analytikere vil kunne have for afhandlingens resultat.

1.4 Metode

Afhandlingen er baseret på en anvendelsesorienteret forskningsproces, hvor besvarelsen af problemformuleringen sikres ved hjælp af strukturen i den opstillede problemstilling og afhandling.

1.4.1 Litteraturvalg

Der er i afhandlingen anvendt teori fra flere forskellige kilder. Først og fremmest er der anvendt teori, som indgår i pensummet på Cand. Merc. FIR-studiet på CBS, med udgangspunkt i faget ”Regnskabsanalyse”. Dernæst er der inddraget teori fra CBS-valgfaget ”Køb & salg af virksomheder”. Til sidst er der inddraget andre relevante teorier uden for pensum, samt undersøgelser fra praksis.

1.4.2 Dataindsamling

Afhandlingen beror udelukkende på anvendelse af sekundært datamateriale. Den afspejler dermed den kontekst en ekstern investor normalt vil have i værdiansættelsen af en virksomhed, da det ikke kan forventes at man vil have adgang til primære datakilder.

Der er i afhandlingen anvendt sekundærdata af kvalitativ såvel som kvantitativ karakter. Af sekundære datakilder er der anvendt fagbøger, videnskabelige artikler, samt statistisk materiale fra eksterne pålidelige kilder, som fx: Euromonitor, Danmarks Statistik, PWC, Finans Invest, Bloomberg, IESE Business School m.fl. Vi har i udarbejdelsen af afhandlingen bestræbt os på at forholde os kritiske overfor den anvendte data for at øge opgavens validitet. En opgave af denne karakter afhænger meget af realismen i investorens forudsætninger.

1.4.3 Teorivalg

Vi vil i nedenstående sektioner begrunde valget af de anvendte teorier i afhandlingens forskellige afsnit.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at belyse de ikke-finansielle value drivere, der påvirker virksomheden. Dette gøres ved at identificere interne og eksterne strategiske faktorer.

Til at identificere de eksterne faktorer anvendes først PESTEL-modellen, som analyserer virksomhedens omverdensforhold. Dernæst bruges Porters Five Forces model til at analysere legetøjsbranchen. Den interne analyse af LEGO tager udgangspunkt i Porters værdikædeanalyse, som kombineret med PLC-modellen, anvendes til at identificere værdiskabende aktiviteter for kunden.

Den interne analyse suppleres yderligere af Ansoffs vækstmatrice for at analysere de forskellige strategier virksomheden anvender til at vækste fremadrettet. Afslutningsvis opsummeres resultaterne i en SWOT-model for at danne en samlet oversigt over virksomhedens fremtid.

PESTEL-model

Vi har valgt at anvende PESTEL-modellen til at beskrive virksomhedens omverdensforhold. Denne model er en udvidelse af den oprindelig PEST-model, og tilføjelserne består af inddragelsen af miljømæssige og lov-mæssige aspekter. Vi anser disse for at være væsentlige faktorer for driften af LEGO. Foruden dem ser modellen på politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske faktorer, der alle antages at have betydning for virksomhedens eksterne risiko.

Det gode ved modellen er, at den kan bruges til at identificere faktorer, som har væsentlig betydning for virksomheden. Bagsiden er derimod, at modellen ikke giver brugeren tilstrækkelige redskaber til, at vurdere omfanget og konsekvenserne af de fundne faktorer. Det kan således være svært at vurdere og inddrage konsekvensen af fx en politisk begivenhed i ens budgettering.

Porters Five Forces

Porters Five Forces model anvendes til at analysere legetøjsbranchen. Modellen anvendes til at opnå en forståelse for, hvilke forhold branchen er præget af og dertil hvor intens konkurrencen er. Den er god til at belyse en virksomheds nuværende stærke og svage sider overfor dens øvrige interessenter på forskellige parametre. Først og fremmest analyseres virksomhedens forhandlingsstyrke overfor leverandører såvel som kunder. Dernæst ses der dels på trusselsniveauet fra substituerende produkter, men også på truslen for tilgangen af nye konkurrenter. Slutteligt vurderes, hvor intens konkurrencen er i den givne branche eller kategori, ved at se på antallet af udbydere, samt deres størrelse. Vi har valgt at inddrage denne model, da vi anser nuværende og fremtidige forhold i branchen for at afgørende betydning for LEGO's fremtid.

Modellen har været kritiseret for at den giver et statisk billede af det miljø, som virksomheden opererer i, hvor det i virkelighed er under konstant forandring. Yderligere har den tendens til at se kunder og leverandører, som fjender, fremfor samarbejdspartnere.

For at imødekomme kritikken, har vi foruden at anvende modellen til at identificere nuværende brancheforhold, også vurderet, hvordan de forventes at påvirke branchen og LEGO fremadrettet.

Porters værdikædeanalyse

Vi har valgt at anvende Porters værdikæde til at belyse de aktiviteter LEGO udfører, som er værdiskabende overfor kunden. Modellen opdeler virksomhedens aktiviteter i primære og sekundær. De primære aktiviteter er tilknyttet til selve fremstillingen af produktet, hvortil de sekundære aktiviteter agerer som støtte til de primære. Kritikken af modellen er, at den er opbygget til at blive anvendt på store produktionsvirksomhed, hvorved den ikke er tilpasset servicevirksomheder m.fl. I og med LEGO er en produktionsvirksomhed er denne kritik ikke berettiget for vores værdiansættelse.

Product Life Cycle model

Vi har valgt at supplere vores værdikædeanalyse med en PLC-model, som inddrages under gennemgangen af aktiviteten ”Produktion”. I og med at legetøjsbranchen er præget af hurtigt skiftende trends finder vi det relevant at se på forskellige LEGO produkters livscyklus.

Modellen kan bruges til at beskrive et produkts udvikling igennem dets forskellige faser. Produktets placering på PLC-kurven kan bruges af virksomheden til at indrette sin overordnede strategi og markedsføringstiltag for det enkelte produkt.

Det kan dog være svært at påpege præcist hvor et produkt befinder sig, qua manglende definitioner og retningslinjer for, hvornår et produkt bevæger sig imellem faserne. Vi vurderer, at modellen har et negativt syn på produktets videre udvikling, så snart det er gået ind i nedgangsfasen. I den oprindelig PLC-model antages et produkt at udgå efter noget tid i nedgangsfasen. Dette finder vi dog ikke i overensstemmelse for LEGOs produkter, da flere af deres produkter starter forfra på kurven i forbindelse med en ny lancering af det pågældende tema. Modellen er herfor suppleret med Sven Hollesens 5 bud på, hvordan PLC-kurven kan forlænges, når et produkt befinder sig i nedgangsfasen.

Ansoff's vækstmatrice

Ansoffs vækstmatrice anvendes for at identificere, hvilke vækststrategier LEGO gør brug af for at skabe vækst.

Værdiansættelse

Vi har i vores afhandling valgt at sammenligne brugen af absolutte og relative værdiansættelsesmodeller, og se hvordan den estimerede værdi kan afhænge af den anvendte model. Af de absolutte modeller har vi af forskellige årsager valgt at tage udgangspunkt i en DCF- og EVA-model. Først og fremmest er det de værdiansættelsesmodeller, som vi gennem vores studie har stiftet størst bekendtskab med. Dernæst er de to modeller også de mest anvendte i praksis af de absolutte modeller (Holm., Petersen & Plenborg, 2005). Ved at udarbejde både en DCF såvel som en EVA-model, sikrer vi samtidig validiteten i den estimerede værdi. Modellerne er nemlig baseret på de samme grundlæggende forudsætninger, og skal således resultere i den samme estimerede værdi.

På trods af, at de absolutte modeller generelt er accepteret som værende de mest teoretisk korrekte, så ser vi, at der i praksis i stor grad også anvendes multipler. Begge typer af værdiansættelsesmodeller er baseret på forskellige forudsætninger, hvorved vi som investorer også stilles overfor forskellige krav, ved brug af dem respektivt. Formålet med afhandlingen er, at foretage en værdiansættelse af LEGO efter ovenstående værdiansættelsesmodeller for at undersøge, hvilken betydning modellernes forudsætninger har på den estimerede værdi.

1.5 Afgrænsning

Vi har i forbindelse med udarbejdelsen af afhandlingen måtte foretage en række afgrænsninger. Dette er gjort med det formål at sikre en tilstrækkelig dybde og relevans i afhandlingens konklusioner for at kunne besvare den opstillede problemformulering bedst muligt. Vi vil i dette afsnit redegøre for afhandlingens afgrænsninger.

LEGO Koncernen består af en lang række datterselskaber, som er spredt ud på virksomhedens adskillige handelsmarkeder. En analyse af hvert enkeltstående datterselskabs regnskaber vil være en for omfattende proces sammenlignet med den merværdi det ville medføre værdiansættelsen. Afhandlingen er på dette grundlag afgrænset til at se på virksomheden, som en samlet enhed, hvorved at det er koncernregnskabet, der vil være genstand for analysering. Denne afgrænsning er yderligere nødvendig, da der ikke er regnskabsinformation tilgængelig for de enkelte datterselskaber. Ud fra ovenstående vil brugen af LEGO, når det er selve virksomheden der omtales, fremadrettet i afhandlingen referere til LEGO Koncernen.

Målet med afhandlingen er at værdiansætte LEGO pr. 1.august 2016. Al offentlig tilgængelig information fremkommet efter denne dato vil derfor ikke blive inddraget i afhandlingen. Regnskabsanalysen afgrænses til at analysere udviklingen de seneste fem år og vil således fokusere på regnskaberne for årene 2011-2015.

På trods af adskillige henvendelser har det ikke været muligt at få adgang til interviews eller anden intern data. Afhandlingen er derfor afgrænset til at anlægge en vinkel som en potentiel investor, hvor det antages at der kun vil være sekundært datamateriale til rådighed.

Grundet begrænsninger i det tilgængelige sekundære datamateriale, har det været nødvendigt at foretage en række forskellige afgrænsninger.

Først og fremmest sætter det faktum, at LEGO er en unoteret virksomhed, begrænsninger for hvor stor detaljeringsgraden er i de tilgængelige årsrapporter. Vi har således ikke haft adgang til specifik data angående virksomhedens udvikling på forskellige markeder og de forskellige produktgruppers rentabilitet. Det har haft den betydning, at afhandlingens gennemgang af LEGOs omsætningsfordeling på regioner er baseret på materiale fra eksterne rapporter.

Dernæst har der været begrænsninger i, hvor detaljeret den data vi har haft adgang til via eksterne kilder, som fx Euromonitor, har været. Vi har derfor ikke haft mulighed for at kunne få et overblik over størrelsen af markedet for konstruktionslegetøj som helhed. Den historiske analyse og den forventede fremtidige udvikling indenfor denne kategori er derfor afgrænset til at tage udgangspunkt i de 10 største markeder for det samlede legetøjsmarked.

Den endelige værdiansættelse er i afhandlingen afgrænset til at anvende modellerne DCF, EVA og multipler. Der ses dermed bort fra andre værdiansættelsesmodeller.

Til sidst er afhandlingen afgrænset til at læseren antages at have en vis indsigt og forståelse for værdiansættelse og de dertilhørende underliggende forudsætninger. Den bagvedliggende teori vil således ikke blive uddybet i særlig grad, medmindre det vurderes at have væsentlig betydning for besvarelsen af den opstillede problemformulering.

2. Præsentation af LEGO

2.1 Historien om LEGO

Formålet med dette afsnit er, at præsentere læseren for den historiske udvikling virksomheden har været i gennem og som har skabt LEGO, som vi kender det i dag.

Grundlæggelsen

LEGO er en privat familieejet virksomhed grundlagt i Billund i 1932 af tømrermester og snedker Ole Kirk Kristiansen (OKK). I begyndelsen fremstiller virksomheden trappetiger, strygebrætter, skamler og trælegetøj. I 1934 får virksomheden navnet LEGO, som er sammensat af ordene "Leg Godt", hvilket får stor betydning

for hvordan virksomheden identificerer sig selv op gennem tiden. Det handler for OKK ikke blot om at børn skal kunne lege, men at de skal kunne lege godt. Hans søn, Godtfred Kirk Christiansen (GKC), laver i 1936 en udsæring af faderens motto *“Det bedste er ikke for godt”*, som hænges op i værkstedet. Mottoet er i dag stadig at finde i virksomhedens DNA.

Som den første virksomhed i Danmark bestiller LEGO i 1946 en plastsprøjtemaskine til brug i sin legetøjsproduktion. Maskinen ankommer til Esbjerg havn i 1947 og der introduceres i slutningen af 40'erne en række nye produkter i plastik. Af størst betydning er *“Automatic Binding Bricks”* med fire og otte knopper, som er en forløber til de klodser, som vi kender LEGO for i dag. I 1953 tages første spadestik til de klodser vi kender i dag, da *“Automatic Binding Bricks”* omdøbes til LEGO Mursten. Brandet LEGO og opbygningen af dette kommer herfra i fokus, da virksomheden ansøger om registrering af varemærket, samt begynder at trykke *LEGO* indeni alle klodser.

LEGOs 10 kendetegn

På en rejse til England i 1954 møder GKC en indkøber på færgen, som mener at datidens legetøj mangler idé og system. Her opstår idéen til LEGO Systemet, som året efter lanceres, bestående af 28 sæt og otte køretøjer med supplerende elementer. Via LEGO klodser skulle børn bygge huse og skabe hele LEGO byer, og på den måde lære at planlægge samtidig med at deres fantasi blev stimuleret. Idéen bag var at skabe et legetøj, der forbereder barnet til livet ved at appellere til dets fantasi og skaberglæde, som er den drivende kraft i ethvert menneske. (”A short Presentation”, 2016:12)

GKC overtog i 1957 rollen som administrerende direktør fra sin far og stadfæstede faderens motto om, at det bedste er ikke for godt: *“Vi vil kun have det bedst... vi skal lave bedre klodser fra endnu bedre materialer på endnu bedre maskiner. Vi skal have de bedste mennesker for vores virksomhed”*. (”A short Presentation”, 2016, s.12) Dette medførte introduktionen af LEGO klodsens nye koblingsprincip, som er det samme princip, som det der benyttes i LEGO klodser i dag. Det nye koblingsprincip åbnede for uendelig mange byggemuligheder og betyder, at samtlige klodser købt siden dengang kan bruges sammen til at lege og bygge med. I 1963 annoncerer GKC 10 karakteristika som skulle være kendetegn for LEGO:

1. Ubegrænsede legemuligheder
2. Til piger og til drenge
3. Begejstring for alle aldersgrupper
4. Leg hele året
5. Stimulerende og engageret leg
6. De fleste legetimer
7. Fantasi, skaberevne, udvikling
8. Nye produkter mangedobler legeværdien
9. Altid aktuelt
10. Førende vedrørende sikkerhed og kvalitet

Jagten på noget større

Kjeld Kirk Kristiansen (KKK) tilsluttes i 1977 virksomhedens ledelse og har ligeledes fokus på børn og deres udvikling. *“Vores produkter skal eksistere på børnenes egne betingelser. Simpelt sagt: hvad fremtidens LEGO produkter skal gøre i hovedet på morgendagens børn er vigtigt”.* (“A short Presentation”, 2016, s.13) Dette resulterer i udviklingen af “Systemet inden i systemet”, hvormed man kan tilbyde børn de rigtige produkter, i den rette alder og af de rette årsager.

I LEGO har de altid haft troen på, at deres produkter var mere end bare legetøj. Det har været et gennemgående element i deres selvforståelse og strategi siden grundlæggelsen i 1932, at deres produkter ikke blot skulle have underholdningsværdi, men yderligere skulle være med til at udvikle børn og stimulere deres fantasi. Dette medførte bl.a. etableringen af den afdeling, der i dag kendes som LEGO Educational, som i samarbejde med undervisningssystemer rundt om i verden, udvikler undervisningsmaterialer baseret på LEGO produkter.

Op igennem 80’erne var det dog ikke lykkedes at overbevise folket om, at LEGO var mere end blot legetøj. Af dette fremkom målsætningen i 90’erne om, at LEGO skulle være det stærkeste brand blandt verdens familier med børn i 2005.(Lunde, 2012:44) Planen gik ud på, at brandet bl.a. skulle styrkes internationalt ved åbning af brand-retail butikker og LEGO-parker rundt om i verdenen. Det var en logisk konsekvens af at man blev presset på det amerikanske marked, hvor man så store detailkæder som Wal-Mart og Target konsolidere sig.

Den forkerte vej

Det øgede fokus på at styrke brandet betød, at man trak sig væk fra kerneforretningen, LEGO-klodsen. Klodsen, som havde båret virksomhedens indtjening i mere end én generation blev pludseligt set som en begrænsning, der var usexet og indgik ikke længere i medarbejdernes fokus i produktudviklingen. Dette betød bl.a. at LEGO® DUPLO, som var en af deres mest berømte klodser skulle erstattes af et nyt brand. (Lunde, 2012:101) På trods af at der blot var tale om en erstatning af brandet, troede forældrene at klodserne var udgået og det viste sig at forældrene ikke forstod de nye initiativer, der blev iværksat. Med virksomhedens fokus på åbningen af flere LEGO-parker og Brand-Retail butikker bevægede man sig ind på forretningsområder, hvor man ikke besad den nødvendige ekspertise. Det ændrede fokus væk fra LEGO-klodsen betød at man bevægede sig væk fra sin identitet og lavede produkter, som børnene ikke længere kunne genkende. (Lunde, 2012:203)

Udviklingen op gennem 90’erne og i starten af 00’erne førte til at man i 2003 og 2004 så milliardstore underskud. Det fik LEGO til at indse nødvendigheden af at sadle om og reaktionen var at man skulle tilbage til det, som det hele startede med, LEGO-klodsen. Alle forretninger, der ikke var direkte forbundet til produktionen af legoklodser skulle sælges helt eller delvist fra, hvilket bl.a. indebar frasalget af LEGO-parkerne (Børsmose, 2004).

Redningsplanen ”Shared Vision”

Jørgen Vig Knudstorp (JVK) blev sammen med Jesper Ovesen (JO) sat i spidsen for at få LEGO ud af den krise de var havnet i. Resultat blev strategien Shared Vision, som var en 7-års plan fordelt på 3 faser. Målet med den var, at forene virksomhedens historiske opfattelse af sig selv, som udtrykt i LEGO, og det kommercielle krav om at tjene penge.

Første fase var at få styr på virksomheden. Grundlaget for LEGOs overlevelse skulle findes i det de kunne gøre bedre end deres konkurrenter. Fremtiden for LEGO lå i markedet for konstruktionslegetøj, da krisen havde vist, hvor farligt det var at satse på aktiviteter, som virksomheden ikke var førende i.

Nu handlede det om at få styr på kerneforretningen og kontrol over driften for at kunne forstå, hvad det var der gjorde LEGO unik.

Udgangspunktet for Shared Vision opstod ved JVKs første møde med det fællesskab, der er blandt LEGOs fans, under en BrickFest i Washington D.C. i 2004. Han indså, at de fans, man hos LEGOs ledere tidligere havde haft tendens til at opfatte som nørder, kunne besidde en værdifuld forståelse af LEGOs sande identitet. (Lunde, 2012:195) Til hans overraskelse blev LEGO mere forbundet med det at være kreativ i stedet for ting som sjov, cool og spændende. (Lunde, 2012:195)

JVK identificerede fire unikke ting ved LEGO: Brandet, klodsen, byggesystemet og fællesskabet. (Lunde, 2012:196) Fordybelsen i kerneforretningen mandede ud i en forståelse af, at byggesystemet var virksomhedens konkurrencefordel. Både virksomhedens identitet og byggesystemet er begge tæt forbundet med klodsen og heraf kom JVK frem til at ”LEGO er klodsen. Klodsen er LEGO”. Fremtiden skulle baseres på klodsen og det at være kreativ. (Lunde, 2012:196)

Et af elementerne i Shared Vision var udflytningen af produktionen fra lande, som var relativt dyre at producere i, fx Sydkorea, USA, til lavtlønslande, hvor man havde indgået et samarbejde med Flextronics, om at de skulle stå for den daglige produktion af LEGO-klodser. Det viste sig i imidlertid at være svære at producere LEGO-klodser end først antaget og Flextronics var ikke i stand til at leve op til de garantier de havde givet LEGO ang. kvaliteten af produkterne og leveringstiden.

Det gik her op for JVK, hvor vigtig produktionen af klodserne reelt set var. Hans erkendelse af, at kernen i LEGO var byggesystemet, havde fået ham til at tro, at fremtidens LEGO alene burde fokusere på udviklingen af produkter og salg. Det viste sig imidlertid at den mere trivielle produktion tværtimod var kompliceret og uhyre vigtig. Det var en kunst på næsten videnskabeligt niveau at kunne støbe klodserne så præcist, at et barn kunne klikke dem sammen, lege med dem og skille dem ad igen (Lunde, 2012:244). Dette betød at man brød

med Flextronics og overtog produktionen selv. Det er sidenhen kun gået en vej, fremad, hvor LEGO fra år til år har formået at levere nye rekordregnskaber.

2.2 Virksomhedens vision & mission

Familien Kirks historiske opfattelse af at virksomheden er mere end blot en legetøjsproducent, at den også har et socialt ansvar, er forankret i LEGO's vision og mission, hvilket fremgår af nedenstående figur 2:

Figur 2 - LEGO's Mission og Vision



"Vores vigtigste formål er at inspirere og udvikle børn til at tænke kreativt, ræsonnere systematisk og udnytte deres potentiale for at skabe deres egen fremtid og dermed udnytte menneskets uendelige muligheder."



"Vi ønsker at være banebrydende inden for nye måder at lege på, nye legematerialer og nye forretningsmodeller for leg ved hjælp af globalisering og digitalisering. Det handler ikke kun om produkter, men også om at realisere det menneskeligt mulige."

Kilde LEGO.com - Egen tilvirkning

2.3 LEGO i dag

Virksomheden er i dag verdens tredjestørste producent i den overordnede kategori "traditionelt legetøj og spil", men indtager en overbevisende position, som markedsleder indenfor virksomhedens kerneområde, konstruktionslegetøj. Virksomhedens primære aktivitet er i dag udvikling, produktion, markedsføring og salg af legetøjsmaterialer. (LEGO Årsrapport 2015:8) Interessen for LEGO og dets produkter har aldrig været større og med koncernens resultat for regnskabsåret 2015 har virksomheden oplevet fremgang 12 år i træk.

Hovedsæde og globale kontorer

LEGO er en verdensomspændende virksomhed med afdelinger spredt ud over hele kloden. Deres produkter sælges i mere end 130 lande verden over. Foruden det danske hovedsæde i Billund er der oprettet en række globale kontorer, hvis formål er at varetage virksomhedens ageren på de forskellige markeder. Dette gør det muligt for LEGO målrettet at kunne fokusere på, hvordan de bedst muligt udvikler, udbreder og vækster LEGO i de forskellige regioner fremadrettet. De globale kontorer er strategisk og geografisk placeret ift. virksomhedens kernemarkeder: Nordamerika, Vesteuropa og Asien.

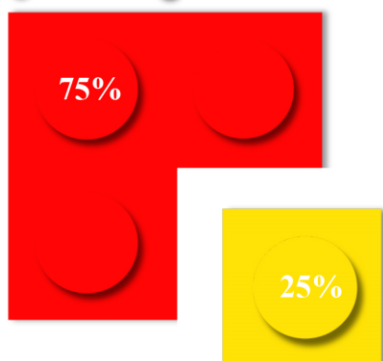
De globale kontorer spiller yderligere en rolle i LEGO's strategi om, at nå ud til børn i hele verden med kreativ LEGO leg samt at leve op til deres mission og vision. At opfinde fremtidens leg, der både skal inspirere og

udvikle børn, kræver dygtige og engagerede medarbejdere. At kunne tiltrække den rette talentmasse kræver at man som virksomhed er spændende og kan tilbyde karrierer, der kan udvikle og engagere ens egne medarbejdere. Det kræver en global tilstedeværelse at opnå dette, hvilket bl.a. det senest åbnede kontor i London hjælper med, da London er en vigtig europæisk by med adgang til en stor talentmasse. (Trangbæk, 2014)

2.4 Ejerforhold

Figur 3 – Ejerforhold i LEGO

● KIRKBI A/S ● LEGO Fonden



KIRKBI A/S er familien Kirks Holding og investeringsselskab. KIRKBI A/S ejer 75% af LEGO. Selskabets strategiske aktiviteter omfatter, foruden ejerskabet af LEGO varemærket, investeringer i vedvarende energi, for at understøtte LEGO koncernens målsætning om, at produktionens energibehov i fremtiden kan dækkes udelukkende ved brug af denne form for energi.

LEGO Fonden er en virksomhedsfond, som deler LEGO Koncernens mission: at inspirere og udvikle dem, der skal bygge fremtiden. Fondens arbejde handler om at redefinere leg og genopfinde læring.

Egen tilvirkning

2.5 Produktportefølje

I dette afsnit vil vi se nærmere på LEGO's produktportefølje og de produktgrupper, der indgår i den. Produktporteføljen består af legetøjsprodukter, film, spil, videospil samt tøj og accessories. Kerneforretning er opbygget af LEGO klodsen og produktporteføljen indeholder en bred vifte af produktgrupper, hvilket betyder at LEGO kan tilbyde produkter der kan bruges af kunder i alle aldre.

Dermed kan LEGO tilbyde produkter som er tilpasset til at udvikle en række forskellige færdigheder hvad enten de er til et barn på 2 år, 7 år, 12 år eller til voksne, som nyder at lege med LEGO. Al produktion, som ikke har med legetøjsprodukterne at gøre er outsourcet, hvorved man fastholder fokus på det man er god til. I nedenstående afsnit kommer vi med en kort gennemgang af de forskellige produktgrupper LEGO tilbyder:

LEGO Classics

Produkter heri er udviklet til at give absolut kreativ frihed hos barnet og den voksne. Produkterne udgøres af bokse med forskellige LEGO klodser i, hvortil der følger forskellige idéer med til hvad der kunne bygges, men disse er langt fra udtømmende så man også kan gøre brug af egen sin fantasi.

Et af produkterne heri er LEGO DUPLO, som henvender sig børn i alderen 1,5-5 år. Det specielle ved dette produkt er at klodserne er dobbelt så store ift. de almindelige. Dette er med til at gøre dem mere sikre og lettere

for helt små børn at lege med. Produktet er udviklet til at stimulere børnenes kreative udvikling og har været en del af porteføljen siden 1960'erne.

LEGO Themes & LEGO Collaborations

LEGO Themes er hvor børn bygger et bestemt tema ud fra instrukser, som følger med i forskellige LEGO-sæt. Denne produktgruppe er bygget omkring LEGOs egne temaer, som f.eks LEGO City, NINJAGO og Friends, hvori man forsøger at ramme forskellige interesser. LEGO Friends var f.eks LEGOs første tiltag til at få flere piger til at lege med LEGO. Produktgruppen LEGO Collaborations er også baseret på forskellige temaer, hvor forskellen er, at der her er tale om licens-produkter. Det er f.eks. temaer som Star Wars, Marvel Super Heroes, Harry Potter og mange flere, som LEGO har fået licens til at måtte lave legetøj ud fra.

LEGO Advanced

Denne produktgruppe består af mere udfordrende produkter. LEGO Architecture går ud på at bygge større og mere udfordrende modeller. Med LEGO Mindstorms NXT kan børn designe deres egne robotter ved brug af LEGO-klodser, som kan styres via stemmekontrol eller en smartphone. LEGO Technic er mere komplekst, hvor børn kan bygge mini udgaver af lastbiler, motorcykler, kraner m.f., som har en række forskellige fungerende funktionaliteter.

LEGO Educational

Disse produkter er udviklet i samarbejde med undervisere og specialister rundt omkring i verden og tilbyder læringsmuligheder til børn og unge i alle klassetrin, baseret på klodsens diversitet. Dette hjælper med at øge indlæringen hos børn og gør at LEGO kan få børn til at stifte bekendtskab med deres produkter i en meget tidlig alder.

Figur 4 - Produktoversigt



3. Strategisk analyse

Vi vil i de efterfølgende afsnit gå i dybden med vores udvalgte modeller i den strategiske analyse. Analysens formål er at identificere de ikke-finansielle værdidrivere, som kan have betydning for virksomhedens vækst og indtjening fremadrettet. Den strategiske analyse danner grundlaget for den efterfølgende budgettering og den endelige værdiansættelse er derfor afhængig af analysens kvalitet. Vi starter ud med at lave en markedsanalyse for at se, hvordan legetøjsmarkedet historisk har udviklet sig og hvilke vækstmuligheder det kan have i fremtiden.

3.1 Markedsanalyse

Vi starter ud med at se nærmere på hvilke regioner, der er LEGO's største nuværende markeder. Efterfølgende vil vi danne os et overblik over det samlede legetøjsmarked, som foruden at se på virksomhedens kernemarkeder også vil omhandle potentielle vækstmarkeder, som kan være genstand for LEGO's fokus og vækst i fremtiden.

LEGO's markeder

LEGO's største markeder blev i 2014 udgjort af de vesteuropæiske og nordamerikanske regioner, jf. figur 5. Virksomheden solgte i 2014 klodser for ca. 2,3 mia. USD i vesteuropæiske lande, hvilket gjorde denne region til LEGO's største. Den nordamerikanske region er virksomhedens anden største og salget heri tegnede sig for ca. 2 mia. USD samme år. Dernæst kommer LEGO's omsætning fra asiatiske- og østeuropæiske markeder, de resterende regioner tegner sig for en mindre del på nuværende tidspunkt.

Figur 5 - LEGO's omsætning fordelt på markeder



Kilde: LEGO Group in Toys and Games (World) aug.2015: 12 - Egen tilvirkning

LEGO oplevede i 2014 en salgsvækst på mellem 12-16% på virksomhedens to største regioner, hvor man i Asien, Østeuropa og Latinamerika så salgsvækst på 16-23%. En vækst der er fortsat i 2015, hvor ledelsen

rapporterer at salget af LEGO produkter på deres store markeder, som USA, England, Frankrig, Italien og Kina, alle har set to cifrede vækstrater, i mens man i central- og nordeuropæiske lande har set en salgsvækst på mellem 5-9%. Det eneste større marked, som så et signifikant fald målt i DKK var det russiske grundet svære forhold for den russiske valuta (LEGO Årsrapport 2015: 8).

Det globale legetøjsmarked

Vi har over den analyserede periode set en overordnet positiv udvikling på det globale legetøjsmarked, hvor den samlede markedsværdi er steget fra 127.626 mio. USD i 2010 til 179.723 mio. USD i 2015, jf. tabel 1.

Tabel 1 - Global markedsværdi af legetøjsmarkedet (mio. USD)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Toys and Games	127.626	132.458	139.186	150.185	166.672	179.723
- Traditionel Toys and Games	65.331	67.815	70.121	72.348	75.824	80.418
- Video Games	62.295	64.643	69.065	77.837	90.848	99.305

Kilde: Euromonitor - Egen tilvirkning

Det globale marked for legetøj og spil oplevede vækst i hvert af periodens år. Det globale marked kan opdeles i de to underliggende kategorier: "Traditionelt legetøj" og "Videospil", og vi kan se, at væksten på det globale marked for legetøj har været drevet af fremgang indenfor begge. Vi ser i nedenstående afsnit nærmere på disse underliggende kategorier. Markedet for traditionelt legetøj er interessant, da det som tidligere nævnt er indenfor denne kategori, at LEGOs kerneområde, konstruktionslegetøj, er placeret. Markedet for videospil er interessant at se på, da den øgede digitalisering disse år åbner op for nye muligheder og produkter.

Markedet for traditionelt legetøj

Markedet for traditionelt legetøj er i den analyserede periode vokset med 23,1% fra 65.331 mio. USD i 2010 til 80.418 mio. USD i 2015, med en årlig CAGR¹ på 4,2%, jf. tabel 2.

Ser vi nærmere på, hvordan det traditionelle legetøjsmarked er fordelt, så kan vi se at regionerne Nordamerika, Vesteuropa og Asien er de største, der samlet står for ca. 80% af alt købt legetøj i 2015. Det nordamerikanske marked, hovedsageligt udgjort af USA, er de største aftagere med 30,3%, med en markedsværdi på 24,3 mia. USD. Ser man på fordelingen på lande, så er USA det enkeltstående land i verden, som aftager mest legetøj med ca. 28,2% af hele markedet, jf. appendix 1. Den nordamerikanske region er fra 2010-2015 vokset med 9%, som svarer til en CAGR på 1,7%.

¹ CAGR: Compounded Average Growth Rate er den gennemsnitlige årlige vækstrate over flere perioder

Tabel 2 - Udvikling i traditionelt legetøj fordelt på regioner, 2010-2015 (mio. USD)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Absolut udvikling	%-udvikling	CAGR 2010-2015	Region %-andel
World	65.331	67.815	70.121	72.349	75.825	80.418	15.087	23,1%	4,2%	-
North America	22.319	22.006	22.346	22.510	23.103	24.330	2.011	9,0%	1,7%	30,3%
Western Europe	18.670	19.093	18.821	18.823	19.256	19.991	1.321	7,1%	1,4%	24,9%
Asia Pacific	13.978	15.385	16.537	17.618	18.903	19.876	5.899	42,2%	7,3%	24,7%
Latin America	4.766	5.270	5.829	6.298	6.750	7.467	2.700	56,7%	9,4%	9,3%
Eastern Europe	2.711	2.998	3.367	3.648	4.022	4.577	1.865	68,8%	11,0%	5,7%
Middle East and Africa	1.663	1.821	1.969	2.176	2.440	2.760	1.096	65,9%	10,7%	3,4%
Australasia	1.224	1.242	1.253	1.275	1.350	1.418	195	15,9%	3,0%	1,8%

Kilde: Euromonitor - Egen tilvirkning

Vesteuropa er den næststørste aftager af legetøj med 24,9% af markedet. Regionen består af en lang række lande, men blandt regionens største aftagere er England, Frankrig og Tyskland, som tilsammen står for ca. 14,7%, svarende til ca. 11,8 mia. USD, jf. appendix 1. Asien er med sine 24,7% den tredje største aftager af legetøj. Salget af legetøj er i denne region primært drevet af Kina og Japan, som står for hhv. 11% og 6% af det totale marked, jf. appendix 1.

De etablerede markeder i vesten har set lavere vækstrater i perioden sammenlignet med de andre regioner. Væksten på legetøjsmarkedet har hovedsageligt været drevet af fremgang i den asiatiske region, som trods en relativ høj værdi i 2010, er steget med 42,2%. Foruden udviklingen i Asien har de mindre regioner også set høje vækstrater, som toppes af det østlige Europa, som er vokset med 68,6%.

Markedet for konstruktionslegetøj

Vi ser her nærmere på hvordan udviklingen har været indenfor konstruktionslegetøj. Vi har her valgt at tage udgangspunkt i de 10 største markeder indenfor traditionelt legetøj, og ser på, hvordan kategorien her har udviklet sig.

Tabel 3 - Salgsværdi af konstruktionslegetøj på de 10 største markeder indenfor traditionelt legetøj (mio. USD), 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Absolut udvikling	%-udvikling	CAGR 2010-2015
USA	1.455	1.795	2.161	2.164	2.451	2.663	1.208	82,9%	12,8%
Kina	316	363	422	497	605	801	485	153,4%	20,4%
Japan	343	353	363	372	382	-	39	17,1%	3,2%
Storbritanien	295	383	423	460	515	570	275	93,3%	14,1%
Frankrig	211	242	276	314	368	428	217	102,6%	15,2%
Tyskland	528	601	636	666	693	732	205	38,6%	6,8%
Brasilien	59	70	85	106	136	165	106	177,6%	22,7%
Rusland	172	215	307	333	449	639	468	272,2%	30,1%
Canada	87	89	94	100	105	119	32	36,4%	6,4%
Italien	130	145	170	179	195	228	98	75,6%	11,9%

Kilde: Euromonitor - Egen tilvirkning

Det amerikanske marked har gennem hele perioden været der, hvor salget af konstruktionslegetøj har været størst. Værdien af salget er vokset med 82,9% og beløber sig til en øget værdi på 1.208 mio. USD. Det kinesiske

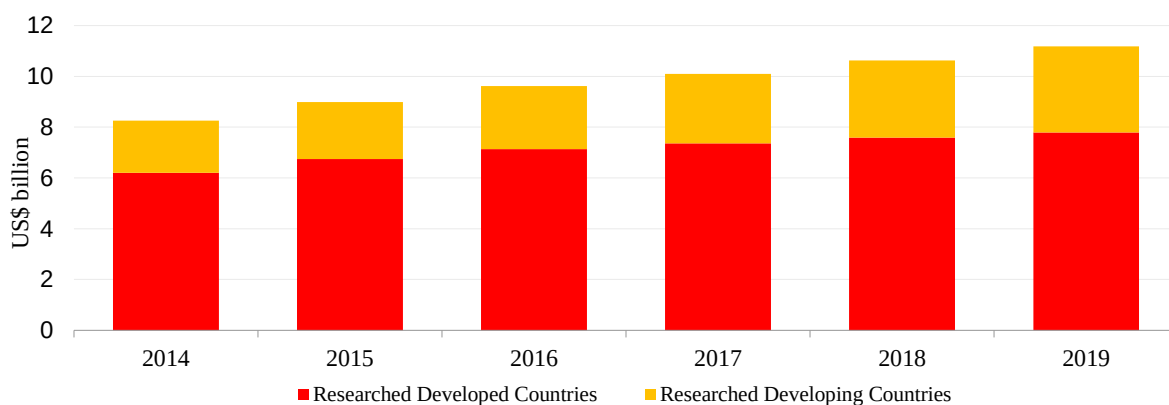
marked er i 2015 det næststørste marked med en samlet værdi på 801 mio. USD, og er i perioden vokset med 20,4% hvert år i perioden. Dertil kommer, at det russiske marked, som har set en kraftig vækst i salget af konstruktionslegetøj på 272,2% for den samlede periode, var det tredje største marked i 2015. Tabellen viser yderligere, at de europæiske lande også har set en fornuftig fremgang.

Salget af konstruktionslegetøj har overordnet set store vækstrate på størstedelen af de undersøgte markeder, hvilket kan være en af faktorerne bag LEGOs fremgang.

Væksten på det traditionelle legetøjsmarked har i stor grad været drevet af udviklingen på emerging markets, samt salget af licens-legetøj. Der er på emerging markets i perioden set både stigende indkomster, demografiske ændringer i form af flere børn i alderen 0-14 år samt et fald i det gennemsnitlige antal børn pr. husstand ("Global Trends", 2015:12,24).

Fælles for disse tre faktorer er at de alle taler for et øget forbrug af legetøj. Der blev i perioden set vækst indenfor udviklede- og udviklingslande, men det er fremgangen på sidstnævnte, der er den største forklaring på den samlede fremgang på markedet, jf. figur 6.

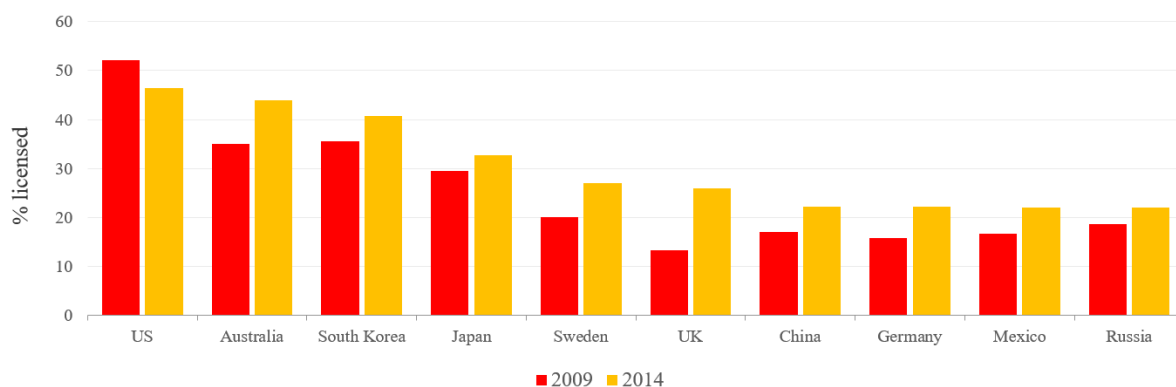
Figur 6 - Vækstfordeling på udviklede- og udviklingslande



Kilde: Euromonitor - Egen tilvirkning

Retter vi vores fokus mod licens-legetøj, så har dette også haft en stor betydning for salget af legetøj. Til trods for at licenslegetøj udgør en mindre del af det samlede legetøjssalg på det amerikanske marked i 2014 ift. 2009, er der set en fremgang i salget på de øvrige markeder. Det er især salg af legetøj fra store blockbuster film såsom Frozen, Transformers og tv-programmer som Teenage Mutant Ninja Turtles, der har drevet væksten i det globale salg ("Global Trends", 2015:14).

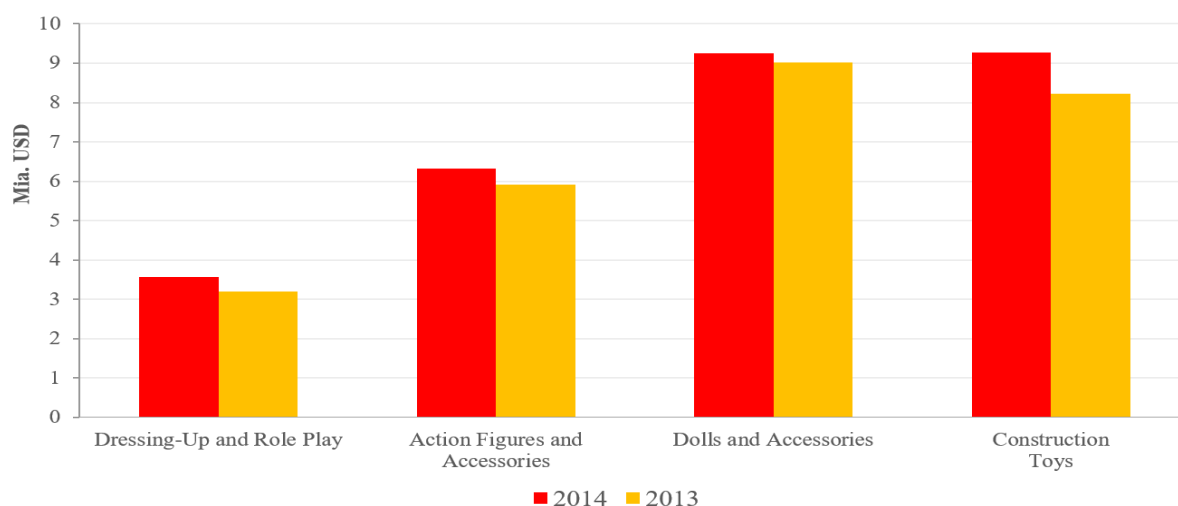
Figur 7 - Procentandel af licenslegetøj indenfor konstruktionslegetøj



Kilde: Euromonitor - Egen tilvirkning

Konstruktionslegetøj er en af de kategorier, hvori salget i stor grad genereres af licens-legetøj. Det fremgår af figur 7, at salget af licens-legetøj i 2014 genererer større omsætning end tilfældet var i 2013. Yderligere kan vi se, at konstruktionslegetøj, sammen med dukker, er de kategorier, som genererer størst omsætning på licens-legetøj. Den største stigning blev set inden for konstruktionslegetøj, hvor det især har været drevet af, at LEGO oplevede vækst i salget af legetøj afledt af deres succes fra The LEGO Movie ("Global Trends", 2015:15).

Figur 8 - Salg af licens legetøj fordelt på kategorier 2013/2014



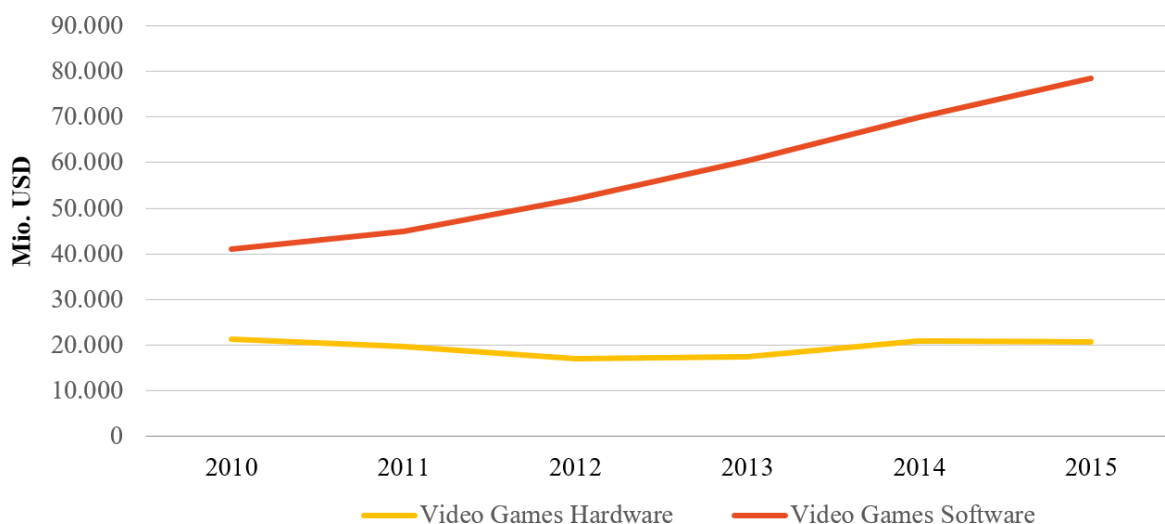
Kilde: Euromonitor Aug 2015 - Global Trends, Developments and Prospects s.13. – Egen tilvirkning

Licens-legetøj er også begyndt at spille en større rolle i udviklingslande. I takt med at man har set stigende indkomster på disse markeder, har denne højere indkomst gjort det muligt for flere forældre at kunne have råd til at købe det dyrere licens-legetøj ift. ikke-licens-legetøj. Dette gør sig fx gældende i Kina, hvor der blev set en af de største stigninger i købet af licens-legetøj blandt udviklingslande i 2014 ("Global Trends", 2015:29).

Markedet for videospil

Vi kan se at udviklingen på videospilsmarkedet, har været drevet af udviklingen indenfor salget af software-produkter, jf. figur 8. Software udgøres både af fysiske spil, CD-rom, til statiske/håndholdte spillekonsoller, PC/MAC, men også af software solgt digitalt. Med udgangspunkt i det amerikanske marked, som er det største videospilsmarked, er der historisk set et fald i salget af spil til håndholdte spillekonsoller, hvilket skyldes udbredelsen af smartphones og tablets og den øgede konkurrence heraf, da de kan tilbyde forbrugeren de samme egenskaber og mere til i et produkt, jf. appendix 2.

Figur 9 - Oversigt over det globale salg af hard- og software



Kilde: Euromonitor - Egen tilvirkning

Salget af de fysiske spil er over perioden faldet på bekostningen af fremgangen indenfor digital gaming. At salget af de fysiske spil til PlayStation, Nintendo og andre statiske spillekonsoller er faldet, er et udtryk for den stigende digitalisering vi ser. Hvor forbrugere tidligere købte fysisk spilsoftware i butikkerne foregår dette i dag på de forskellige online platforme, der er tilknyttet den givne spillekonsol, fx PlayStations "PlayStation Store".

Udviklingen i salget af hardware har i perioden frem til 2012 været faldende, hvorefter det stagnerede, siden 2013 er der dog set en svag tiltagende vækst. Hardware omfatter salget af selve spillekonsollerne og tilbehør. Den negative udvikling frem imod 2012 kan skyldes, at der i disse år ikke blev lanceret nye spillekonsoller på markedet fra store producenter som Sony og Microsoft. Den efterfølgende fremgang i salget af statiske spillekonsoller skal ses i lyset af, at begge producenter i slutningen af 2013 lancerede deres nye spillekonsoller, PlayStation 4 og Xbox One.

Forventninger til markederne

Forventningerne til det globale legetøjsmarked er, at det vil følge den historiske udvikling. Vi ser herunder nærmere på forventninger til hhv. traditionelt legetøj og videospil.

Markedet for traditionelt legetøj

Markedet for traditionelt legetøj og spil forventes over perioden at vokse fra 80,4 mia. USD i 2015 til 92,3 mia. USD i 2020, jf. tabel 4. Det forventes at være yderligere indkomststigninger, demografiske ændringer og licens-legetøj, der vil være de primære drivkræfter bag den forventede vækst inden for markedet for traditionelt legetøj.

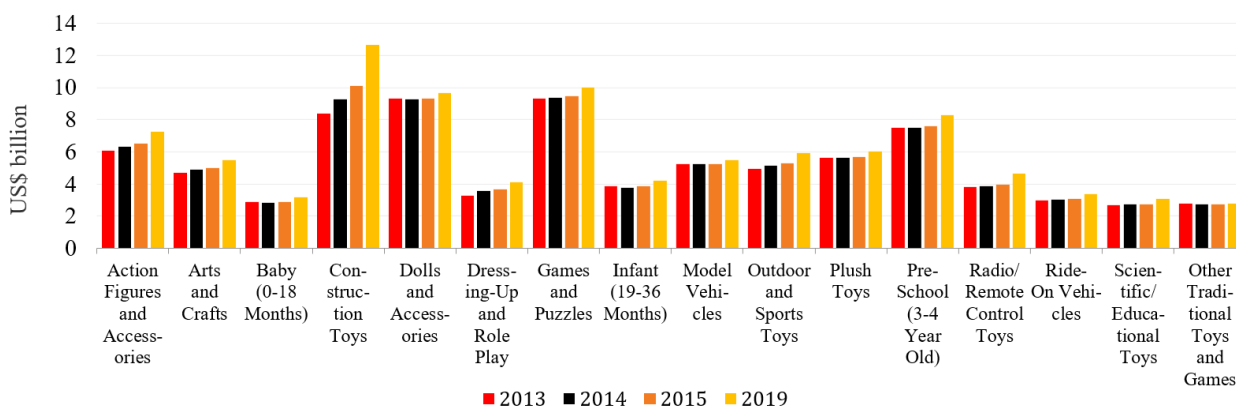
Tabel 4 – Udvikling indenfor markedet for traditionelt legetøj, 2015-2020 (mio. USD)

	2016	2017	2018	2019	2020
Traditionel Toys and Games	83.013	85.479	87.905	90.216	92.345

Kilde: Euromonitor – Egen tilvirkning

Væksten på markedet for traditionelt legetøj kommer fra en generel fremgang i alle de underliggende kategorier, hvilket fremgår af nedenstående figur 9. Det er her især interessant at bemærke, at konstruktionslegetøj forventes at være den kategori, der vil vokste mest og heraf blive den største på det traditionelle legetøjsmarked i 2019.

Figur 10 - Global Retail Value



Kilde: Euromonitor "Mattel Toys & Games" (2015) – Egen tilvirkning

Markedet for konstruktionslegetøj

Af ovenstående fremgik det, at konstruktionslegetøj forventes at udvikle sig til at blive den største kategori på markedet for traditionelt legetøj. Med udgangspunkt i de 10 største markeder for traditionelt legetøj ser vi herunder nærmere på hvordan kategorien forventes at udvikle sig her.

Tabel 5 – Forventet salgsværdi af konstruktionslegetøj på de 10 største markeder indenfor traditionelt legetøj (mio. USD), 2015-2020

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Absolut udvikling	%-udvikling	CAGR 2015-2020
USA	2.663	2.848	2.986	3.109	3.227	3.328	564	25,0%	4,6%
Kina	801	1.008	1.234	1.468	1.694	1.895	893	136,6%	18,8%
Japan	382	392	402	402	412	412	29	6,7%	1,3%
Storbritanien	570	630	694	747	790	821	220	44,1%	7,6%
Frankrig	428	472	506	532	550	564	122	31,7%	5,7%
Tyskland	732	757	783	807	832	852	99	16,4%	3,1%
Brasilien	165	179	194	210	228	246	63	48,9%	8,3%
Rusland	639	662	681	696	703	705	64	10,2%	2,0%
Canada	119	123	128	133	137	141	18	19,1%	3,6%
Italien	228	271	305	332	355	370	127	61,9%	10,1%

Kilde: Euromonitor – Egen Tilvirkning

Af tabel 5 fremgår det, at det amerikanske marked fortsat vil være det største for konstruktionslegetøj i 2020, da salget her forventes at vokse 25% over perioden og have en salgsværdi af 3.328 mio. USD. Det kinesiske marked er dog det, som man forventer vil opleve den største salgsvækst af alle i perioden. Konstruktionslegetøj forventes her at vokse årligt med en CAGR på 18,8% og med 136,6% for hele perioden. Det er det marked, som forventes at vokse absolut mest og udgør dermed et stort vækstpotentialt for LEGO, da de allerede er til stede på markedet.

Det russiske marked var historisk det tredje største, men salgsudviklingen her forventes at gå i stå, som følge af den politiske uro. Salget af konstruktionslegetøj i store europæiske lande forventes fremadrettet at opleve gode to cifrede vækstrater. Der er altså stadigvæk potentialt for at vækste på LEGOs nuværende kernemarkeder, USA og i Europa, men det største potentialt er på det kinesiske marked. Sammenlignet med den historiske udvikling er der dog for samtlige lande tale om lavere vækstrater fremadrettet. Vi vurderer at dette er en ganske naturlig udvikling, som følge af at de respektive markeders værdi vokser fra år til år.

Af figur 8 fremgik det at konstruktionslegetøj er en af de kategorier, hvor licens-produkter genererer størst omsætning. Licens-legetøj forventes fremadrettet fortsat at have stor betydning for væksten i kategorien og der er de kommende år planlagt en lang række Blockbuster film, som alle har licens-potentialt. Der er blandt andet planlagt flere nye Star Wars film, nye film fra Marvel samt flere LEGO film, som efterfølgere til The LEGO Movie, jf. appendix 3. Den historiske trend har som nævnt været, at licens-produkter udgør en stadig større andel af salget og det forventes, at det større fokus på at anvende medieindhold til at markedsføre produkter fremadrettet vil fortsætte denne trend.

Markedet for Videospil

Den historiske udvikling på videospilsmarkedet forventes at fortsætte i den forecastede periode, hvor digital gaming vil være det, der driver væksten i markedet. Værdien af spil til smartphones vil fremadrettet stige i takt med at flere mennesker verden over får råd og adgang til at kunne bruge smartphones. Værdien af downloadede

spil til PC og spillekonsoller forventes fremadrettet at stige, som følge af at flere mennesker anskaffer sig de nye typer konsoller, hvor videospil downloades til frem for købes på CD-rom. Det betyder endvidere, at udviklingen i digital gaming i fremtiden vil være afhængig af udviklingen af nye hardware-produkter.

Væksten i branchen vil derfor i fremtiden kunne drives frem af hurtigere udvikling af nye konsoller, andre produkter samt ny spille-teknologi. Lanceringen af Nintendos spillekonsol Nintendo NX og ny teknologi i form af Virtual Reality-briller, som Oculus Rift, kan være med til at skabe en generel vækst i markedet. Det forventes blandt andet at Toys-to-life markedet vil opleve vækst over forecast perioden, da flere virksomheder står på spring til at gøre deres indtog her. Dette kan have betydning for LEGO, da de med deres LEGO Dimensions er gået ind på dette marked. Det vil betyde et øget salg af hardware tilbehør, og sammen med lanceringen af nye hardware-produkter forventes det at holde kategorien fra at falde drastisk.

Væksten inden for videospil vil således være drevet af innovation. Uden den nødvendige produktudvikling forventes værdien af videospil at begynde at stagnere selv inden for digital gaming. Dette skyldes udbredelsen af "Free-to-Play" spil, som er spil, der er gratis tilgængeligt til både smartphones og PC, hvor der i stedet for tjenes penge på at tilbyde forbrugeren in-game produkter ("Global Trends", 2015:52-55).

3.2 PESTEL

I det følgende afsnit vil vi, ved hjælp af den udvidet PEST model, analysere de makroøkonomiske faktorer, som kan have betydning for LEGOs fremtidig udvikling. I afsnittet vil vi hovedsageligt fokusere på virksomhedens nuværende kernemarkeder, men vil yderligere også inddrage det kinesiske marked, som viste sig at have et stort vækstpotentiale fremadrettet.

Politiske forhold

De politiske forhold anses for værende centrale for den fremtidige udvikling af LEGO koncernen, da disse påvirker både kort- og langsigtede beslutninger. Som en international virksomhed, der opererer i en lang række forskellige lande, kan de politiske forhold på de respektive markeder have en direkte indvirkning på LEGO.

Arbejdsmarkedsforhold

LEGO er i produktionen af deres klodser afhængig af menneskelig arbejdskraft til at betjene deres maskiner, udvikle og designe produkter mv. Produktionen er i dag strategisk placeret i lavtlønlande tæt på deres kernemarkeder for at minimere virksomhedens responstid og produktionsomkostninger. Dertil påvirkes LEGO af ændringer i arbejdsmarkedsforholdene i disse lande. Det kan fx være ændrede lønforhold og generelle arbejdsforhold, som kan forøge virksomhedens omkostninger. Kina er historisk blevet anset som værende et billigt produktionsland, men har i senere år set en relativ stor vækst i lønniveauet. Sammenlignet med at producere i

fx Danmark er der stadig tale om billigere arbejdskraft. De øgede lønomkostninger i virksomhedens lavtlønsproduktionslande vil dog, alt andet lige, medføre øgede omkostninger til produktionen (The Economist, 2012).

BREXIT

Selvom den politiske scene i Europa anses for værende relativt stabil, har vi i den senere tid set en række politiske udfordringer, som har skabt røre i vandet. Flere lande er begyndt at stille spørgsmålstejn ved EU som institution, da der i den senere tid, har været en række udfordringer, som landene har været uenige om hvordan skal løses.

Først og fremmest har krisen i Syrien medført at vi har set store flygtningestrømme til Europa, som har skabt stor splid mellem de europæiske lande, da de har været uenige om, hvordan krisen skal løses. Det startede med at flere lande lukkede deres grænser for de stigende flygtningestrømme, til trods for EU's anbefaling.

Vi så i Danmark at vælgerne brugte folkeafstemningen vedrørende Europol til at vise, at de ønsker større uafhængighed fra EU og at deres tiltro til det europæiske system er svækket. I Storbritannien blev der afholdt folkeafstemning om, hvorvidt de skulle forblive medlem af EU. Dette resulterede i at befolkningen stemte for det såkaldte "Brexit", hvorved de nu forlader unionen. Dette har nu skabt en uvished om, hvordan den nuværende handelsunion kommer til at blive splittet og hvilken betydning dette kan have på import- og eksportmuligheder til og fra Storbritannien. Det kan også have en betydning fremadrettet, såfremt flere europæiske lande ønsker at forlade unionen. Situationen kan skabe usikkerhed på det indre marked, en usikkerhed som i sidste ende kan have en betydning for LEGO's indtjening, da lande som Storbritannien, Frankrig og Tyskland er blandt deres største aftagere på det europæiske marked.

Der er yderligere også set, at flere europæiske lande i mange år har haft en relativ ustabil økonomi, som reguleres ved at de økonomisk bedrestillede lande låner dem penge. Der har hertil været stor politisk diskussion om, hvorvidt man skulle blive ved med at låne penge til fx Grækenland eller om man var bedre tjent med at lade landet gå bankerot.

Samtidigt er der mennesker, der er af den overbevisning, at den oprindelige tanke med handelsunionen mellem de europæiske lande er gået i glemmebogen. De ser den i dag mere som en institution, der leder tankerne hen på en overordnet stat, som regulerer og sætter rammerne for enkelte landes love og handlinger. Disse faktorer har bidraget til at flere stiller sig kritisk over deres lands medlemskab af det europæiske samarbejde.

Amerikansk præsidentvalg og mulige konsekvenser

Fra markedsanalysen fremgik det, at USA er LEGO's største enkeltstående legetøjsmarked. Virksomheden er derfor følsom overfor ændringer i den nuværende men også fremtidige regeringspolitikker. Lige nu er præsidentvalgekampen på sit højeste, hvor amerikanerne skal stemme om en ny præsident til november. Det kan vise

sig at få betydning for LEGO, da den illegale immigration fra Latinamerika ind i USA, forbliver et omdiskuteret emne i denne præsidentkampagne.

Debatten omhandler bl.a. at den ene præsidentkandidat ønsker at mindske immigration, fra især Mexico, ved at bygge en mur mellem landene. Skulle Donald Trump gå hen og blive valgt til præsident vil hans holdninger og retorik omkring immigranter kunne anstrenge forholdet mellem USA og Mexico. Det kan være svært at vurdere, hvad konsekvenserne for LEGO vil være ved et mere anstrengt forhold mellem disse to lande. Det kan få en betydning, da det amerikanske marked forsynes af virksomhedens mexicanske produktionsfaciliteter.

Korruption

Mexico har i årevis haft problemer med korruption og generel ustabilitet. Korruption mindsker muligheden for fair konkurrence, og kan have en betydning såfremt det fører til tiltag, som er skadelige for LEGO ved at gøre det svært at drive forretning i landet. Korruption er en væsentlig faktor, som fortsætter med at spille en vigtig rolle for landet. Den nyeste måling af korruptionsniveauet i verden placerer Mexico på 95. plads ud af 168 lande, ift. bekæmpelse af korruptionen (Korruptionsindeks, Mexico). Dette er i høj grad et problem, som hænger tæt sammen med landets kultur og kan være svært at få under kontrol. Samme problematik ser man fx også i Kina, hvor udviklingen ifølge korruptionsindekset har været negativ de sidste par år.

Økonomiske forhold

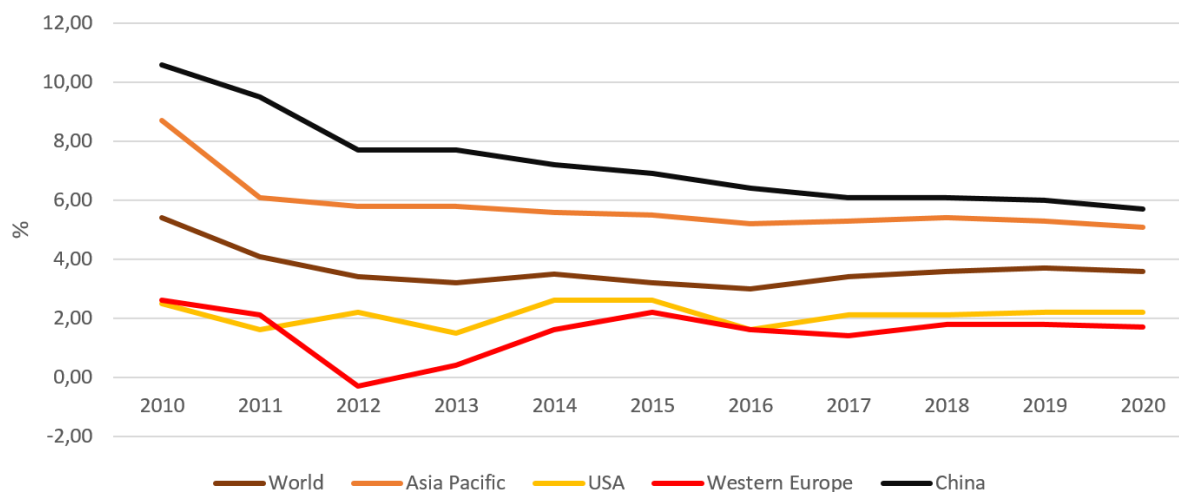
Den økonomiske udvikling i et givent land påvirker forbrugernes købekraft da rentestigninger, inflation og arbejdsløshed i sidste ende har en indvirkning på den disponible indkomst og på priserne. Vi ønsker at belyse de globale økonomiske trends, som kan have en betydning for LEGO's kernemarkeder og deres omsætning.

Udvikling i BNP

LEGO er afhængige af udviklingen i verdensøkonomien generelt, men også på deres respektive markeder enkeltvis, da den økonomiske udvikling har betydning for forbrugernes disponible indkomst. LEGO anses som værende et kvalitetsprodukt, hvilket afspejles på prisen. Derfor har folks disponible indkomst, alt andet lige, betydning for, hvor meget LEGO de kan købe, hvilket kan have en direkte betydning for LEGO's omsætning.

Til trods for dette, så vi at LEGO stadigvæk formåede at øge deres salg under finanskrisen, hvilket indikerer at LEGO ikke er det første forbrugere vælger at spare på (Ritzau, 2010). Årsagen til dette kan være, at størstedelen af salget finder sted op til jul og således meget sæsonbetonet. Vi antager at gaver til børn i forbindelse med højtider generelt ikke er et sted, hvor folk vælger at spare. I figur 11 herunder ser vi nærmere på den historiske udvikling i Real BNP og sammenligner denne med forventede fremtidige udvikling.

Figur 11 – Historisk og forventede realvækst i BNP, 2010-2020



Kilde: Euromonitor – Egen tilvirkning

Af figur 11 fremgår det, at de undersøgte lande og regioner generelt har set et faldende niveau i realvæksten i BNP over den historiske periode. På trods af dette var væksten i 2015 stadigvæk på et højt niveau med 6,9%. Niveauet forventes dog at aftage mod 6% frem mod 2020. Verdensøkonomien har historisk udviklet sig med 3-5% og forventes fremadrettet at se økonomisk vækst indenfor et interval på 3-4%. Det vesteuropæiske marked var i 2012 og 2013 nede på 0%-0,5%, men har i efterfølgende år stabiliseret sig og ramt 2% i 2015. USA har i hele perioden ligget omkring en økonomisk vækst på 2% og forventes sammen med Vesteuropa at se vækst i et tilsvarende niveau.

Til trods for et aftagende niveau har realvæksten i den historiske periode stadig været positiv. Den positive økonomiske fremgang kan have være medvirkende til at LEGO år efter år har præsteret nye rekordregnskaber. Den forventede realvækst i BNP frem mod 2020 taler, alt andet lige, for at LEGO også fremadrettet vil have potentiale for at kunne vokste.

Vi er godt klar over, at den forventede udvikling, som blev beskrevet ovenover, påvirkes af utallige faktorer, der alle kan ændre udfaldet.

Efter finanskrisen, er forbrugerne blevet generelt langt mere bevidste om hvad de bruger deres penge på. Med en højere disponibel indkomst forventes dette, alt andet lige, at have en positiv indflydelse på legetøjsmarkedet, da forældrene vil investere mere i det de køber til deres børn. Dette stemmer i høj grad overens med vores fund i markedsanalysen, hvor vi konstaterede at legetøjsmarkedet forventes at stige fremadrettet.

Råmaterialepriser

LEGO er afhængige af prisen på olie, da det plastikgranulat (ABS), som bruges til produktion af LEGO klodser er resultatet af en kemisk proces, når olie behandles. Plastikken er med andre ord 100% olie. Virksomheden forsker i at udvikle mere bæredygtige materialer, som kan være et alternativ til olien i produktionen af deres legetøj og dermed mindske LEGOs afhængighed af denne. Målsætningen er at LEGO-mænd og kvinder i 2030 skal være baseret på bæredygtig plastik (Ryrsø, 2014).

Udviklingen i olieprisen fra 2010 og frem til afhandlingens skæringsdato fremgår af appendix 4. Det fremgår heraf at prisen på en tønde olie steg voldsomt fra 2010 til 2011, den steg fra ca. 80 USD til ca. 120 USD. Fra 2011 og frem til slutningen af 2014 har prisen på en tønde generelt ligget i omegnen af 110 USD. Efterfølgende er prisen dog faldet drastisk i 2015 og fortsatte nedad til endnu lavere niveauer i 2016. Prisen på en tønde olie var i starten af 2015 på 48 USD og lå på ca. 44 USD i starten af august 2016. Vi antager, at den faldende oliepris i de senere år, alt andet lige, afspejler sig i prisen på det anvendte ABS granulat.

Valutarisiko

LEGO er som en international virksomhed med forretninger i adskillige lande eksponeret overfor valuta risiko. Ifølge årsrapportens note 24 (2015) har de signifikante net inflows i USD, EUR og GBP, hvortil CZK, HUF og MXN udgør den største risiko for virksomhedens cash outflow. De signifikante inflows i USD, EUR og GBP skyldes at det amerikanske og vesteuropæiske markeder er virksomhedens største. Virksomhedens eksponering overfor cash outflows i de nævnte valuta skyldes at LEGOs fabrikker er placeret i de respektive lande, Tjekkiet, Ungarn og Mexico. LEGO hedger for denne valutarisiko ved brug af forward kontrakter og optioner.

I Europa har vi set en stærkt devalueret pund, som følge af Brexit. Til trods for flere monetære tiltag fra den engelske nationalbank, er det stadig uvist hvordan pundet vil udvikle sig fremadrettet, da der endnu ikke ligger en klar plan eller handelsaftaler for det videre forløb. For LEGO har sådan en usikkerhed klart en betydning, da England er den største aftager på det europæiske marked.

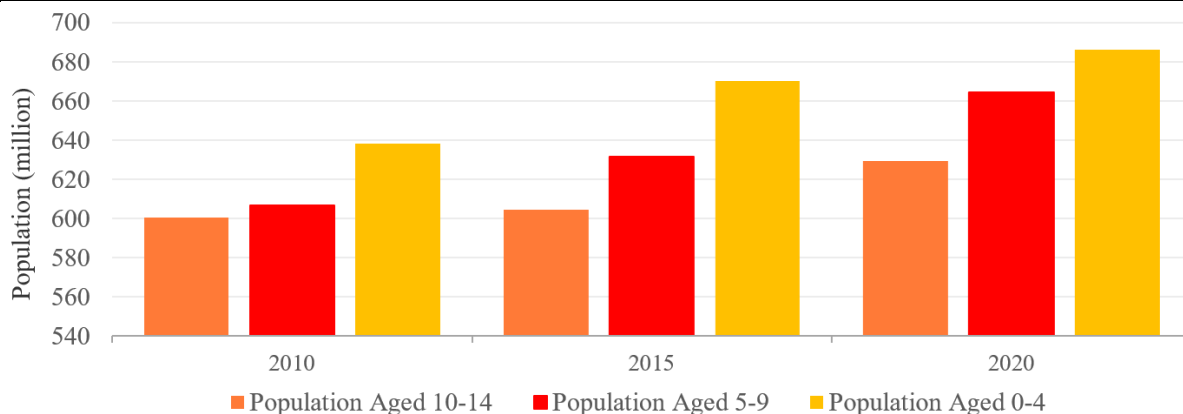
Sociokulturelle forhold

Sociokulturelle faktorer har en betydning for forbrugernes adfærd, hvorved ændringer i disse kan påvirke udviklingen i LEGO fremadrettet. Vi ser herunder nærmere på en række forskellige faktorer, som vi har identificeret til at have en væsentlig betydning.

Demografiske faktorer

LEGOs primære målgruppe er børn, virksomhedens salg er således i et vist omfang afhængig af antallet af børn der er i verden. Af nedenstående figur 12 fremgår udviklingen i antallet af børn mellem 0-14 år fra 2010 frem til 2020.

Figur 12 – Udvikling i antallet af børn mellem 0-14 år, 2010-2020

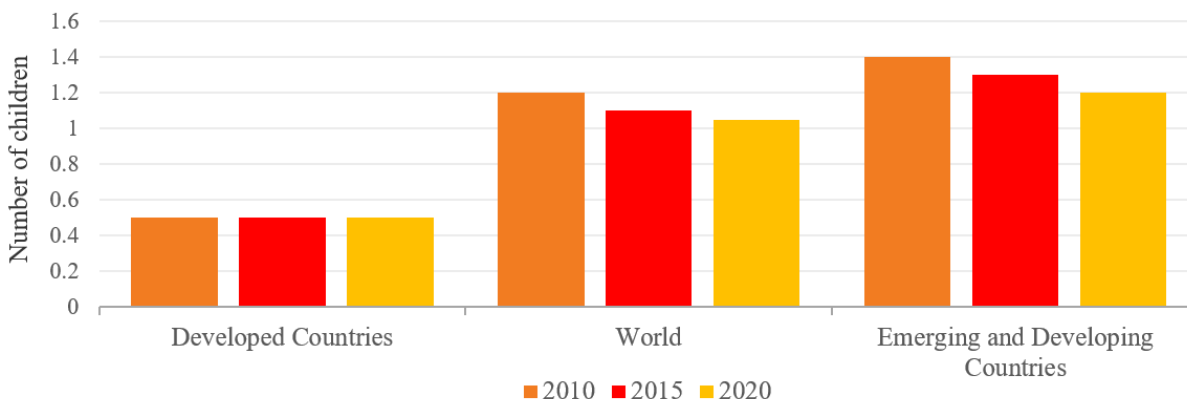


Kilde: Euromonitor – Egen tilvirkning

Ud fra figur 12 kan vi se, at antallet af børn i alderen 0-14 år i 2015 er steget sammenlignet med niveauet for 2010. Der er især set en stigning af børn i alderen 0-4 år og 5-9 år. Forventninger er, at denne trend vil fortsætte og at vi frem mod 2020 vil se endnu flere børn i alderen 0-14 år. Fremgangen i antallet af børn, skyldes at der fødes flere børn i emerging markets, især Kina. Dette betyder, alt andet lige, en større gruppe af potentielle kunder for LEGO at sælge deres legetøj til.

Yderligere ser vi en tendens til at børnefamilier i dag får færre børn end tidligere, hvorved antallet af børn pr. husholdning har været faldende fra 2010-2015, jf. figur 13. Dette fald skyldes hovedsageligt en tilbagegang i antallet af børn pr. husholdning i emerging og udviklingslande, da niveauet har været stabilt i udviklede lande.

Figur 13 – Antallet af børn pr. husholdning, 2010-2020



Kilde: Euromonitor– Egen tilvirkning

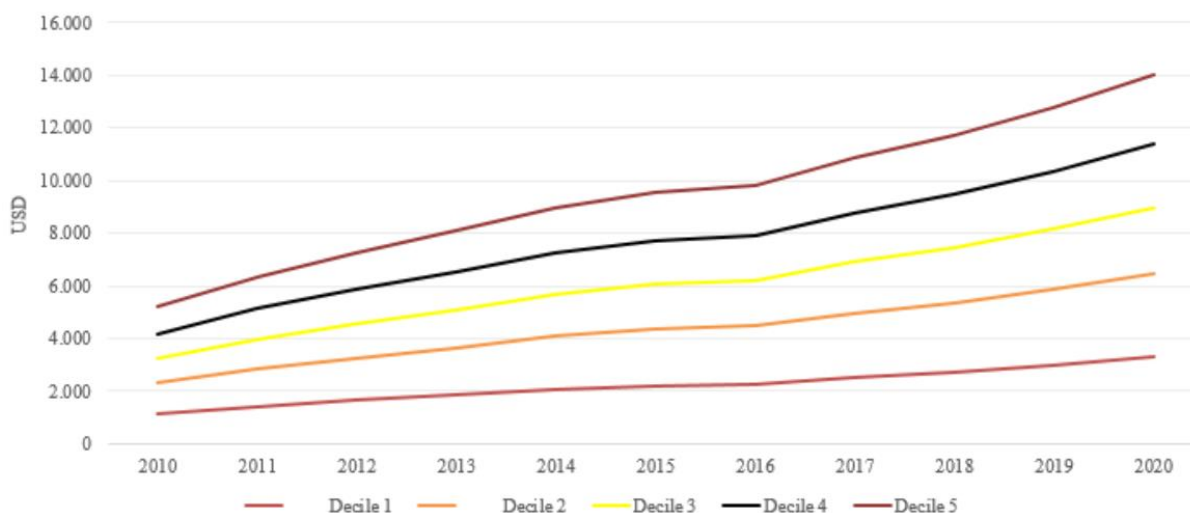
Udviklingen forventes at fortsætte frem mod 2020, hvorved at antallet af børn pr. husstand i verden vil falde ned til omkring lige over ét barn. Vi kan ud fra figur 12 og 13 konkludere, at der er flere mennesker, der vælger at få børn, men at de får færre børn pr. husstand end tidligere. Dette betyder, at der fremadrettet vil være flere børn, deraf et stigende antal potentielle kunder for LEGO, og at forældrene vil have flere penge at kunne bruge på legetøj pr. barn. Dette taler for en mulig øget omsætning i fremtiden.

Disponible indkomst

Ifølge vores markedsanalyse har det kinesiske legetøjsmarkedet det største vækstpotentiale for LEGO i fremtiden. Markedet forventes at vækste med 136,6% over de næste 5 år med en absolut forøgelse i salget af konstruktionslegetøj på 893 mio. USD. Som tidligere nævnt afspejler prisen på LEGO, at det er et kvalitetsprodukt. De kinesiske husholdningers disponible indkomstniveau har derfor betydning for, i hvor grad LEGO kan drage fordel af den forventede udvikling, da LEGO er afhængige af at de kinesiske forbrugere har råd til at købe deres produkter. JVK har selv udtalt, at de ser velstandsniveauet i Kina, som værende den største udfordring for at opnå succes på markedet (Hall, 2014).

På baggrund af ovenstående ser vi i nedenstående figur 14 nærmere på udviklingen i de kinesiske husholdningers indkomster. Vi har her valgt at fokusere på udviklingen i de fem laveste tiendedele, hvorved vi ser på hvordan udviklingen har været for de 10% fattigste, de 10% næst fattigste osv. Vi ser bort fra de 50% rigeste, da vi antager at husholdninger med en højere disponible indkomst end de undersøgte har råd til at købe LEGO.

Figur 14 – Udvikling i den disponible indkomst for de 50% fattigste husholdninger i Kina, fordelt på tiendedele (USD)



Kilde: Euromonitor – Egen tilvirkning

Af figur 14 fremgår det, at samtlige grupper har set en fordobling i deres disponible indkomst fra 2010 frem til 2020. Denne udvikling forventes fremadrettet at fortsætte, hvorved at den disponible indkomst forventes at

være tredoblet i 2020 ift. niveauet for 2010. Dette taler for, at flere kinesiske familier når et disponibelt indkomstniveau, hvor de har råd til at købe LEGO til deres børn.

Forbrugernes værdier og holdning

En generel tendens i de vestlige lande især, er den stigende interesse for økologi og miljø. Det er ikke længere uden betydning hvor vores mad kommer fra, eller hvad vores tøj er lavet af. Den stigende miljøbevidsthed udspringer i en større selvbevidsthed hos forbrugerne. Når det kommer til legetøj er disse faktorer uden tvivl betydelige. Selvom det er børnenes ønsker, som forældrene indfrier når de køber legetøj, er det ikke uden at forældrene selvfølgelig reflekterer over hvad valget falder på. De selv- og miljøbevidste forældre ønsker ikke at bruge penge på ligegyldigt legetøj, som bliver smidt ud så snart en arm falder af.

De ønsker at deres børn bliver stimuleret, lære at være kreative og tænke ud af boksen. Samtidig er det vigtigt for dem, at produkterne har en kvalitet, der sikrer deres børns velvære og ikke er skadelige for miljøet.

Vi ser i Kina et skifte i forbrugernes værdier og holdninger væk fra de vestlige idealer. I takt med at kvaliteten af kinesiske produkter er steget adskiller de vestlige produkter sig ikke længere tilstrækkeligt til at opretholde deres tidligere store attraktionsværdi. Der i dag kommet et større fokus i Kina på egne idealer, hvorfor succes fremadrettet også afhænger af at LEGO lykkes med at skabe association mellem de kinesiske forbrugere og virksomhedens produkter (Holt, 2014).

Anderledes leg og fokus på udvikling af færdigheder

Ser vi på det kinesiske folk, ligger de især vægt på uddannelse, karriere og prestige. De velhavende familier, som i forvejen ikke har mere end 1-2 børn investerer derfor i deres børns udvikling. Kinesiske børn har en meget anderledes hverdag, end den vi er vant til i vesten, hvilket betyder at den måde de leger på ikke nødvendigvis er den samme som den vestlige. Med lange skoledage og mange ekstra aktiviteter, som udvikler deres færdigheder er det derfor andre typer af leg og legetøj, der hitter hos de asiatiske børn.

Fordi skole og fritidsaktiviteter, der udvikler børnenes faglighed er i fokus, skal LEGO derfor kunne accepteres som en måde at have det sjovt på, mens man lærer. Idéen bag LEGO er nemlig, at det ikke blot skal være et stykke legetøj, men det skal hjælpe børn med at være kreative og udvikle deres sociale, emotionelle og kognitive færdigheder.

LEGO® Education er et tiltag, hvor LEGO i samarbejde med undervisere og specialister rundt omkring i verden er med til at skabe produkter, som tilbyder læringsmuligheder til børn og unge i alle klassetrin. Dette giver børn muligheden for at stifte bekendtskab med LEGO i en meget tidlig alder og kan være med til at udvikle deres kreative sans.

Det er imidlertid ikke kun i Kina, at forældrene ønsker at udvikle deres børns færdigheder og kreativitet. Denne trend er ikke ny, men i høj grad stigende i en verden med fokus på videnssamfund. Forbrugerne er blevet mere bevidste om hvad de bruger deres penge på og vil derfor foretrække at investere i LEGO legetøj frem for andre, da de først og fremmest udvikler barnets færdigheder og kreativitet. Det kan yderligere blive genbrugt af yngre søskende, men kan i høj grad også sælges videre.

Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling spiller en stor rolle i vores alle sammens dagligdag ved at skabe produkter, som er med til at gøre vores liv nemmere og bedre. Huslige pligter som f.eks. at vaske tøj, tage opvasken og at støvsuge, aktiviteter der alle tidligere skulle klares med håndkraft, er i dag muligt at få klaret ved brug af produkter udviklet til formålet, såsom en opvaskemaskine. Der er dermed blevet frigivet en mængde tid hos forbrugeren, som kan anvendes på andre aktiviteter i stedet for, hvad enten det måtte være at lege med LEGO med sine børn, gå til sport eller dyrke sin hobby.

Den teknologiske udvikling er også med til at sikre at afstanden mellem mennesker og opfattelsen af tid bliver mere irrelevant. Vi kan i dag snakke, videochatte og spille computerspil med folk på den anden side af verden, hvis vi skulle have lyst. Vi ser i dag, at de teknologiske trends ikke er lige så geografisk bestemt og at de i dag heller ikke er lige så indkomstafhængige som tidligere set.

Vi ser også i dag at flere børn verden over får adgang til elektroniske redskaber som smartphones, tablets, computere og spillekonsoller af forskellige årsager. F.eks. er globalisering og konkurrence på markederne med til at trække prisen på produkterne ned til et overkommeligt niveau, således at der ses større udbredelse i såvel udviklede- som udviklingslande. Selv i Afrika finder vi vækst i brugen af mobiltelefoner, hvilket primært er ift. almindelige telefoner, men der forventes også her en stigning i forbruget af smartphones i fremtiden. ("Cell phone in Africa",2015)

Den teknologiske udvikling går i vores optik hurtigere og hurtigere. Tænker vi tilbage på tiden, hvor vi var små, så legede vi med træsværd, legetøjsbiler og senere hen en gameboy, som var "state-of-the-art". Vores forældres første mobiltelefoner var så store som mursten og den første computer vi havde kunne underholde os i timevis med programmet Paint. Ser vi op igennem tiden og indtil i dag så er det gået stærkt og det går stærkere fremad. Mobiltelefoner og computere er løbende blevet flere dimensioner bedre og mindre end tidligere og børn har i dag legetøjsprodukter, som vi aldrig kunne have forestillet os eksistere i vores vildeste drømme.

Den teknologiske udvikling har haft og har stadigvæk en stor betydning for markedet, da den er i stand til at udviske grænsen og begrænsningerne mellem det fysiske og virtuelle. Ser vi på det ift. LEGO, så kunne børn

til at starte med få LEGO Technic, et fysisk LEGO-produkt, der med installeret software kunne styres fra en computer. I dag kan man få LEGO Dimensions, et fysisk produkt, der med en indbygget computer-chip bliver tilgængelig i dit LEGO-Dimensions videospil, når den sættes på en dertilhørende LEGO-plattform.

Vi vurderer at den løbende teknologiske forbedring, vi har set op gennem tiden, vil være med til at udvikle ny og bedre teknologi hurtigere end tidligere set, da det teknologiske niveau er steget. Dette gjorde sig f.eks. gældende inden for udviklingen af computere, hvor den i starten var ringere og langsommere end de spring vi ser i deres egenskaber i dag.

3D-printning er et af de produkter den teknologiske udvikling har kastet af sig, som vi ser kunne indeholde muligheder og trusler for LEGO i fremtiden. Den første mulighed kunne være at 3D-printning en dag i fremtiden kunne indgå i produktionen af LEGO-produkter. Det kunne være i selve produktionen af det endelige produkt eller indgå i produktudviklingsfasen. Man kunne fx 3D-printe et givent produktforslag i de rette dimensioner, og på den måde havde flere måder til at teste og optimere produktet inden det blev sendt i produktion. En anden mulighed 3D-printning kunne have for LEGO kunne være i forbindelse med at man tidligere har gjort brug af crowdsourcing. Her kunne forbrugerne designe deres eget LEGO med det forbehold, at LEGO måtte anvende deres designs efterfølgende. Bevæger den teknologiske udvikling sig i en sådan retning, at 3D-printere på et tidspunkt bliver almindelige, så kunne vi forestille os et scenarie, hvor crowdsourcing bruges til at forbrugerne kan designe deres egne LEGO-figurer hjemme i stuen og printe dem via deres 3D-printer.

I stedet for at tjene penge på at sælge et fysisk produkt, så ville man tjene penge på at sælge selve designet. Designprocessen kunne foregå ved brugen af et program udviklet af LEGO og i selve 3D-printningen kræve et specielt produktionsmateriale udviklet af LEGO, således at produktet opfylder de regler for LEGO's produkter skal leve op til.

Vi omtalte i markedsanalysen at væksten i markedet for videospil var afhængig af udviklingen af nye hardware produkter med nye teknologier. I den forbindelse nævnte vi Virtual Reality-briller, som er et par hardware-briller, som vil få forbrugeren til at føle sig som en del af det givne spil. I starten forventes teknologien at være i den relative dyre ende inden for underholdningsprodukter, men vi ser klare muligheder for at tilpasse brugen af disse til LEGO's vision og mission på sigt, når teknologien når senere stadier og produktionen også tilpasses mod at sælge til masserne.

Miljømæssige forhold

LEGO® var den første legetøjsproducent til at skrive under på The United Nations Global Compact i 2003 (LEGO Årsrapport 2015:7), hvilket understreger deres engagement i og opbakning for menneskerettigheder, miljø, antikorrruption og lønstandarder i verden. Miljø og bæredygtighed er på mange måder en del af LEGO's

DNA, derfor har investeringer i bæredygtighed og vedvarende energikilder været en del af LEGO's strategi siden 1979.

Et af LEGO's mål, er at sikre balance i deres globale energiforbrug frem til 2020. KIRKBI A/S har til dette formål investeret i to vindmølleparker, Borkum Riffgrund uden for Tyskland i 2012, og nu Burbo Bank Extension uden for England (Vase, 2016). I år har LEGO formålet at forbedre deres energieffektivitet med 5% ("A Short Presentation", 2016:15).

Siden juni 2014 er alle LEGO produkter blev indpakket i mindre æsker, hvilket har reduceret forbruget af papir og dermed CO2 udslippet. Der bruges gennemsnitligt 14% mindre papir, som også er godkendt af Forest Stewardship Council (Vase, 2014).

LEGO's miljøbevidsthed afspejler sig ikke blot i indpakningen eller produktionen, men i høj grad også i bortskaffelsen af defekte klodser. I tilfælde af at klodserne er deforme eller misfarvede bliver de smeltet om og bruges til produktionen af de sorte klodser. Fra kundens perspektiv er det umiddelbart ikke svært at bortskaffe sig LEGO produkterne, såfremt de ønsker dette. Disse kan altid sælges igen og der foreligger endda en stor gevinst mulighed, da LEGO er blevet til noget både voksne og børn samler på.

Lovmæssige forhold

Relevante juridiske forhold, som i fremtiden kunne have betydning for udviklingen af LEGO, anses for at være licensaftaler, patentrettigheder samt kvalitetskrav og regler til produktionen af legetøjet. Licensaftaler indgås mellem LEGO og en franchise, som ofte ejer rettigheder til film, tv-serier eller spil, som LEGO ønsker at samarbejde med i produktionen af legetøj.

Som nævnt i markedsanalysen, påvirkes børn i dag, i allerhøjeste grad af det de ser i medierne. Takket være populære film og tv-serier har licenslegetøj derfor oplevet en stærk vækst globalt siden 2009. Vi kunne se, at licenslegetøj har en stor betydning for omsætningen. Prisen er ofte højere for licenslegetøj, da det er meget eftertragtet, men også fordi prisen afspejler såvel produktionsomkostninger samt royalties til rettighedshaveren. Disse ligger typisk på 10-12% af det forventede salg ("Key Global and regional Trends", 2015:9). Til trods for at LEGO allerede har gode licensaftaler, afholder det dem ikke fra at udvikle egne nye produkter. Ved hjælp af deres The LEGO Movie har de skabt deres egen IP-kreation som forener deres egne karakterer med de velkendte og populære licensafhængige karakterer. Dette giver dem en mulighed for at skabe opmærksomhed på deres egne produkter. ("Key Global and Regional Trends", 2015:9).

Patentrettigheder

LEGO mistede i 1988 det sidste patent på LEGO klodsen, hvilket resulterede i at konkurrenterne kunne producere legetøj, som minder rigtig meget om den oprindelige klods. LEGO har vundet retssager mod kinesiske

producenter, hvis legetøj mindede for meget om LEGO. De har dog også tabt en række sager heriblandt mod Ritvik Holdings, hvor afgørelsen var baseret på følgende begrundelse:

”... A purely functional design cannot be the basis of a trademark and trademark law should not be used to perpetuate monopoly rights enjoyed under now-expired patents” (Kirkbi AG v. Ritvik Holdings Inc., 2005).

Netop trademark loven har de forsøgt at ansøge til, men fik afslag på ansøgningen af den Europæiske domstol (“LEGO loses trademark ruling in EU”, 2008). Til trods for at dette har været en udfordring siden 1988, har det ikke haft så stor en betydning for LEGO. Kunderne har mulighed for at købe billigere produkter, der minder om LEGO, men vælger alligevel den rigtige vare, hvilket giver et billede af kundeloyaliteten og hvor stærkt forankret LEGO mærket er.

Kvalitetskrav og regler

Kvalitet og børns velvære er LEGOs mantra. Alle LEGO dele og produkter lever op til de mest strikse sikkerheds- og kvalitetsmæssige standarder. LEGO producerer et relativ standard produkt, klodsen. Det er dog nødvendigt at den lever op til de mange forskellige internationale, lokale og regionale love om indholdet. Eftersom at reglerne kan variere afhængigt af hvor vi befinder os, er det afgørende for LEGO at de er på forkant, for at mindske problemer med godkendelser af produkterne. Såfremt nye regler og krav bliver vedtaget i et bestemt land eller region, kan det være afgørende for salget af produkterne det pågældende sted.

LEGO arbejder konstant på at være på forkant og udvikle bæredygtige materialer til produktionen af sit legetøj. Med etableringen af afdelingen ”Sustainable Materials Centre” går de nu endnu tættere på deres mål om at udvikle endnu mere bæredygtige materialer frem til 2030 (“A Short Presentation” 2016:22).

3.3 Værdikædeanalyse

Vi har valgt at se på LEGOs værdikæde, da vi anser det for værende centralt at vide, hvilke aktiviteter skaber værdi for virksomheden og kunden. De primære aktiviteter som er knyttet til produktionen og salget af varerne bliver støttet af sekundære støtteaktiviteter, som anses for værende centrale for den produktkvalitet og det brand LEGO ønsker at skabe.

Indgående logistik

Dette punkt handler om de materialer, som bruges til fremstilling af LEGO klodserne. ABS er et plastmateriale, som kommer i form af granulat, der varmes op og derefter støbes i forme. Det er et meget almindeligt plastprodukt, som ofte bruges til produktionen af bl.a. transportkufferter, teknisk udstyr og værktøjer. Den er let, men hårdfør samtidig med at den er formbar og billig at fremstille. Derudover bruges der støbeforme, til formning af granulatet før det bliver til den endelige klods. For at kunne imødekomme de mange krav til klodsen forsker LEGO løbende i bedre støbeteknologi.

Produktet

LEGO er klodsen, og klodsen er LEGO. I vores optik er klodsen råmaterialet i legetøjsproduktet, som sølv og guld er råmaterialet i produktionen af smykker. I virkeligheden er klodsen som murstenen i et hus, dét råmateriale du skal bruge for at kunne skabe nye former og designs. I LEGOs produkter indgår standardklodsen i al produktion, og kun en meget lille del af produktets øvrige dele er produktspecifikke. Der er i alt 3600 typer LEGO elementer (“A Short Presentation”, 2016:16). Der er dog ikke tale om 3600 helt forskellige elementer, da elementerne har mange forskellige designs. Det ser vi for eksempel ved at hovedet på LEGO-figurerne er et gult standard element, som kommer med forskellige ansigts designs, som det ses herunder.

Figur 15 – Oversigt over ét elements mulige designs



Derudover har LEGOs produkter en række unikke egenskaber, som i den grad differentierer dem fra konkurrenterne. Først og fremmest er alle LEGO klodser og elementer produceret efter 1958 kompatible og åbner derfor op for uendelig mange muligheder for leg. Dette er med til at sætte rammen for essensen af LEGO legetøjet: at stimulere og udvikle børns færdigheder. Når et barn leger med LEGO stimuleres der over 20 færdigheder som: problemløsning, kreativitet, empati, kommunikation og samarbejde (“A Short Presentation” 2016:30).

For at kunne leve op til dette, skal kvaliteten og sikkerheden være i top. Deres tilgang til produktionen og kvalitetssikringsprocessen har derfor været omhyggelig og har sikret at der ikke har været produkttilbagekaldelser siden 2009 (“A Short Presentation”, 2016:9). LEGO foretager både fysiske og kemiske tests, som sikrer at produkterne ikke skader børn under leg. Fx tester de LEGO DUPLO® for en bidstyrke på 22,5 kg, i tilfælde af børn bider i legetøjet. Desuden foretager de tests i tilfælde af at legetøjet bliver tabt eller trådt på, for at sikre at den ikke splinter under legen.

Derudover foretages der en del kemiske tests. Man tester fx ingredienserne i produktionen for at sikre at disse ikke er skadelige. Derudover fører de samtidig meget detaljerede lister over alle produkternes forskellige ingredienser, og sikrer at de lever op til de lovmæssige krav. Til sidst foretages der også test af, hvorvidt farven smitter af eller bliver opløst af sved og spyt.

Deres design er så distinkt at LEGO looket har gjort deres brand umiskendelig. Sådan har det dog ikke altid været. LEGO gennemgik en periode hvor deres øget fokus på at skabe brand awareness gjorde netop det modsatte. En række produkter havde skiftet udseende i sådan en grad, at børn ikke længere kunne genkende motivet. Andre skiftede navn og gjorde forældrene forvirrede om hvorvidt produktet stadig eksisterede eller ej.

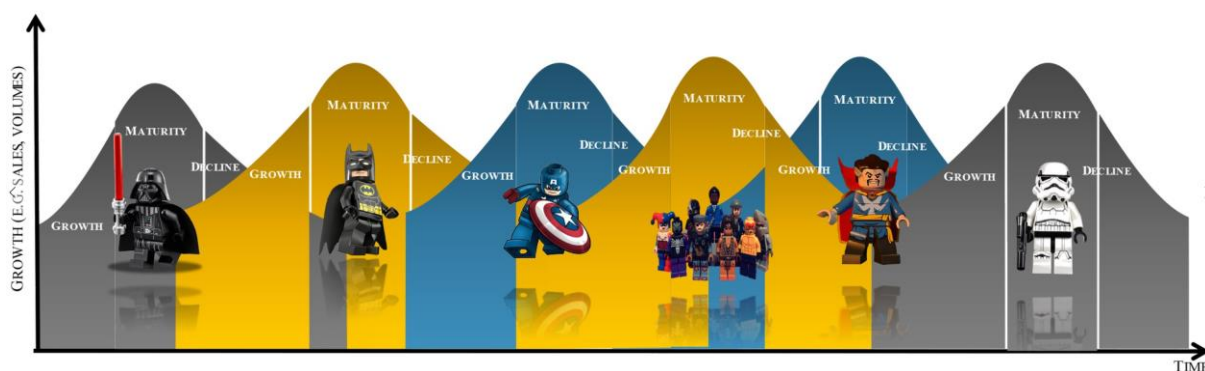
I dag er de det største brand i legetøjsbranchen. LEGO klodsen er designet til at være robust og holdbart således at den egner sig til at bygge større og små modeller. Produkterne er ikoniske og letgenkendelige. Produktionen af både licenslegetøj og egne IPs giver dem mulighed for en utrolig stor variation i designet og de satser stort på innovation og udvikling af nye produkter flere gange årligt. Meningen er at det kun er fantasien der sætter grænser for, hvor unikt det du bygger kan blive.

Produktlivscyklus

Der kan være stor forskel på hvordan, og hvor hurtigt et produkt gennemgår de forskellige faser i produktets livscyklus. Vi vil i dette afsnit anvende teorien bag PLC-kurven til at beskrive og analysere denne udvikling for LEGOs produkter.

Legetøjsmarkedet er præget af en konstant tilgang af nye produkter i kampen om at følge trop med de hurtigt skiftende interesser hos børn. Det der er interessant i dag er ikke nødvendigvis interessant i morgen. At børn kan skifte interesser så hurtigt skyldes bl.a. den konstante påvirkning fra medierne. At medierne spiller en stor rolle kan udledes ved at se på, hvor stor en andel af salget af konstruktionslegetøj der udgøres af licenslegetøj. Fra markedsanalysen fandt vi, at licenslegetøj var en af de primære drivkræfter bag den positive udvikling på legetøjsmarkedet og at trenden forventes at fortsætte fremadrettet og dermed udgøre en endnu større andel af det globale salg.

Figur 16 - PLC kurve for licensprodukter



Egen tilvirkning

Konstruktionslegetøj udgjorde sammen med dukker de to største segmenter for salg af licenslegetøj. Ud fra dette antager vi at en stor andel af LEGOs omsætning genereres fra salget af licenslegetøj.

Dette betyder endvidere, at et givent produkt relativt hurtigt kommer igennem de forskellige faser, da salget hovedsageligt foregår i den periode, hvor temaet er fremme i medierne.

I takt med at fx en ny Batman film snart lanceres vil salget af produktgruppen LEGO Batman tage til i fart op gennem vækstfasen. Dette skyldes den øgede markedsføring af filmen fra producenterne, samt LEGOs egen produktspecifikke markedsføring af LEGO Batman. På det tidspunkt, hvor interessen når sit højeste niveau vil produktgruppen være på det højeste punkt i modningsfasen, hvorved den største salgsvolumen er.

Her vil PLC kurven oftest begynde at aftage i takt med at interessen daler til fordel for en anden film, som snart vil blive lanceret. Salget af LEGO Batman vil derfor begynde at stilne af og produktgruppen vil begive sig ind i nedgangsfasen. Salget vil falde indtil den når et grundniveau. Interessen for LEGO Batman vil her stadigvæk være til stede, men i mere begrænset omfang, indtil der udkommer en ny film i serien, som vil få produktgruppen til at blomstre op igen.

Interessen vil nu være fokuseret på fx LEGO Captain America, hvis PLC kurve nu vil befinde sig i vækstfasen og være det tema, der driver salget. Det betyder, at der hele tiden vil komme nye produkter til de forskellige trendende film på markedet, hvilket er i overensstemmelse med at 60% af LEGOs omsætning hvert år stammer fra salget af nye produkter (LEGO Årsrapport 2015:5).

De 60% nye produkter udgøres dog både af licens og egne IP produkter. Forskellen på disse to typer af produkter er, at udviklingen gennem PLC-kurvens faser, er kraftigere og foregår over kortere tid for licenslegetøj end ved LEGOs egne IPs. Dette skyldes netop at licenslegetøj er drevet af kortvarige trends. Fordelen ved LEGOs egne IPs er, at de selv styrer lanceringen af nye produkter og film, og kan på den måde forsøge at forlænge modningsfasen og vende nedgangsfasen, ved at introducere nye elementer inden for de forskellige temaer.

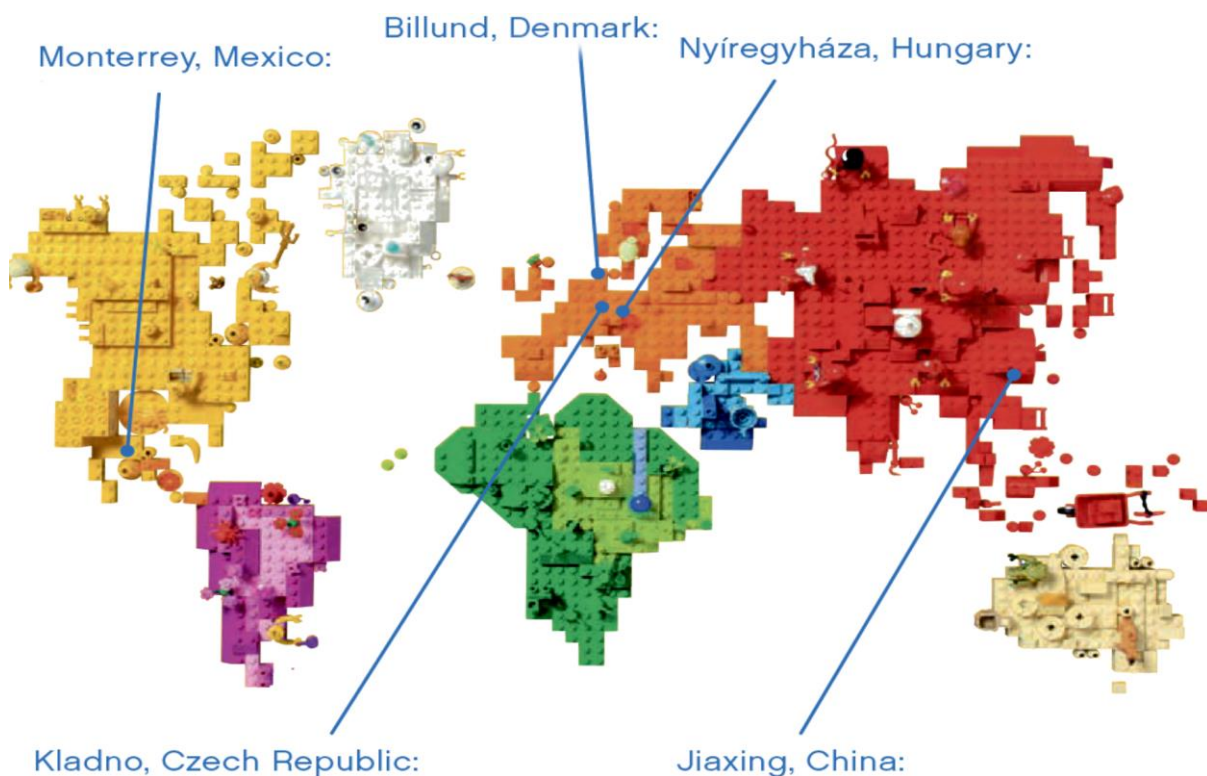
Produktionsfaciliteter

Fiaskoen med Flextronics lærte LEGO, hvor vigtig en rolle produktionen af deres klodser spiller ift. idéen bag deres byggesystem; at nye og gamle klodser alle skal kunne bruges sammen. At et barn skal kunne klikke klodserne sammen, lege med dem og efterfølgende skille dem ad igen, stiller store krav til præcisionen i produktionen. Dertil er virksomhedens salg sæsonbetonet, hvor størstedelen af salget foregår op til jul. Det er derfor afgørende, at produktionen er gearret til at kunne levere legetøjet til tiden, således at LEGO ikke går glip af salget i denne periode.

LEGO står af disse grunde selv for produktionen af deres legetøj i dag. Produktionen er i dag placeret i lavtlønslande, hvor det er billigere for LEGO at producere deres produkter ift. hvor de tidligere har haft produktion. Produktionsfaciliteterne er placeret ud fra et strategisk mål om at have produktion tæt på deres kernemarkeder,

som skal være med til at sikre en kort leveringstid. LEGO har fabrikker fordelt rundt i hele verden. En oversigt fremgår af nedenstående figur 17.

Figur 17 – Oversigt over LEGO's produktionsfaciliteter



Kilde: LEGO's årsrapport (2015)

De respektive produktionsfaciliteter og deres hovedaktiviteter vil herunder blive gennemgået. Der er på nuværende tidspunkt planlagt udvidelser af fabrikkerne i Danmark, Mexico og Ungarn.

Billund, Danmark

LEGO valgte, på trods af udflytningen af produktion til lavtlønslande op gennem 00'erne, at fastholde en del af sin produktion i virksomhedens fødeby, Billund. Foruden at støberiet hjælper koncernen med at kunne levere produkter til børn i hele verden, så spiller det en central rolle i at LEGO fortsætter med at innovere og løfte deres know-how inden for plaststøb til nye globale højder.

Af denne årsag er der planlagt investeringer for et trecifret millionbeløb i DKK i nye støbeteknologier alene i Danmark, en investering som skal hjælpe LEGO til at forbedre deres evne til at levere de produkter kunderne efterspørger. Der er således ikke tale om en forøgelse af produktionskapaciteten i Billund. Fabrikken er i dag den mindste i koncernen med en størrelse på ca. 60.000 m², og beskæftiger til dagligt ca. 800 medarbejdere med at støbe LEGO System klodser (Trangbæk, 2015a).

Nyíregyháza, Ungarn

Fabrikken i Ungarn blev indviet i 2014 og beskæftiger i dag ca. 2.400 medarbejdere. De daglige aktiviteter udgøres af støbning, bearbejdning samt pakning af DUPLO og LEGO System klodser (Trangbæk, 2016). Fabrikken leverer primært LEGO-produkter til det europæiske marked, men er den eneste af LEGOs fabrikker, der producerer DUPLO-klodser, som efterfølgende sendes til pakning på andre fabrikker ift. det marked de skal sælges på.

I dag udgør størrelsen af fabrikken ca. 120.000 m², men udvides løbende frem mod 2020 op til ca. 290.000 m² afhængigt af, hvordan salget udvikler sig over perioden. Det vil kunne øge antallet af medarbejdere op til ca. 4.000 i alt. Udvidelsen vil omfatte flere støbemaskiner, mere lager- og bearbejdningsskapacitet og der forventes at investeringen i Ungarn løber op i et milliardbeløb. (Trangbæk, 2015b)

Kladno, Tjekkiet

LEGO åbnede deres fabrik i Kladno tilbage i 2000, hvor den bestod af 80 medarbejdere. I dag beskæftiges ca. 2.600 medarbejdere. Fabrikken i Kladno beskæftiger sig hovedsageligt med at pakke æsker med LEGO, dekorere, samle elementer, samt forskning og udvikling af emballage og dekorationsteknologier. Faciliteterne i Tjekkiet dækker i dag et areal på omtrent 140.000 m², svarende til ca. 22 fodboldbaner.

En del af anlægget anvendes af specialister til at udvikle værktøjer til reklamekampagner i butikker, modeller til LEGOLAND® parker og LEGO Brand Retail-butikker over hele verden. (Trangbæk, 2015a) Den sidste udvidelse af fabrikken stod færdig i april 2015 og øgede kapaciteten på fabrikken med 30%. Der er på nuværende tidspunkt ikke planlagt yderligere udvidelser fremadrettet.

Monterrey, Mexico

Faciliteterne i Mexico er LEGO's største produktionsanlæg og beskæftiger i dag ca. 3.500 medarbejdere. Fabrikken har et areal af ca. 150.000 m², som indeholder støberi, bearbejdning samt pakkeri. Støberiet producerer LEGO System klodser og fabrikken leverer produkter til det nord- og sydamerikanske marked. Nuværende udvidelsesplaner af denne fabrik skal stå færdigt i 2022 og vil udvide fabrikkens størrelse op til ca. 340.000 m², alt afhængigt af, hvordan salget udvikler sig i perioden. Udvikler salget sig gunstigt vil det betyde op imod 3.000 nye medarbejdere over perioden, hvorved at der i 2022 vil være 6.500 medarbejdere tilsluttet denne lokalitet.

Jiaxing, Kina

LEGO påbegyndte i 2013 byggeriet af egne produktionsfaciliteter i Jiaxing i Kina med henblik på at forsyne et voksende asiatiske marked, der anses for at udgøre et fremtidigt kernemarked. Produktionen startede i 2015, hvor første del af fabrikken stod færdigt, og det forventes at faciliteterne er fuldt operationelle i løbet af 2017.

Når fabrikken står færdigt i 2017 vil den dække ca. 120.000 m² og beskæftige op til ca. 2000 medarbejdere, afhængigt af hvordan væksten og efterspørgslen på LEGO produkter udvikler sig.

Ud fra LEGOs forventninger til den fremtidige vækst vil fabrikken være i stand til at levere 70-80% af alle LEGO produkter, som sælges på det asiatiske marked i 2017. Valget faldt på Jiaxing, da den har det stærkeste match med LEGOs kerneværdier. Byen er tildelt en række titler af regeringen, såsom “National Health City”, “National Model City for Greening” og er placeret som nr. 25 på listen over “100 best cities for foreign investment” i Kina. Der er bl.a. flere universiteter og tekniske skoler i byen, som vil kunne levere kommende talenter. (Trangbæk,2013) Fabrikken skal stå for støbning, bearbejdning og pakning af LEGO System klodser samt pakning af LEGO DUPLO® klodser.

De planlagte udvidelser af LEGOs fabrikker skal ses i lyset af den øgede interesse, der har været for LEGO produkter. En øget interesse, der i 2015 overgik LEGOs egne forventninger til udviklingen i salget, og som betød, at man ikke længere havde produktionskapacitet til at følge med den globale efterspørgsel (“LEGOs fabrikker” 2015).

Det endte med at få konsekvenser for små legetøjsbutikker i Danmark, som midt august 2015 modtog en mail, hvori beskeden var, at LEGO, på grund af travlhed, lukkede ned for optagelse af yderligere LEGO-orde resten af året. Der var dog måneder forinden videregivet besked om, at legetøjsbutikkerne skulle aflevere deres ordrer for resten af året, især julesalget, som er en travl tid for LEGO (Ritzau,2015).

De store forhandlere, såsom Top-Toy, blev prioriteret, grundet størrelsen af deres engagement, men det skabte en ugunstig situation, som LEGO gerne ville have været foruden. De store investeringer i fabriksudvidelser skal være med til at sikre, at LEGO fremadrettet vil kunne imødekomme den stigende globale efterspørgsel af deres produkter.

Det vil også have stor betydning for LEGO at man fremadrettet kan imødekomme efterspørgslen, således at man kan lukrere fuldt ud på efterspørgslen og heraf vækster forretningen bedst muligt. På baggrund af ovenstående gennemgang af virksomhedens produktionsfaciliteter og dertilhørende udvidelsesplaner, vurderer vi, at de er godt rustet til at kunne følge med en øget efterspørgsel.

Samlet set beskæftigede LEGO i 2015 13.974 fuldtidsansatte sammenlignet med 12.582 i 2014. Udvikler salget sig gunstigt vil udvidelserne kunne øge antallet med ca. 4.600 medarbejdere op til 18-19.000 frem mod 2022.

Udgående logistik

Dette punkt beskæftiger sig primært med de aktiviteter, som knytter sig til produktionen efter at varerne er blevet fremstillet. LEGO gør brug af underleverandører til salget af sine produkter, og producere således primært på bestilling.

LEGO benytter sig af flere forskellige salgskanaler, her i blandt store detailkæder, små forhandlere og internetsider. Derudover har de 125 Brand Retail Stores i 9 lande, hvor børn kan komme ind og prøve at lege med LEGO samt få vejledning af personalet. De sælger til underleverandørerne, som derefter står for opmagasinering og salg af varerne. Der er tale om en relativ intensiv markedsdækning både i Danmark, hvor du kan finde LEGO hos de fleste store detailkæder, samt hos samtlige små legetøjsbutikker og i USA, hvor den største aftager er Wal-Mart.

Når varerne rammer butikkerne, er de ude af LEGOs hænder og det nu er op til butikken at sælge varen hurtigst muligt. LEGO er en eftertragtet vare, men det er stadigvæk vigtigt, at kunden bliver præsenteret for produkterne så tidligt som muligt. Alt afhængigt af størrelsen af butikken, kan det være afgørende at LEGO bliver placeret centralt.

Som nævnt tidligere har LEGO placeret sin produktion strategisk ift. sine kernemarkeder, og gør derfor distributionen nemmere og mindre omkostningsfuldt. LEGOs produkter kommer i pakker af visse størrelser, hvilket kan betyde at når varerne skal transporteres, bliver pladsen i lastbilen ikke udnyttet maksimalt. Ved at have produktionen helt tæt på, minimerer de derved omkostningerne for transporten, da de mange lastbiler nu skal køre kortere distance før de er i mål. Pakkens størrelse er derudover blevet reduceret, som nævnt i PESTEL analysen, hvilket giver større muligheder for omkostningsminimering af distributionen, da de kan fragte flere pakker pr. lastbil end tidligere.

Konkurrenterne leverer ikke produkter på samme kvalitetsniveau og dette giver LEGO mulighed for at prissætte mere eller mindre uafhængigt af konkurrenterne. Ved en sammenligning af prisen på LEGO og konkurrenters produkter, har vi dog set at de ligger på nogenlunde samme niveau. Det er vigtigt at holde for øje om målgruppen rent faktisk er villig og i stand til at betale den pris man tager for sin vare. LEGO har en meget varieret produktportefølje, som tilbyder produkter i alle prisklasser og derfor kan de fleste være med.

Variationen er stor og der kan fås legetøj fra 60 kr. og helt op til flere tusinder kroner for et sæt, hvilket gør at de kan ramme en bred målgruppe. Prisforskellen skyldes hovedsageligt størrelsen af sættet. Jo større et sæt, jo dyrere er det som regel. Det afhænger dog også af temaet, da der er forskel på om det drejer sig om licens legetøj eller egne produkter.

Priserne i butikkerne afhænger dog også i høj grad af hvem aftager er. Såfremt der er tale om en større detailkæde, som har mulighed for at købe større partier hjem, er der rabatter at hente, netop fordi LEGOs produktion er så standardiseret at de kan opnå stordriftsfordele ved produktionen af mange sæt ad gangen. På den måde opnår butikken en besparelse de eventuelt kan bruge som kunderabatter, hvortil LEGO kan anvendes som blikfang i deres reklameaviser o.l. Dette har vi bl.a. set i Danmark, hvor Bilka og Føtex har annonceret med store tilbud på LEGO for at lokke kunder i butikken.

Marketing og salg

Dette punkt omhandler måden hvorpå forbrugerne stifter bekendtskab med varerne og hvordan LEGO vælger at markedsføre sine produkter så de rammer deres målgruppe.

Børn i dag har en anden form for virkelighed end deres forældre havde tidligere. Deres hverdag er i højere grad påvirket af medierne. Den øgede udbredelse af smartphones og tablets i både hjemmet og skolen, har skabt en helt ny marketingsplatform. Allerede med de første Star Wars film i 70'erne så man et potentiale i at sælge merchandise til temaets fans. Der var dog en generel kutyme i branchen at markedsføre film og ikke karakterer. Dette betød bl.a. at Disney kun solgte Jasmine dukker når Aladdin filmene var ude, samtidig med at de ikke formåede at udnytte merchandise markedet fuldt ud.

Hasbro var frontløberen på banen og indledte en undersøgelse for at finde ud af hvad der drev børnenes præferencer. De indså at børn stadig kunne lide de gamle karakterer, men blot ikke havde set dem i tv'et for nyligt. De legetøj de ønskede sig var alle tilknyttet de film og tv-serier, som var aktuelle. Hasbro indså at for at sælge legetøj, måtte de give børnene historier at følge med i.

Samtidig var det gået op for Disney, at piger drømmer om at være prinsesser, hvilket betød at der var et marked for accessories og merchandise, som gjorde det muligt for pigerne at leve sig ind i rollen som deres yndlings prinsesse. Denne udvikling satte gang i en markedsføringsstrategi, hvor legetøjet ikke nødvendigvis følger filmene, men omvendt.

For hver gang der udkommer en ny film i Marvel eller Disney rækken, er der mulighed for at udvikle nye produkter og de bliver automatisk reklameret for. Det er dog ikke alene nok, da LEGOs produkter adskiller sig meget fra andet traditionelt legetøj, både i udseendet og den måde man leger med dem på. Derfor er LEGO også gået ind i produktionen af tv-serier, som følger de velkendte Star Wars, Batman, Indiana Jones m.m, da dette er med til at skabe et større associeringsgrundlag med disse velkendte figurer, som til trods for deres ikoniske træk ser anderledes ud som LEGO-figurer.

Når det kommer til markedsføringen af egne produkter har LEGO i den grad anerkendt mediernes påvirkning og er derfor gået ind i produktionen af egne tv-serier, film, og spil, hvis primære formål er at skabe brand

awareness omkring deres egne karakterer. På denne måde skaber de et unikt LEGO univers omkring deres egne helte og giver dem liv, som børnene følger med i. Her kan LEGO Chima, LEGO Ninjago og LEGO Friends nævnes som nogle af deres store succeser, men også The LEGO Movie, som har formået at forene de velkendte karakterer fra både DC Comics og Marvel sammen med LEGOs egne helte i hovedrollerne.

Dette giver LEGO muligheden for selv at styre hvornår der kommer en udvidelsespakke eller et helt nyt produkt. Det skaber et naturlig boost i produkternes livscyklus, samt fornyelse af deres produktportefølje.

Produkterne er imidlertid ikke det eneste som er med til at skabe et unikt og solidt brand. LEGOs PR værdi er meget positiv, da den påvirkes af deres vision og mission. LEGO er blevet et synonym, for bæredygtighed, miljøbevidsthed og kvalitet i legetøjsbranchen. Deres ønske om at udvikle børn og udvikle “fremtidens byggere” har gjort dem til et foretrukket brand blandt forældrene.

Efterservice

LEGO producerer ikke blot legetøj, de skaber et fællesskab og et univers hvor kunden er i centrum. De formår at skabe en relation til kunden, som kan føre til et livslangt forhold til LEGO. Det har resulteret i en række tiltag fra LEGOs side, som i dag fungerer både som en efterservice, men i høj grad også som en booster til brand værdien. Det har fungeret så godt at kunderne nu selv står for en del af efterservice tjenesten.

LEGOs egne tiltag

LEGO.com - giver kunderne mulighed for at søge information om LEGO og indeholder en database med brugervejledninger til produkterne.

LEGO Club - 5,7 mio. registrerede medlemmer, som modtager information om LEGOs produkter, tilpasset børnenes respektive alder. På denne måde skaber LEGO en relation til børnene.

LEGO Build the Change - Specifikke tema events hvor børn får lov til at udfolde deres kreativitet i velkendte omgivelser, som fx i skolen eller lokalt.

LEGO Inside Tour - et eksklusivt event, som afholdes hvert år hvor udvalgte LEGO entusiaster får mulighed for at se LEGOs hovedkvarter og opleve det hele helt tæt på.

FIRST LEGO League og FIRST LEGO League Jr.- Disse tiltag er videnskabskonkurrencer, hvor børn får lov til at vise deres kreativitet med LEGO Education produkterne.

Kundernes engagement

LEGO adult fan communities - Her er der især tale om LEGO User Groups (LUG), hvor voksne LEGO entusiaster kan være en del af et større fællesskab, som deler deres interesse. Der findes 274 LUGs i øjeblikket,

med over 500.000 registrerede medlemmer. I samarbejde med LEGO gruppen bliver der ofte afholdt udstillinger, produktlanceringer og hvad der nu måtte udspringe af fantasien. LEGO anvender denne mulighed til at lære af sine kunder, ved at involvere dem i udviklingsprocessen. De inviterer ofte fans med til “brainstorm” workshops, hvor LEGO kan drage nytte af deres nytænkning og entusiasme.

Alt dette tilsammen er med til at skabe en relation mellem LEGO og kunden, som ikke blot er en kunde, men omdrejningspunktet for LEGOs vision og mission.

Menneskelige ressourcer

LEGO har ikke direkte kontakt til sine kunder udover via de 125 Brand Retail Stores rundt omkring i verden. Dette er dog langt fra ensbetydende med, at medarbejderne ikke har en yderst vigtig rolle i udviklingen af LEGO fremadrettet. Deres succes afhænger af innovation og produktudvikling, som følger markedets trends. Derfor er det yderst afgørende at LEGO rekrutterer de bedste medarbejdere, som besidder en stor kreativitet, sans for innovation og det rette sæt af færdigheder, der skal til for at producere det bedste legetøj. I 2015 lancerede de mere end 600 produkter på markedet, hvor 355 af dem var nyudviklede. Mere end 250 designere fra hele verden, har arbejdet på udviklingen af produkterne, hvilket understreger hvor vigtig talentmassen er (“A Short Presentation”, 2016:16).

Samme år var der 13.974 fuldtidsansatte i LEGO på tværs af hele verden (LEGO Årsrapport 2015:7). Fælles for dem alle er at de har gennemgået et globalt træningsprogram for, at sikre at alle medarbejdere er indforstået med virksomhedens kulturelle fundament, sociale ansvar og fremadrettet strategi. Det er dog ikke nok, at rekruttere de bedste talenter og træne dem i LEGOs vision og mission, det er også vigtigt at fastholde disse talenter. For at pleje og udvikle deres kreativitet fremadrettet, er LEGOs kontorer indrettet således at det opfordrer til leg og kreative pauser.

Desuden skabes der et økonomisk incitament til en bedre performance, via LEGOs “Performance Management Programme”, som sikrer at alle medarbejders individuelle performancemålinger relaterer direkte til LEGOs overordnede målsætning. I løbet af året bliver der afholdt opfølgningsmøder for at sikre progressiviteten i projekterne, som kan være både individuelle eller teambaserede (LEGO Årsrapport 2015:7). I december 2015 blev 17.000 ansatte i LEGO koncernen, LEGO fonden og Kirkbi belønnet med en ekstra månedsløn.

Baggrunden for udbetalingen var den ekstraordinær udvikling LEGO har haft igennem de sidste 10 år, hvilket i høj grad skyldes medarbejdernes indsats og engagement (Albrechtsen, 2015). Det er ikke første gang LEGO uddeler bonusser, men det er den største til dags dato. I 2012 udbetalte de også bonus til de ansatte, på baggrund af den store fremgang og opnåelsen af virksomhedens resultater samt lokale mål. (Hall, 2013)

3.3.1 Delkonklusion

Ud fra vores værdikædeanalyse har vi fundet frem til tre overordnede kilder, der skaber værdi for LEGO og kunden: produktets egenskaber, produktionen, forskning og fællesskabet.

LEGO skaber værdi for kunden via produkternes egenskaber. Klodsen er først og fremmest designet til at være kompatibel, således at der ikke findes nogen LEGO komponenter der ikke passer sammen. Dernæst er klodsen udviklet til at være mere end blot legetøj, da den foruden at levere underholdningsværdi også skal stimulere og udvikle børns kognitive og kreative færdigheder. Virksomheden forsker i nye og bedre måder at øge indlæringen hos børn, så de er i stand til at udnytte deres fulde potentiale.

Nutidens forbrugere stiller store krav til selve produktets kvalitet. Det skal være sikkert for barnet at lege med og samtidig ikke skade miljøet. LEGO skaber her værdi for kunden ved at deres produkter gennemgår en lang række omhyggelige kvalitetstest, som sikrer barnets sikkerhed. Man tester først og fremmest produktets robusthed så man er sikker på at de ikke går i stykker, hvis barnet skulle bide i eller tabe en klods. Yderligere testes der for om farven smitter af og om ingredienserne er skadelige. Deres intensive og omhyggelige kvalitetstest har betydet at der ikke er set tilbagekaldelser af produkter siden 2009. Det ligger i LEGOs DNA at være på forkant med udviklingen i bæredygtige materialer og derved have en positiv indvirkning på den verden som fremtidens børn skal leve i.

Yderligere blev selve produktionen af klodserne identificeret, som værende værdiskabende. At leve op til klodsens byggesystem, der gør at nye og gamle klodser kan leges med sammen, kræver stor præcision i produktionen. Dette er bl.a. en af grundene til at LEGO selv står for produktionen i dag. En anden grund er, at kunden skal kunne købe produktet, når de efterspørger det. Det kan fx både være op til julesalget eller når en ny Batman film lanceres.

Under udarbejdelsen af "Shared Vision" indså JVK, at fællesskabet spiller en stor rolle for LEGOs identitet. LEGO har i dag en lang række tiltag, hvor kundernes feedback bruges aktivt til udvikling og forbedring af deres produkter. Foruden at bidrage til innovation skaber det et tilhørsforhold mellem LEGO og forbrugerne, men også forbrugerne imellem. De er dermed med i et fællesskab, hvor de kan udveksle idéer og finde andre der deler deres passion for LEGO.

3.4 Porters Five Forces

Truslen fra nye konkurrenter

I forbindelse med den positive udvikling inden for legetøjsbranchen har vi set en stor konstant tilgang af nye legetøjsprodukter, hvorved adgangsbarriererne for selve industrien kan betragtes som værende relativt lave.

Dette er dog ikke tilfældet, når det kommer til en række forskellige kategorier inden for traditionelt legetøj, hvor flere er præget af at store virksomheder sidder tungt på et segment, hvilket øger adgangsbarriererne for nye konkurrenter. I og med at LEGO driver størstedelen af deres forretning inden for konstruktionslegetøj, fokuserer vi i vores opgave på truslen fra nye konkurrenter i den kategori.

Markedsanalysen viste forventninger om, at den positive historiske udvikling vil fortsætte fremadrettet og at konstruktionslegetøj vil ende med at blive den største kategori inden for traditionelt legetøj. Markedet for konstruktionslegetøj vil derfor være yderst lukrativt at indtræde på for en legetøjsproducent, men adgangsbarriererne hertil må anses for værende høje.

Det er ikke selve fremstillingsprocessen af en plastikklods, der for en producent er det dyre eller det svære. Det er det derimod at kunne fremstille plastikklodser af rigtig høj kvalitet. Betydningen af dette, erfarede LEGO, som tidligere nævnt, i Flextronics-fadæsen, hvor man udliciteret produktionen af klodserne til Flextronics. Det at kunne få adgang til og blive konkurrencedygtig nok på globalt plan, for at få andel i den forventede vækst, vil kræve store kapitalinvesteringer i moderne produktionsfaciliteter, samt muligheden for at kunne tiltrække det fornødne høje niveau af know-how.

Dertil kommer den vigtige betydning af at have et stærkt brand. Viser du en plastikklods til et barn eller en voksen i dag og beder dem om at beskrive hvad det er, så vil vi påstå, at de i flere end 9 ud af 10 tilfælde vil svare, at det er en LEGO-klods. LEGO og klodsen er hinandens synonymer og LEGO er i dag verdens største legetøjsbrand, jf. appendix 6. På kort sigt vil det være umuligt at slå LEGOs brand. Dette betyder at nye konkurrenter vil skulle afsætte en omfattende mængde ressourcer til branding og markedsføring, da det er både svært, dyrt og meget tidskrævende at opbygge et populært brand.

Ud fra ovenstående argumenter, så ser vi den reelle trussel fra nye konkurrenter komme fra allerede etablerede store spillere inden for legetøjsindustrien, såsom de amerikanske virksomheder Mattel og Hasbro. Tidligere var LEGOs største konkurrent den canadiske virksomhed Mega Brands, men vil fremadrettet være Mattel. Dette skyldes, at Mattel i 2014 opkøbte den canadiske konkurrent, som kendt for deres Mega Bloks, er den andenstørste producent i kategorien. Formålet for Mattels opkøb af Mega Brands var netop at få en foden inden for døren i kategorien således at man kunne få andel i dens forventede vækst og dertil en endnu mere diversificeret produktportefølje (Porter, 2015).

Store virksomheder som Mattel og Hasbro har den fornødne kapital og allerede etablerede distributionsnetværk. Det store spørgsmål bliver om de kan skaffe den know-how, det vil kræve at tage kampen op med LEGO. Ser vi på Mega Brands, så er de lykkedes med at søge inspiration i LEGOs produkter, da de har vundet flere sager over LEGO ift. trademark rettigheder. På sigt kan de dermed være en endnu større konkurrent. De er

allerede etableret på markedet og ved hjælp af Mattels globale ressourcer, kan de forsøge at gøre krav på en større markedsandel.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

For at kunne tale om leverandører er det først og fremmest vigtigt at fastslå, at LEGO er en produktionsvirksomhed, som selv står for produktionen og pakningen af sine varer. Dette gør dem generelt mindre afhængige af underleverandører. LEGO er dog afhængige af en række forskellige leverandører. De er afhængige af de leverandører, som leverer det plastikgranulat, der bruges i produktionen. Dernæst er de afhængige af de leverandører, som via samarbejdsaftaler giver LEGO licens til at benytte deres IPs i deres produktion af legetøj. Vi gennemgår i nedenstående afsnit forhandlingsstyrken for begge typer leverandører.

Leverandører af produktionsmateriale

LEGO er meget strikse overfor leverandørerne af den rå plastik, ABS, som bruges i produktionen af LEGO-klodser. De skal leve op til LEGOs Code of Conduct, som blev til i 1997, da mange lande ikke overholdt ILO-konventionerne.² Der udføres jævnligt inspektioner for at sikre, at alt lever op til LEGO koncernens krav ("Code of Conduct", lego.com). Med øgede krav til de materialer, der bruges i dag, er leverandørerne interesseret i at leve op til disse for at kunne bevare deres kunder. Vi vurderer at forhandlingsstyrken hos producenterne af ABS plast er lav, da det er et homogent produkt, som forhandles af flere producenter. Dertil er det billigt at producere og indgår i produktionen af en lang række forskellige komponenter.

Leverandører af licens

En stor del af LEGOs legetøjsprodukter er baseret på IPs, som de har fået licens til at bruge ved at indgå i samarbejde med franchises. Værdien af disse licens-samarbejder er stor og det kan have store konsekvenser for LEGOs omsætning, hvis de mister en given licens.

Betydningen af licensaftaler og deres indflydelser på legetøjssalget er betragtelig, hvilket bruddet mellem Mattel og Disney i 2014 er et klart eksempel på. Mattel havde samarbejdet med Disney siden 1955, men Disney mente, at Mattel i forsøget på at redde den negative udvikling deres egne produkter så fra 2012-2014, forsøgte Disneys interesser. Det endte med at få den konsekvens, at Disney valgte at lade Hasbro overtage Mattels licensrettighederne til Disneys prinsesser, hvilket betød at Mattel mistede en omsætningskilde på 500 mio. USD (Suddath, 2015).

Det er derfor yderst vigtigt, at man som legetøjsproducent formår at fastholde sine samarbejdsaftaler med leverandører af populære IPs, da de genererer en væsentlig del af omsætningen i markedet. Markedsanalysen

² "International Labour Organization"

viste at 46% af omsætningen inden for konstruktionslegetøj på det amerikanske marked stammede fra salget af licenslegetøj.

Et andet eksempel er Disneys Frozen, som siden den udkom i 2013 var så stor en succes, at de formåede at tjene 1,9 mia. USD globalt alene i billetsalg i biograferne ("Key Global and Regional Trends", 2015:31). Ovenstående giver licens-leverandører en stærk position i forhandlingerne, men hertil skal huskes, at de store franchises også er interesseret i at tjene penge, hvilket de i den grad kan gøre ved at indgå i samarbejde med LEGO.

Udviklingen og udbredelsen af LEGOs egne IPs betyder at LEGO bliver mindre afhængige af licensprodukterne, da deres egne produkter vil udgøre en større del af deres omsætning. At LEGO udvikler egne IPs kan være en mulig forklaring for, hvorfor vi under markedsanalysen kunne se at licenslegetøjet stod for 46% omsætningen på det amerikanske marked i 2014 mod over 50% tilbage i 2009. LEGO skal fremadrettet forsøge at fastholde nuværende og opnå nye licensaftaler med populære franchises. Samtidigt skal de fortsat udvikle og udvide deres egne IPs, for på den måde at balancere andelen af omsætningen, som genereres fra hhv. licenslegetøj og ikke-licenslegetøj.

Vi vurderer at licens-leverandørerne har en moderat til høj forhandlingsstyrke, da de træffer beslutningen om, hvilke legetøjsproducenter, det må anvende deres IPs.

Kundernes forhandlingsstyrke

LEGO sælger deres produkter primært via store og små butikker, herunder små lokale legetøjsforretninger, samt danske og udenlandske detailkæder. Disse kunder er LEGOs B2B kunder, det er altså ikke den direkte forbruger, men et mellemlid. Den endelige forbruger af LEGO er primært børnene, men det er i høj grad deres forældre som køber produkterne til dem. Forældrene og deres børn er altså B2C kunden. Disse to kundegrupper vil vi se nærmere på i det følgende afsnit.

B2B salg

Som nævnt tidligere, benytter LEGO sig af flere salgskanaler, herunder større og mindre forhandlere samt egne detailbutikker. Det er i den grad afgørende om det første man ser i legetøjsafdelingen er LEGO eller et andet brand. Forbrugerne shopper først og fremmest med øjnene, og især børn.

Wal-Mart er formentligt en af LEGOs største salgskanaler i USA. Med sine 16.500 m² i gennemsnit er en Wal-Mart butik i en størrelse der gør det nemt at blive fyldt op med mange forskellige varer, men samtidig også svært for forbrugere at overskue. Her er det derfor afgørende for salget af LEGO, at børn og deres forældre ser LEGO som det første når de træder ind i butikkernes legetøjsafdelinger. Således kan man eliminere sandsynligheden for at børn fristes af andet på legetøjshylderne. Hvilke hylder, hvor mange og hvordan produkterne

er placeret er derfor ikke uden betydning. I 2012 fik LEGO forhandlet sig til yderligere hyldeplads i Wal-Marts butikker med henblik på at fremme sit salg (Jørgensen, 2012).

The Wall Street Journal skrev i marts 2015, at Wal-Mart prøvede at presse sine leverandører for at kunne bevare de lave priser i butikkerne (Ziobro, & NG, 2015). Sådanne forhandlinger kan betyde at nogle varer ender med at have mindre hyldeplads, bliver sat bagerst eller helt udgår af sortimentet, såfremt de ikke går på kompromis med Wal-Marts ønsker. LEGO står formentlig stærkere i forhandlingerne overfor Wal-Mart end andre producenter, da deres legetøj er yderst populært.

At Wal-Mart er en af LEGOs største salgskanaler betyder at de kan opnå større mængderabatter og særaftaler end andre forhandlere. LEGOs produktion er relativ automatiseret, hvilket giver dem mulighed for at tilbyde mængderabatter i forskellige niveauer. Wal-Mart kan selv afgøre hvorvidt de ønsker at købe x antal flere stykker legetøj og derved opnår større rabat. Derudover er Wal-Mart lige så interesseret i at have de eftertragtede LEGO produkter på sine hylder, som LEGO er interesseret i at være tilstede på Wal-Marts hylder. LEGOs produkter differentierer sig i forhold til andre produkter på legetøjsmarkedet, og er på den måde en vare butikkerne ikke vil undvære.

Ydermere åbner det også for en mulighed for forhandlerne, at bruge LEGO som blikfang i deres tilbudsaviser og kataloger. Den rabat de giver på produkterne finansieres alene af butikkerne selv og skal fastsættes efter aftale med LEGO. Dette kan dog tiltrække kunder, som formentlig ender med at ligge langt flere penge i butikken mens de handler ind.

Der er ikke sandsynligt at hverken Wal-Mart eller andre store kæder kunne gå hen og lave baglæns integration på LEGOs produkter, grundet den generelle mangel på know-how. Vi vurderer således at større detailkæder har lav til moderat forhandlingsstyrke, da de kan presse prisen, men kun i forhold til rabataftaler. Dette afhænger dernæst af omkostningerne ved at have produkterne på lager samt omsætningshastigheden.

Mindre legetøjsforretninger, som ikke har mulighed for at få de store mængderabatter, da de formentlig har en lavere omsætningshastighed, samt mangler lagerkapaciteten, har generelt lav forhandlingsstyrke. De har behov for at have det eftertragtede legetøj på hylderne for at undgå at kunderne går til konkurrenterne for at købe dem.

B2C salg

Det direkte salg til kunder er minimal, da forbrugerne oftest køber LEGO igennem andre salgskanaler. Det er dog muligt at handle hos LEGOs egne retail stores, som findes rundt omkring i Europa og USA ("LEGO Retail Stores", lego.com) samt online via deres online shop ("LEGO Shops", lego.com). Vi ser ikke kunden som værende i en position, hvor de har en større forhandlingsstyrke, da den største omsætning kommer fra detailkæderne. Der er dog vigtigt at påpege, at det er forbrugerne som vælger at købe LEGO, derfor har kunden i

sidste ende en vigtig rolle. Dette kom til udtryk, da slutforbrugerne, på baggrund af Green Peaces kampagne mod Shell, lagde så stort et pres på LEGO, at de valgte ikke at forlænge samarbejdet (Astrup & Hanestad 2014). Det er derfor yderst vigtigt at opretholde en god relation til sine kunder i alle sammenhænge.

Truslen fra substituerende produkter

Der er både direkte og indirekte substituerende produkter til LEGOs, da de konkurrerer med produkter inden for samme kategori og andre kategorier på legetøjsmarkedet om at underholde forbrugerne. Vi ser nedenunder nærmere på tre grupper, som kan anses for værende substituerende produkter for LEGO.

Truslen fra andet konstruktionslegetøj

Andet konstruktionslegetøj kan anses som værende direkte substitutter til LEGOs produkter, da de også fanger essensen af kategorien, nemlig det at man bruger legetøjet til at konstruere en given ting. Vi mener dog ikke, at der er tale om perfekte substitutter. De andre virksomheders konstruktionslegetøj ikke er på samme høje niveau som LEGOs. LEGOs produkter adskiller sig fra konkurrenterne ved både at være af bedre kvalitet, samt at klodsens unikke samlingssystem tilbyder uendelige muligheder. Alle LEGO klodser passer sammen, og det således kun fantasien, der sætter grænser. Andre produkter i kategorien giver ikke forbrugeren samme muligheder og egenskaber på nuværende tidspunkt. Dette kan dog ændre sig på sigt, da vi har set Mattel opkøbe LEGOs største konkurrent, Mega Brands. Hvis dette opkøb betyder et forbedret produkt ift. i dag kan det få betydning for LEGO. Vi vurderer dog stadigvæk truslen fra andet konstruktionslegetøj til at være lav til moderat.

Truslen fra andet traditionelt legetøj

Inden for traditionelt legetøj kan alle de forskellige slags i en vis forstand fungere som indirekte substituerende produkter for hinanden. Når der fx skal købes julegaver og børnene ønsker sig Star Wars, så kan det ligeså godt blive en dukke af en Storm Trooper fra Hasbro, fremfor et LEGO Star Wars sæt. Dette kan have stor betydning for LEGO, da de hovedsageligt kun fokuserer på markedet for konstruktionslegetøj. Således genereres langt størstedelen af deres omsætning på én kategori og vil derfor klart blive påvirket, hvis andre former for legetøj vinder større interesse.

Dette forhold er LEGO godt bekendt med, hvilket vi bl.a. ser afspejle sig i deres markedsføring og via deres salgskanaler. Man sørger for at skabe mest muligt brand awareness hos forbrugerne ved at gøre brug af medieindhold, såsom The LEGO Movie, LEGO NINJAGO og LEGO FRIENDS. Dernæst har man sørget for at have en gunstig hyldeplads i de butikker, hvor LEGOs produkter sælges, således at de er det første børn og forældre ser, når de går ind i butikkens legetøjsafdeling. Vi vurderer truslen fra andet legetøj til at være lav til moderat, da vi er af den overbevisning at det er kunne bygge og lege med LEGO-klodser er svært at substituere med andet legetøj.

Truslen fra videospil og toys-to-life

Vi ser i dag en større andel af børn og voksne have adgang til smartphones, tablets, konsoller og computer ift. tidligere. Den øgede tilgang samt den teknologisk udvikling åbner for en helt ny verden, hvor børn har flere muligheder for at kunne lege virtuelt end tidligere. På trods af, at børn i dag bruger mere tid på digitale produkter, er LEGO dog stadig lykkedes med at vækste. I vores optik, kan dette betyde på, at videospil ikke er klare substitutter for traditionelt legetøj, men mere for anden virtuel underholdning, som fx at se fjernsyn.

LEGO har begivet sig ind på dette marked med udvikling af spil, apps og toys-to-life produkter, hvor LEGO satser på deres tiltag "LEGO Dimensions". De skaber her et link mellem den traditionelle LEGO klods og den teknologiske verden. LEGO Dimensions kombinerer den fysiske LEGO klods med den virtuelle verden af leg. Vi vurderer truslen fra videospil og andre digitale produkter til at være lav til moderat, da det ikke er her LEGOs kerneforretning ligger. Det kan ses mere som værende et område, som LEGO kan benytte til at udvide og udvikle kendskabet til deres brand samtidigt med at det genererer omsætning.

Konkurrencen i branchen

LEGO konkurrerer både med virksomheder inden for deres kerneforretningsområde, men også med virksomheder inden for andre af legetøjsbranchens kategorier. At LEGO konkurrerer med virksomheder på tværs af legetøjsbranchen skyldes at legetøj i stor grad fungerer som substitutter for andet legetøj, som vi forklarede i ovenstående afsnit.

Starter vi med at kigge på markedsformen på det samlede legetøjsmarked så kan den beskrives som et differentieret oligopol. Et differentieret oligopol er når markedet er præget af få nogenlunde lige store aktører, samt en lang række mindre. De amerikanske virksomheder Mattel og Hasbro udgør sammen med LEGO de største legetøjsproducenter på det globale legetøjsmarked i dag, jf. figur 16.

Figur 18 - Global markedsandel 2010-2015 (i %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1. Mattel Inc	12,2	12,1	12,2	12,0	11,7	12,6
2. Hasbro Inc	8,4	8,2	7,8	7,8	8,0	9,3
3. LEGO Group	4,9	5,5	6,3	6,8	7,5	8,2
4. Vtech Holdings Ltd	1,4	1,5	1,6	1,8	1,8	1,8
5. Takara Tomy Co. Ltd	2,5	2,8	2,5	2,1	1,9	1,8
6. BANDAI NAMCO Group	2,2	2,3	2,2	1,9	2,0	1,7
7. Hallmark Cards Inc	1,6	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
8. MGA Entertainmant Inc	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3
9. Geobra Brandstatter GmbH	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,1
10. Spin Master Ltd.	1,5	1,3	1,1	1,2	1,2	1,0

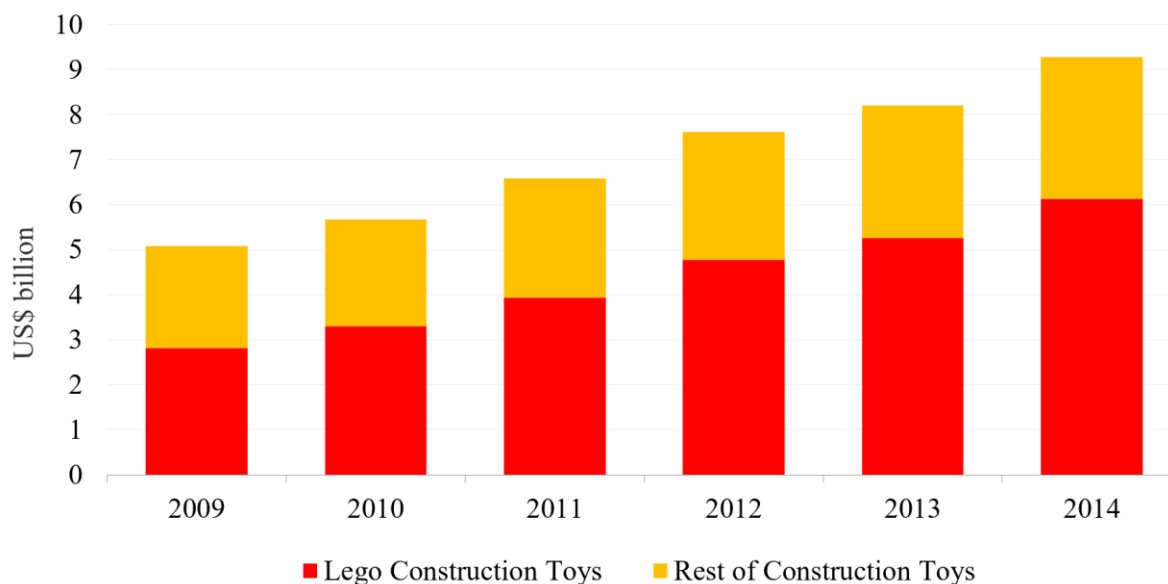
Kilde: Euromonitor – Egen tilvirkning

Selvom Mattel og Hasbro begge er større end LEGO, så er det interessant at se, hvordan udviklingen har været over perioden. I en periode, hvor både Mattel og Hasbro har mistet markedsandele, har LEGO formået at øge deres med over 50%, og stod i 2015 for 8,2% af det samlede marked mod 4,9% i 2010. Hertil skal tillægges det faktum, at LEGO's markedsandel og vækst stort set kun stammer fra én enkelt af legetøjsbranchens kategorier, hvilket netop også er det der hovedsageligt adskiller LEGO fra Mattel og Hasbro som virksomhed. Hvor LEGO fokuserer på én enkelt kategori har Mattel og Hasbro en langt mere diversificeret produktportefølje til at generere omsætning fra.

Markedsformen inden for konstruktionslegetøj kan beskrives som et differentieret delvist monopol. Dette forekommer når et segment eller en branche er præget af én meget stor udbyder og en række mindre, hvor den store udbyder er så stor at den i princippet styrer markedet.

LEGO er med flere længder den største producent af konstruktionslegetøj og er så stor en virksomhed og brand at de er den dominerende spiller inden for dette segment. LEGO bliver også fremhævet som den primære faktor bag den historiske vækst inden for konstruktionslegetøj de senere år, hvilket også fremgår af figur 17.

Figur 19 - LEGO vs. konkurrenterne inden for konstruktionslegetøj



Kilde: LEGO toys and games (World), side 11

Vi kan se at udviklingen i LEGO's salg over perioden har været væsentligt større end hos alle de andre producenter sammenlagt. LEGO stod i 2014 for ca. $\frac{2}{3}$ af salget af konstruktionslegetøj. På nuværende tidspunkt er der ikke konkurrenter, der er af alarmerende størrelse eller ser samme vækstrater som LEGO gør.

Mattels opkøb af Mega Brands betyder dog, at LEGOs største konkurrent nu har et stærkere bagland med dels en større pengepung, men også mere erfaring i at vækste og producere en produktgruppe i en større skala end tilfældet var førhen.

Udover at Mattel har rettet sine øjne mod konstruktionslegetøj, så kan det antages, at andre potentielle konkurrenter også vil prøve kræfter med denne del af branchen. Antagelsen er baseret på forventningerne om, at konstruktionslegetøj i 2019 vil være den største kategori på legetøjsmarkedet. Mattels opkøb og tilgangen af andre potentielle konkurrenter, vurderer vi, vil medføre en intensivering af konkurrencen fremadrettet, da der vil være flere udbydere til at kæmpe om den omsætning, som LEGO indtil nu har domineret.

Begge beskrevne markedsformer skulle ifølge teorien betyde en mindsket konkurrenceintensitet ift. et marked med monopolistisk konkurrence, som er ét præget af så mange udbydere, at priserne presses nedad, indtil der ingen profit er at hente for producenterne. Vi vurderer dog, at intensiteten stadigvæk er relativ høj grundet andre faktorer.

LEGO konkurrerer hovedsageligt på den heterogene del af legetøjsmarkedet, hvor forbrugerne har præferencer for, hvilken virksomheds produkter de helst vil købe. At have et stærkt brand og differentieret produkt er her yderst vigtigt i kampen om forbrugernes gunst. Dette danner grundlaget for LEGOs nuværende succes og dominans. LEGO er i dag verdens største legetøjsbrand med kvalitetsprodukter, der afspejler virksomhedens vision om, at de er mere end blot en legetøjsvirksomhed og at det handler om mere end blot at tjene penge. Værdien af LEGOs brand gør det muligt for dem at tage en højere pris for deres produkter, da de bliver anset for at være konkurrenternes produkter overlegne.

Vi vurderer, at LEGOs stærke brand og differentieret produkt, gør det mere sandsynligt, at den øgede konkurrence på markedet først vil omhandle de markedsandele, der besiddes af producenter af de ringere kopiprodukter. Det vil, alt andet lige, være nemmere at stjæle markedsandele fra andre producenter end LEGO. På kort sigt ser vi det derfor ikke at have den store betydning for LEGO. Tilgangen af Mattel og det større fokus på konstruktionslegetøj betyder, at det er nødvendigt for LEGO fortsat at investere og forske i bedre kvalitetsmaterialer, produktionsfaciliteter og andre områder, hvorpå de kan differentiere sig for at opretholde deres stærke brand og nuværende position på markedet. Som tidligere nævnt, har vi set LEGO foretage sådanne handlinger med bl.a. investeringer i nye bedre produktions- og forskningsfaciliteter.

At legetøjsmarkedet som helhed forventes at vokse frem mod 2019, betyder mindre konkurrenceintensitet end hvis markedet var stagnerende eller faldende. I et voksende marked er det muligt for en virksomhed at øge deres omsætning ved at fastholde deres respektive markedsandel, da den samlede nominelle markedsværdi øges. Derimod vil det i et stagnerende eller faldende marked kræve, at man lykkes med at stjæle markedsandele fra andre virksomheder.

LEGO er som en global virksomhed til stede på markeder verden over. Fra markedsanalysen fandt vi at størstedelen af LEGOs omsætning på nuværende tidspunkt genereres på det vesteuropæiske- og nordamerikanske marked. Selvom begge regioner forventes at se vækst fremover, så er den fremtidige vækst hovedsageligt drevet af udviklingen på det kinesiske marked.

Vestlige legetøjsproducenter vil derfor fremadrettet fokusere på at udvide deres engagement på dette marked. På trods af at LEGO, Mattel og Hasbro er de største legetøjsproducenter i verden, står LEGO primært overfor en række forskellige konkurrenter i de forskellige regioner. Det ser vi nærmere på i følgende afsnit.

Figur 20 - Markedsandel- Etablerede markeder & Emerging markets (2015)

Etablerede markeder				Emerging markets			
Western Europe		North America		Asia Pacific		China	
1. LEGO Group	11,90%	1. Mattel Inc	19,80%	1. BANDAI NAMCO Group	6,00%	1. Guangdong Alpha Animation	4,40%
2. Mattel Inc	11,10%	2. Hasbro Inc	14,30%	2. Takara Tomy Co Ltd	4,90%	2. Shanghai Yaoji Playing Cards	3,00%
3. Hasbro Inc	10,30%	3. LEGO Group	9,00%	3. LEGO Group	4,10%	3. LEGO Group	2,80%
4. Geobra Brandstatter GmbH	3,90%	4. Hallmark Cards Inc	4,20%	4. Mattel Inc	3,10%	4. Mattel Inc	1,90%
5. Vtech Holdings Ltd	3,10%	5. MGA Entertainment Inc	2,60%	5. Guangdong Alpha Animation	2,30%	5. Ningbo Three A Group Co Ltd	1,10%

Kilde: Euromonitor – Egen tilvirkning

Hvor LEGO og Mattel er markedsledere på hvert deres respektive hjemmemarked, så kan vi se at det også er regionale virksomheder, som er de største på det asiatiske- og kinesiske marked.

Ser vi på det nordamerikanske marked, så er Mattel her markedsleder med 19,8%. Vi vurderer, at det er her Mattels opkøb af Mega Brands vil få størst betydning for LEGO, da det er det marked, hvor Mattel står stærkest. Dette sætter yderligere krav til LEGOs ageren på dette marked, hvortil man fremadrettet skal sørge for at være meget synlige overfor forbrugerne.

Tager vi et kig på den asiatiske region som helhed, så er de største legetøjsproducenter her BANDAI NAMCO og Takara Tomy med hhv. 6% og 4,9% af markedet i 2015. BANDAI NAMCO er kendte for at have skabt en lang række populære anime serier, både i Asien, men også til dels herhjemme, såsom Dragon Ball, Naruto, Tamagotchi og Digimon ("Products,Bandai). Det er merchandise og legetøjsprodukter afledt af bl.a. disse videospil og film, som har gjort BANDAI NAMCO til de største på markedet. Takara Tomy producerer en lang række forskellige slags legetøj til børn: små japansk inspirerede mini biler, dukker og togsæt (Products, Takara Tomy). De er også kendte for at være skaberne af det som vi i dag kender som Transformers.

Det samme billede tegner sig på det kinesiske marked. Den største virksomhed her er virksomheden Alpha Group, som sælger en lang række forskellige legetøjsprodukter, der hovedsageligt er baseret på anime serier og figurer ("Products",Alpha). Den anden største virksomhed er Shanghai Yaoji Playing Cards, der laver en lang række forskellige kortspil ("Products", Shanghai Yaoji).

Af figur 20, fremgår det at LEGO og Mattel er de 3. og 4. største både i den asiatiske region, men også på det kinesiske marked. At de vestlige producenter ikke tegner sig for en større andel af disse markeder, kan skyldes en række forskellige faktorer. Det er som sagt først i nyere tid at vesten er begyndt at fokusere mere på de muligheder, som udviklingen på disse markeder fører med sig. Dertil har vestlige producenter også hidtil haft svært ved at slå igennem i Asien og tage kampen op med lokale og regionale virksomheder.

Regionernes kulturelle forskelle ser vi som en mulig forklaring, da de har betydning for, hvordan børn leger og hvad børn finder interessant at lege med. Fælles for LEGO, Mattel og de asiatiske producenter er, at de alle producerer legetøj, som er baseret på eller bliver støttet af forskellige typer medier. I kampen om det asiatiske marked er forskellen på dem dog, at vestlige producenter står overfor den udfordring, at de skal lykkes med at sælge legetøjsprodukter, der er inspireret af den vestlige kultur, i østen. At et legetøjsprodukt er en succes ét sted i verden er ikke ensbetydende med, at det vil have samme succes et andet sted.

På trods af at vestlige produkter historisk set har været populære på de asiatiske markeder, vil et rigtigt gennembrud formentlig først komme, hvis vestlige producenter lykkes med, at lave produkter, der er inspireret af kulturen i regionen. Dette åbner for en lang række nye muligheder for LEGO, hvis de kan indgå licens-samarbejde med regionale producenter af fx populære anime-serier.

Vi har tidligere set, at LEGO har brugt licenser fra større franchises til at udvide kendskabet til deres egne IPs ved at inkorporere dem i LEGOs egne serier og film. Vi kan forestille os, at LEGO på samme måde kan udnytte et samarbejde med asiatiske franchises til at øge forbrugernes kendskab og association med virksomhedens egne produkter.

LEGOs nuværende position på det kinesiske marked, samt yderligere investeringer i deres kinesiske produktionsfaciliteter, giver dem desuden en stor mulighed for at kunne kapitalisere på markedets forventede vækst.

3.4.1 Delkonklusion

Konkurrencen i legetøjsbranchen som helhed foregår i stor grad mellem de tre allerstørste producenter, Mattel, Hasbro og LEGO. Anderledes ser det ud inden for konstruktionslegetøj, hvor LEGO er den klare markedsleder med ca. 2/3 af det samlede marked. Det er dog forskelligt fra region til region, hvem der er LEGOs primære konkurrenter. Selvom både Mattel og LEGO er blandt de større på det asiatiske og kinesiske marked, så er der lokale producenter, som overgår dem. Østen er stadigvæk fascineret af vestlige produkter i dag, men ikke i samme grad som tidligere set. Vestlige producenters succes fremadrettet på disse markeder afhænger i høj grad af deres evne til at lade sig inspirere og inkorporere regionernes kultur, som elementer i deres produktudvikling.

Den positive udvikling inden for konstruktionslegetøj øger truslen fra nye konkurrenter i kategorien. Vi vurderer, at der er flere producenter, som vil prøve kræfter med denne, for at få del i den potentielle profit. Adgangsbarriererne til dette marked anses dog for at være ganske høje, da det kræver store investeringer i produktionsfaciliteter og anskaffelse af den nødvendige know-how. Af den grund ser vi truslen fra nye konkurrenter komme fra store allerede etablerede spillere inden for andre af legetøjsbranchens kategorier, som ønsker at udvide deres forretningsområde. Vi har set Mattel opkøbe LEGOs største konkurrent, Mega Brands, hvorved vi forventer at se en intensivering af konkurrencen på længere sigt.

Vi har identificeret tre forskellige kilder af substituerende produkter, der kan ses som værende en trussel for LEGO; andet konstruktionslegetøj, andet traditionelt legetøj og videospil. På nuværende tidspunkt ser vi, andet traditionelt legetøj udgøre den største trussel. Dette skyldes, at hvis et barn ønsker sig legetøj fra et bestemt tema, så findes det, foruden i LEGO, i et hav af forskellige udgaver fra forskellige producenter. Truslen fra andet konstruktionslegetøj er p.t. ikke stor, da der ikke er nogen producenter heri, der har formået at tage kampen op mod LEGO. Mattels opkøb af Mega Brands vil dog kunne øge denne trussel på længere sigt.

Vi anser leverandørerne af de anvendte licenser for at have den største forhandlingsstyrke over LEGO, da en stor del af omsætningen inden for konstruktionslegetøj er baseret på disse. Man skal dog holde sig for øje, at disse franchises også er interesseret i et samarbejde med LEGO, da de som verdens største og mest kendte brand er en attraktiv samarbejdspartner.

Kundens forhandlingsstyrke afhænger af, hvilken kunde der er tale om. En storkunde som Wal-Mart har en større forhandlingskraft end mindre detailkæder, da de aftager større mængder af legetøj. De har dermed større mulighed for at opnå bedre rabatter og særaftaler. Den endelige slutforbruger anses ikke for at have en særlig forhandlingsstyrke over for LEGO. Der er dog set enkeltstående tilfælde, hvor forbrugerne har kunne påvirke virksomhedens valg, som set ved Shell-sagen.

På baggrund af ovenstående vurderer vi, at LEGO fortsat vil være i stand til at skabe profit fremadrettet.

3.5 Ansoffs vækstmatrice

Vi vil i dette afsnit se nærmere på de forskellige strategier LEGO anvender for at vækste fremadrettet og derigennem opnå målsætningen om at endnu flere børn skal have adgang til deres produkter. Vi har identificeret at LEGO gør brug af strategierne markedspenetrering, produkt- og markedsudvikling og vil herunder gennemgå strategiernes forskellige væksttiltag.

Markedspenetrering

Denne strategi anvendes af en virksomhed til at penetrere et nuværende marked med virksomhedens nuværende produkter og derigennem vækste omsætningen. Til at penetrere deres nuværende markeder, gør LEGO brug af adskillige former for markedsføring, som fx reklamer i TV, på sociale medier, LEGOLAND-parker, samt TV produktioner baseret på forskellige af deres produktgrupper. Her er The LEGO Movie et godt eksempel. Filmen anslås at have kostet 60 mio. USD at lave, men omsatte i løbet af det første stykke tid for over 450 mio. USD i biograferne. Det primære formål med filmen var dog ikke at skulle tjene penge på den (Trefir Team, 2014). Formålet var at øge salget af LEGO klodser. Med markedsføringen ønsker LEGO at øge deres markedsandel ved at skabe et endnu større fokus på deres brand, således at potentielle kunder vil vælge dem frem for en af deres konkurrenter, når de står overfor valget.

Men udviklingen af LEGO film og tegneserier har også det formål at øge de nuværende kunders forbrug, således at de vil efterspørge endnu flere LEGO produkter fremadrettet. Til sidst er disse markedsføringstiltag også med til at forsøge at skabe en interesse hos de forbrugere, der ikke allerede bruger LEGOs produkter.

Produktionsudvikling

Markederne vil på længere sigt blive mættet, hvorfor vækstpotentialet ved markedspenetrering er begrænset. For at opnå langsigtet vækst på deres nuværende markeder, bruger LEGO strategien produktudvikling, som ved at introducere nye produkter, skal fastholde forbrugernes interesse. Denne strategi er forbundet med en større risiko end ved markedspenetrering strategien. Der er ingen garanti for, at de nyudviklede produkter vil generere et afkast stort nok til at dække produktionsomkostningerne, samt det opstillede mål til den forventede profit. Vi så endvidere fra vores analyse af produkternes livscyklus, at LEGOs segment er præget af hurtigt skiftende trends. Dette sætter yderlige krav til deres produktudvikling, da nye produkter skal udvikles hurtigt for at virksomheden kan følge med det der efterspørges. For at mindske disse risikofaktorer gør LEGO brug af en række forskellige tiltag.

Først og fremmest har de som nævnt stort fokus på deres research, udvikling og design af nye produkter, hvor deres mere end 250 designere hele tiden arbejder på at skabe nye designs. Vi skal her slå fast, at når der er tale om, at det er salget af nye produkter, der hvert år genererer 60% af omsætningen, så skyldes dette altså udviklingen af nye designs. Produktet er stadigvæk det samme, nemlig LEGO-klodsen. Udviklingen af designs baseres på en lang række undersøgelser, bl.a. ved at LEGOs research teams spørger det relevante publikum i de forskellige regioner om deres interesser, loyalitet og forståelse af LEGO som brand. Ift. virksomhedens videudvikling på det kinesiske marked, skal det her nævnes, at de ifølge JVK får lige så megen feedback, når de laver undersøgelserne i Kina, som i europæiske storbyer, såsom Hamborg og München (Hall,2014).

Selvom LEGOs designere har stor indsigt i børns legemønstre og hvad de finder interessant i forskellige aldersgrupper, så inddrages børn også i udviklingsprocessen, da de mest værdifulde indsigter stammer fra børnene selv. Dertil bliver feedback fra børn og forældre set som en afgørende kilde til at opdatere og forbedre oplevelserne ved at lege med LEGO ("A Short Presentation",2016:31).

Forbrugere havde i 2015 mulighed for at købe mere end 600 forskellige slags LEGO-produkter, hvoraf 355 af dem var nye ("A Short Presentation",2016:16), og fordelte sig på designs udviklet til at udvide nuværende produktlinjer, men også for at kunne tilbyde målgruppen helt nye produktlinjer. Eksempler på udvidelse af deres nuværende produktlinjer fremgår fx af deres hjemmesider under "sidste nyt", hvor man kan se de helt nyudviklede forlystelsespark-sæt til LEGO Friends.

Hertil er LEGO NINJAGO og LEGO Chima begge eksempler på udviklingen af nye produktlinjer til målgruppen. Specifikt for lige disse to produktlinjer, er i vores øjne, at de begge er inspireret af den asiatiske kultur og kan anses som LEGOs forsøg på at appellere mere til de asiatiske forbrugere. Vi kom i vores analyse af branchen ind på, at netop det at kunne tilbyde produkter inspireret af den lokale og regionale kultur kunne være det, der skulle til for at sikre de vestlige legetøjsproducenter en større fremgang på det asiatiske marked.

Markedsudvikling

Vi har tidligere set LEGO vækste ved at udvide deres marked til nye segmenter. Dette skal forstås således, at det tidligere var primært drenge-segmentet, der legede med LEGO. Med tilgangen af produktlinjer som LEGO Friends, LEGO Elves samt Disney Princess har de nu også temaer, der henvender sig primært til piger, sådan så LEGO nu taler til alle børn i stedet for kun halvdelen af dem.

LEGO forsøger også at vækste ved at udvide deres virksomhed geografisk til nye markeder. LEGO sælger sine produkter i dag i mere end 130 lande verden over ("LEGO koncernen", lego.com), men er til trods for en stor global tilstedeværelse altid på udkig efter nye potentielle markeder. I overvejelserne om, hvor LEGO skal udvide til i fremtiden kigger man op til 20 år ud i tiden. Man holder derfor allerede nu godt øje med udviklingen på markederne, som f.eks Indien, Bangladesh, Pakistan, Burma mv. (Hall,2014).

3.6 SWOT

Figur 21 - SWOT analyse

STYRKER

- Mere end blot legetøj
- Høj brand værdi
- Differentieret kvalitetsprodukt
- Moderne produktionsfaciliteter
- Fokus på innovation og udvikling
- Markedsleder indenfor konstruktionslegetøj
- Stærk tilstedeværelse på det Kinesiske marked
- Mange samarbejdsaftaler med store licensfranchises
- Størst know-how indenfor konstruktionslegetøj
- Strategisk placerede produktionsfaciliteter
- Øget efterspørgsel på bæredygtige produkter
- Kompetent ledelse

MULIGHEDER

- Forventet vækst i konstruktionslegetøj
- Øget indkomst pr. husholdning i Kina
- Flere børn i alderen 0-14 år
- Færre børn pr. husholdning
- Licenssamarbejde med asiatiske franchises
- Teknologisk udvikling



SVAGHEDER

- Afhængigheden af licensaftaler
- Kun fokus på én af branchens kategorier
- Afhængighed af store detailkæder



TRUSLER

- Politisk uro
- Kopiering af klodsen
- Øget konkurrence i kategorien
- Substituerende legetøj
- Teknologisk udvikling

Egen tilvirkning

Konklusion på SWOT

3.6.1 Virksomhedens styrker

LEGOs produkter differentierer sig fra konkurrenternes både på kvalitet og egenskaber. Produkterne er udviklet til at være mere end blot legetøj. De er redskaber, der kan anvendes til at udvikle børns kognitive og kreative færdigheder. LEGO er på nuværende tidspunkt den klare markedsleder inden for konstruktionslegetøj, hvor deres store know-how og høje brandværdi gør at de sidder på 2/3 af markedet i dag. Markedet for konstruktionslegetøj er i høj grad præget af salget af licenslegetøj. LEGO har samarbejdsaftaler med mange af de store franchisehuse og kan dermed gøre brug af mange af de populære temaer i deres produktudvikling.

Legetøjsbranchen er under konstant udvikling og LEGO har derfor stort fokus på at være innovative for at kunne følge med de skiftende tendenser. For at kunne drage fordel af den forventede vækst indenfor konstruktionslegetøj har LEGO investeret tungt i udvidelse af nuværende produktionsfaciliteter, samt opførelsen af nye. Fælles for disse er, at de er strategisk placeret i lavtlønslande tæt på virksomhedens kernemarkeder. Man

er således i stand til at producere billigt og samtidig have kort responstid overfor de respektive markeder. Det kinesiske marked tegner sig for en stor andel af væksten fremover. LEGO har allerede en god tilstedeværelse på det kinesiske marked og i takt med at deres produktionsfaciliteter i landet står færdigt i 2017 forventer man at i høj grad at være gearret til at kunne imødekomme efterspørgslen. Til sidst kan det nævnes, at det i et vist omfang er de samme kompetente personer, som fik LEGO ud af krisen, der i dag stadig er en del af ledelsen.

3.6.2 Virksomhedens svagheder

LEGOs primære fokus på en enkelt af legetøjsbranchens kategorier kan anses som værende en svaghed. Dette skyldes at skiftende interesser hos forbrugerne væk fra LEGO vil have stor betydning for LEGOs udvikling fremadrettet. En af virksomhedens største udfordringer er at udvikle produkter, som afspejler tidens populære trends og temaer, for netop at kunne fastholde interessen for dens produkter. Dette medfører, at virksomheden er afhængige af at fastholde og opnå nye vigtige licenssamarbejder med de respektive franchisehuse.

LEGO forsøger at mindske denne afhængighed ved at udvikle og promovere egne temaer. Man er yderligere afhængige af store detailkæder i sit salg. Det ses fx at Wal-Mart tegner sig for en stor andel af LEGOs salg på det amerikanske marked. Wal-Mart har dog også en interesse i at have LEGO på deres hylder, da det er kan tiltrække kunder. Fremadrettet vil LEGOs forhandlingsstyrke over Wal-Mart falde, såfremt andre producenter formår at udvikle produkter, der kan tage konkurrencen op med LEGO.

3.6.3 Muligheder

En stor del af den forventede vækst inden for konstruktionslegetøj vil komme fra det kinesiske marked. LEGO vurderer selv, at det ikke er kulturelle forskelle, der er den største udfordring, men derimod velstandsniveauet i landet, altså hvorvidt de kinesiske forbruger rent faktisk har råd til at købe produkterne. Der er over de senere år set en fordobling i den disponible indkomst hos de 50% fattigste husholdninger, og denne udvikling forventes at fortsætte fremadrettet. De stigende niveauer for den disponible indkomst åbner for muligheden for et øget salg.

Dertil ses det også, at der bliver født flere børn og at antallet af børn mellem 0-14 år vil stige heraf. Denne stigning kommer hovedsageligt fra Kina, hvor flere mennesker vælger at få børn. Dette resulterer i flere potentielle kunder. Yderligere så forventes antallet af børn pr. husholdning at falde, hvorved der frigives flere midler til forbrug pr. barn. Den teknologiske udvikling indeholder også en række mulige aspekter for at LEGO fremadrettet. Vi ser bl.a. muligheder inden for 3D-printning og VR-universet.

3.6.4 Trusler

Der ses i dag en række politiske begivenheder på den internationale scene, som skaber en vis politisk uro, der kan have væksthæmmende konsekvenser for økonomien på den korte og lange bane. Det amerikanske præsidentvalg kan i værste tilfælde få betydning for LEGO's forsyning af det amerikanske marked fra deres mexicanske produktionsfaciliteter. Dertil har Brexit seancen åbnet for, at flere i dag stiller spørgsmålstegn ved EU som institution. Dette er med til at skabe usikkerhed på det indre marked, hvor konsekvenserne endnu er uvisse.

Fremgangen inden for konstruktionslegetøj øger interessen for kategorien blandt andre producenter. Vi ser store virksomheder, som Mattel, opkøbe konkurrenter til LEGO, hvilket udgør en trussel for virksomheden fremadrettet. De besidder den fornødne kapital til at kunne investere i udviklingen af bedre produkter, som i højere grad vil have mulighed for at tage kampen op mod LEGO. I det LEGO ikke har patent på klodsens funktionelle design, kan det kan få stor betydning, hvis konkurrenter lykkes med at lave en klods, der er så tilsvarende LEGOs, at kunderne bliver mere indifferente i deres valg. Derudover findes der et stort udvalg af andre former for traditionelt legetøj, som er mulige substitutter. En ændring i forbrugernes interesser væk fra LEGO kan således også have en betydning for virksomheden.

Den teknologiske udvikling fører dog også en række trusler med sig. Vi ser fx 3D-printning, som en mulig trussel, hvis det en dag skulle gå hen og blive allemandseje. At forbrugere vil have mulighed for at producere deres egne "look-a-like" LEGO klodser kan udfordre virksomhedens forretningsmodel på længere sigt.

4. Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil vi foretage en analyse af LEGO's nøgletal samt udviklingen i deres rentabilitet i perioden på baggrund af historisk data. Resultatet af denne skal bruges som grundlag for den senere budgettering og udarbejdelsen af proforma-årsregnskaberne, som skal danne grundlag for den endelige værdiansættelse. Vi vil desuden foretage en benchmarking af LEGO's opnåede resultater med en udvalgt peer-gruppe, for at vurdere om de har været tilfredsstillende. Denne peer-gruppe skal yderligere danne sammenligningsgrundlaget i vores multipelværdiansættelsen senere i opgaven. Vi starter herunder med at udvælge en peer-gruppe.

4.1 Udvalgelse af Peer Group

I praksis vælger man oftest virksomheder indenfor samme branche, da disse antages at være underlagte samme markedsforhold, overordnede risici og har samme udgangspunkt for vækst fremadrettet. Vi har med baggrund i ovenstående valgt Mattel og Hasbro, da de anses for at være LEGO's største konkurrenter og de største aktører på legetøjsmarkedet. Udfordringen ved at bruge disse to som sammenligningsgrundlag er, at de beskæftiger sig med andre og flere produkter end LEGO. Derudover er det nødvendigt at korrigere virksomhedernes regnskaber således at de er opgjort efter samme regnskabspraksis.

4.2 Vurdering af regnskabskvalitet

Målet med dette afsnit er at vurdere i hvor høj grad LEGO's regnskabsføring repræsenterer forretningens underliggende aktiviteter. Til dette formål vil vi se nærmere på potentielle kilder til regnskabsmæssig støj samt vurdering af regnskabspraksis, for både LEGO og peer gruppen. Vi vurderer regnskabskvaliteten med henblik på at værdiansætte LEGO, med udgangspunkt i kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller og multipler.

For at der er tale om god regnskabskvalitet er det nødvendigt at adskille transitoriske og tilbagevendende poster fra hinanden samt at der har været identisk regnskabspraksis over tid (Petersen & Plenborg, 2012:370). Vi vil i det følgende afsnit vurdere kvaliteten af LEGO's, Mattels og Hasbro's regnskabspraksis.

4.3 Vurdering af regnskabspraksis

LEGO har siden 2007 aflagt regnskaber efter IFRS standarder, til trods for at de ikke er forpligtet, da de ikke er en børsnoteret virksomhed. IFRS er i dag den mest anvendte regnskabspraksis i Danmark og i udlandet, hvor kun få lande som: USA, Kina, Indien og Japan stadig bruger lokale GAAP (Petersen & Plenborg 2012:232).

IFRS standarder opdateres løbende, men de ændringer der har været i perioden 2010-2015 antages ikke at være af væsentlig betydning for regnskabet. Disse ændringer vurderes løbende af både ledelsen og af revisorerne i forbindelse med udarbejdelsen af årets rapport. I årsrapporten fra 2015 bliver der nævnt ændringer i IFRS 9 og 15, som omhandler finansielle instrumenter og indtægter fra kontrakter med kunder, disse er dog ikke trådt i kraft endnu. Ifølge årsrapporten forventes de ikke at have en væsentlig betydning for regnskabet fremadrettet, såfremt de træder i kraft.

Det er ledelsens opgave at forberede regnskabet og angive det korrekte billede af virksomhedens finansielle standpunkt, som derefter vurderes af et revisionshus. Ifølge PwCs vurdering, giver regnskabet et fair og korrekt billede af virksomhedens finansielle standpunkt og ledelsens antagelser og regnskabsmæssige skøn antages for værende korrekte (LEGO Årsrapport 2015:11).

Virksomhedernes regnskabspraksis

Mattel og Hasbro er begge amerikanske virksomheder, som ikke følger IFRS standarder. Deres årsrapporter udarbejdes efter de lokale GAAP principper og afviger derfor fra LEGO's regnskabspraksis på behandlingen af visse punkter. Der er især tale om forskelle i behandlingen af immaterielle aktiver, lageromkostninger og nedskrivninger (IFRS, 2016). GAAP tillader både brugen af LIFO og FIFO metoden til opgørelse af lageromkostninger, hvor IFRS kun tillader FIFO. Mattel og Hasbro gør begge brug af FIFO metoden, til opgørelse af lageromkostninger, hvilket stemmer overens med LEGO (Mattel Årsrapport 2015:55, Hasbro Årsrapport 2015:62).

Der hvor der kan være forskelle, som kan have en reel betydning er ift. de erhvervede immaterielle aktiver, som ifølge GAAP skal indregnes til dagsværdi. Under IFRS vil disse kun skulle indregnes såfremt de udgør en økonomisk fordel fremadrettet og har påvist pålidelighed. Der er også en forskel i behandlingen af nedskrivninger, som under IFRS kan være tilbagevendende såfremt de opfylder specifikke krav, men ikke under GAAP.

Da vi ikke har adgang til mere specifik data, er det ikke muligt for os at eliminere disse forskelle. Vi vurderer dog, at betydningen heraf ikke vil være af så omfattende karakter, at det vil have en direkte skade for værdiansættelsen, men vi tager højde for at det kan have en påvirkning af værdien i sidste ende.

Vurdering af transitoriske poster

Efter en grundig gennemgang af LEGOs regnskaber, ser vi ikke en anledning til, at særlige og ikke-tilbagevendende poster vil have en betydning for LEGOs regnskab. Der er foretaget hensættelser til både loyalitetsprogrammer og retssager. LEGO forventer at retssager bliver løst indenfor 2 år, men har ikke uddybet emnet yderligere, for ikke at påvirke resultatet (LEGO Årsrapport 2015:43).

4.4 Reformulering af regnskaberne

For kunne anvende virksomhedernes årsregnskaber til en rentabilitetsanalyse er det nødvendigt at reformulere dem først. Formålet med at reformulere årsregnskaberne er at separere indtægter og omkostninger ud fra hvorvidt de genereres fra virksomhedens drifts- eller finansieringsaktiviteter. Driften er den primære driver for værdiskabelse fremadrettet og vi ønsker med denne opdeling at se, hvor stor værdi driften indtil nu har genereret, da den historiske rentabilitet er et vigtigt element i definitionen af vores fremtidige forventninger til en virksomhed. Opdelingen i drift- og finansieringsaktiviteter udføres for at opnå et retvisende billede af den reelle værdiskabelse ved at mindske eventuel regnskabsmæssig støj.

4.4.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalen reformuleres med det formål at finde frem til en virksomheds totalindkomst. Dette gøres ved at afdække om der har været transaktioner, som har været ført direkte over egenkapital, såsom transaktioner med ejerne i løbet af året og dirty surplus-poster. Foruden udbyttebetalinger til ejerne har LEGOs totalindkomst været påvirket af en række dirty surplus poster, hvoraf de største er cash-flow hedges, skat på cash flow hedges og valutakursdifferencer. Reformuleringen af LEGOs og peer-gruppens egenkapitalopgørelser fremgår af appendix 7.

4.4.2 Reformulering af resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen reformuleres med det formål at beregne en virksomheds driftsoverskud efter skat (NOPAT). For at kunne beregne dette er det nødvendigt at korrigere forskellige poster i virksomhedens resultatopgørelse. I den ordinære resultatopgørelse er af- og nedskrivninger fordelt ud på de poster de er relateret til. Disse skal separeres herfra og samles. Yderligere så fremgår skat i én total-post og indeholder således både skat fra virksomhedens drift- og finansieringsaktiviteter. Vi er nødt til at separere disse således at vi kan henvise den driftsrelaterede skat til driften og dermed være i stand til at beregne NOPAT. Dette gøres ved at tillægge den rapporterede skat med værdien af det skatteskjold virksomheden har opnået på fra dens finansieringsaktiviteter. Reformuleringen af LEGO's og peer-gruppens resultatopgørelser fremgår af appendix 8.

4.4.3 Reformulering af balancen

Formålet med at reformulere virksomhedens balance er at opdele aktiver og passiver i henhold til om de er relateret til virksomhedens drift- eller finansieringsaktiviteter. Aktiverne opgøres således enten som et drifts- eller finansielt aktivt og virksomhedens forpligtelser, som drifts- eller finansielle forpligtelser. Reformuleringen af LEGO's og peer-gruppens balancer fremgår af appendix 9.

Tilgodehavender fra nærtstående parter klassificeres som et finansielt aktiv, da de omhandler finansielle transaktioner mellem LEGO, KIRKBI A/S og KABOOKI. Yderligere fremgår driftslikviditet ikke af årsrapporterne, hvorved vi har valgt at estimere denne til at være 1% af omsætningen, som fratrækkes virksomhedens overskydende likviditet og klassificeres som et driftsaktiv. Den resterende likviditet klassificeres som værende et finansielt aktiv.

Yderligere så anvender LEGO, Mattel og Hasbro allesammen operationel leasing i driften. Det er nødvendigt at vi korrigerer for dette, da det kan have betydning for vores vurdering af virksomhedernes rentabilitet. Vi korrigerer i nedenstående afsnit for LEGO's brug af operationel leasing. Tilsvarende korrigering er udført for Mattel og Hasbro og fremgår af appendix 10. Korrigering for den operationelle leasing følger fremgangsmåden fra Sørensen (2012:144-147).

Kapitalisering af operationelle leasingomkostninger

Leasing er en finansieringsform, som virksomheder benytter sig af til at finansiere anskaffelsen af de forskellige aktiver, som skal bruges til at drive virksomheden. For virksomheder som LEGO, Mattel og Hasbro er det fx muligt at lease produktionsudstyr. Der er to forskellige former for leasing:

- Finansiell
- Operationel leasing

Sondringen mellem de to former er hos hvem den finansielle risiko ligger. Ved finansiell leasing overgår risikoen til leasingtageren, mens den ved operationel leasing ligger hos udlejer. Hvorvidt der er tale om finansiell

eller operationel leasing har betydning for hvordan aktivet indregnes. Ved anvendelse af operationel leasing indregnes aktivet og den tilhørende gæld ikke på leasingtagerens balance, hvilket kan føre til en potentiel undervurdering af værdien af de leasede aktiver. Dette er også kendt som “off-balance financing” og kan give et misvisende billede af virksomhedens rentabilitet, da det af regnskabet vil fremstå, at årets resultat er genereret ud fra en lavere investeret kapital end reelt set har været anvendt.

LEGO og de udvalgte peers anvender alle operationel leasing. Vi er nødt til at korrigere for dette, for at være i stand til at kunne sammenligne rentabiliteten på tværs af virksomhederne. Vi kan ud fra information omhandlende virksomhedernes operationelle leasingforpligtelser estimere værdien af de aktiver og forpligtelser, som ikke er indregnet på balancen. Af regnskabet fremgår følgende information for LEGO:

Tabel 6 - Operationelle leasing forpligtelser (mio. DKK)

	2011	2012	2013	2014	2015
Under 1 år	310	372	437	474	553
Mellem 1 og 5 år	642	938	1.060	1.135	1.542
Over 5 år	372	694	746	605	607
I alt	1.324	2.004	2.243	2.214	2.702

Kilde: LEGO årsrapporter 2011-2015 – Egen tilvirkning

For at kunne finde aktivets værdi skal vi beregne nutidsværdien af leasingforpligtelserne i hvert af periodens år. For at kunne gøre det er vi nødsaget til at lave en række antagelser:

1. Operationelle leasingforpligtelser mellem 1 og 5 år fordeles med samme værdi ud på årene
2. Diskonteringsfaktoren til beregning af nutidsværdien de enkelte år udgøres af virksomhedens netto låneomkostninger det samme år
3. Leasede aktiver afskrives over 7 år
4. Den årlige leasingydelse i år 6 er lig leasingydelsen i år 5, hvortil leasingydelsen i år 7 udgøres af forskellen mellem forpligtelserne “Over 5 år” og ydelsen i det 6.år

Af figur 21 har vi beregnet værdien af de leasede aktiver for LEGO:

Figur 21 - Korrektioner ved kapitalisering af operationel leasing (Mio. DKK)

Mio. DKK	2011	2012	2013	2014	2015	Korrigerig
Balance						
Materielle anlægsaktiver						
Kapitalisering af operationel leasing (primo)	1.195,1	1.791,4	1.980,9	1.965,4	2.427,5	
Nye leasingaftaler	465,0	979,9	706,4	604,0	1.194,2	
Årlig afskrivning	-131,0	-209,3	-214,1	-208,0	-277,5	
1. Kapitalisering af operationel leasing (ultimo)	1.529,1	2.562,0	2.473,2	2.361,4	3.344,3	Overført til reformuleret balance
Finansielle forpligtelser						
Kapitalisering af operationel leasing (primo)	1.195,1	1.791,4	1.980,9	1.965,4	2.427,5	
Nye leasingaftaler	465,0	979,9	706,4	604,0	1.194,2	
Afdrag	-243,0	-328,2	-453,0	-559,3	-655,0	
2. Kapitalisering af operationel leasing (ultimo)	1.417,1	2.443,1	2.234,3	2.010,2	2.966,8	Overført til reformuleret balance
3. Udskudt skatteforpligtelser	28,0	29,7	59,7	87,8	94,4	Overført til reformuleret balance
8. Egenkapital, koncern	84,1	89,1	179,2	263,4	283,1	Ændring i koncernens egenkapital
Resultatopgørelse						
4. Tilbageførelse af rapporteret leasingydelse	283	392	527	633	747	Overført til reformuleret resultatopgørelse
5. Afskrivninger af operationel leasing	-131,0	-209,3	-214,1	-208,0	-277,5	Overført til reformuleret resultatopgørelse
6. Renteomkostninger af operationel leasing	-40,0	-63,8	-74,0	-73,7	-92,0	Overført til reformuleret resultatopgørelse
7. Skat af operationel leasing	-28,0	-29,7	-59,7	-87,8	-94,4	Overført til reformuleret resultatopgørelse
8. Ændring i koncernens totalindkomst	84,1	89,1	179,2	263,4	283,1	Ændring i koncernens totalindkomst

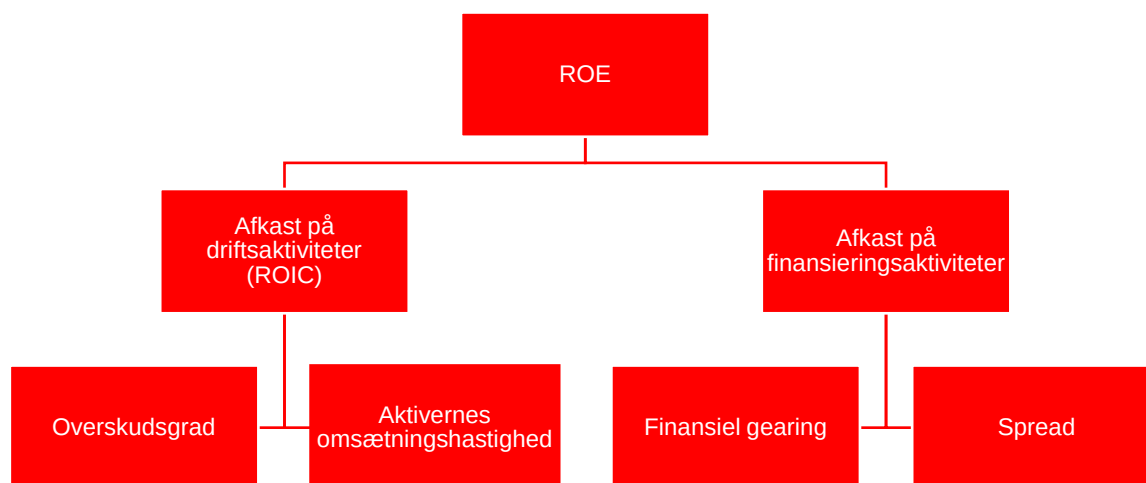
Egen tilvirkning

Værdien af de leasede aktiver kapitaliseres ved følgende korrektioner:

1. Materielle anlægsaktiver forøges med værdien af nutidsværdien af leasingaftalerne primo året tillagt værdien fra nye leasingaftaler det respektive år fratrasket de årlige afskrivninger.
2. Finansielle forpligtelser forøges tilsvarende med værdien af nutidsværdien af leasingaftalerne primo året tillagt værdien fra nye leasingaftaler det respektive år fratrasket årets afdrag.
3. LEGO's udskudte skatteforpligtelser øges i den finansielle rapportering, da der heri vises et højere overskud før skat og dermed en højere skatteomkostning. Det vil dog ikke ændre den skattemæssige værdi.
4. Resultatopgørelsen bliver justeret med korrektionerne 4-7, jf. figur 21. Korrektionerne betyder at der genereres et større overskud, hvorved LEGO's totalindkomst og heraf egenkapital øges.

4.5 Rentabilitetsanalyse

Vi vil i dette afsnit beskrive og analysere det historiske niveau og den udvikling LEGO har gennemgået i perioden 2011-2015. Til dette har vi valgt at anvende Du Pont modellen, der med sit udgangspunkt i nøgletallet ROE, Return on Equity, måler ejernes regnskabsmæssige afkast på deres investering i en virksomhed. Analysen vil gå i dybden med de underliggende finansielle value drivere og klarlægge de faktorer, der har drevet udviklingen i ROE.



Egen tilvirkning

ROE påvirkes af det afkast virksomheden opnår på hhv. deres drifts- og finansieringsaktiviteter, jf. figur 22. Afkastet på driftsaktiviteterne måles ved nøgletallet ROIC, hvortil afkastet på virksomhedens finansieringsaktiviteter måles ud fra virksomhedens finansielle gearing og spread.

4.5.1 - ROE

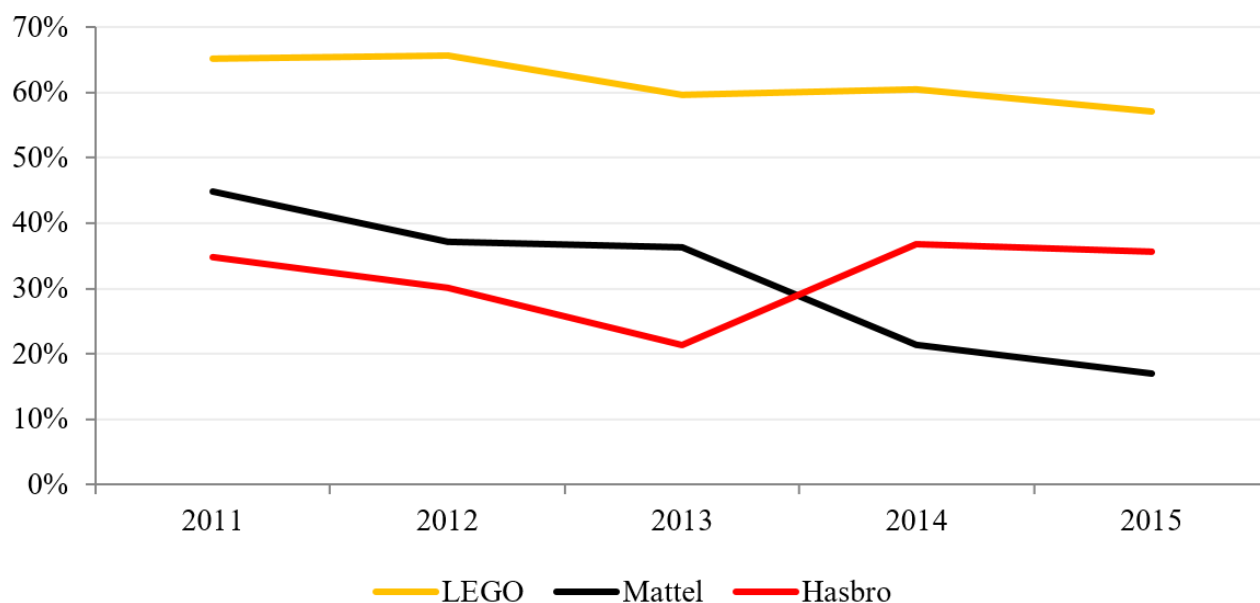
Til at beregne ROE tager vi udgangspunkt i følgende formel:

$$Return\ on\ Equity = ROIC + (ROIC - NBC) \times \frac{NRBD}{BVE}$$

Formlen indikerer, at afkastet på egenkapitalen er afhængig af niveauet og udviklingen i de underliggende nøgletal. Det er dermed muligt at opnå en given ROE på forskellige tilgange. Det fremgår imidlertid af LEGOs regnskaber, at der har været minoritetsinteresser (MIN) fra 2011 til 2014, hvorefter de er blevet købt ud i 2015. Dette er vi nødt til at tage højde for i vores beregning af ROE. Vi korrigerer for minoritetsinteresser ved at holde deres andel udenfor, når vi beregner de underliggende nøgletal, som beskrevet i ovenstående formel.

For at vurdere om LEGO har opnået et tilfredsstillende resultat, vil vi løbende sammenligne deres resultater med virksomhederne fra den udvalgte peer-gruppe. I gennemgangen af hvert nøgletal vil vi først analysere den historiske udvikling for LEGO og dernæst sammenligne denne med peer-gruppen. Nedenstående figur viser ROE for LEGO og de udvalgte peers for perioden 2011-2015:

Figur 23 - ROE for LEGO og peers i perioden 2011-2015



Egen tilvirkning – jf. appendix 12 for beregninger

Af figur 23 fremgår det, at LEGO's ROE har set en negativ udvikling over perioden, hvor den er faldet fra 65,23% i 2011 til 57,12% i 2015. På trods af dette fald er LEGO's ROE på et væsentlig højere niveau sammenlignet med niveauet for Mattel og Hasbro. Vi kan se, at LEGO i 2011 har opnået et ROE på ca. 20% og 30% højere end i hhv. Mattel og Hasbro. Af de tre virksomheder er Hasbro den eneste, der har formået at løfte dens ROE til et højere niveau i 2015 ift. analysens første år.

Alle tre virksomheder havde en nedadgående trend frem til 2013. Fra 2013 til 2014 så LEGO en lille stigning i ROE, hvortil Hasbro opnået end ROE på 36,8% mod 21,4% i 2013. I modsætning til dette så Mattel et yderligere fald i ROE fra 36,2% i 2013 til 21,4% i 2014. Fra 2014 til 2015 så LEGO og Mattel et fald på 3-4% og Hasbro et på 1,3%. I forhold til Mattel og Hasbro må LEGO's ROE konkluderes at have været på et tilfredsstillende niveau over hele perioden.

I de efterfølgende afsnit går vi i dybden med, hvordan udviklingen i ROE har været påvirket af afkastet fra hhv. LEGO's drifts- og finansieringsaktiviteter, og hvordan deres adskiller sig fra konkurrenterne.

4.5.2 Afkast fra driftsaktiviteter

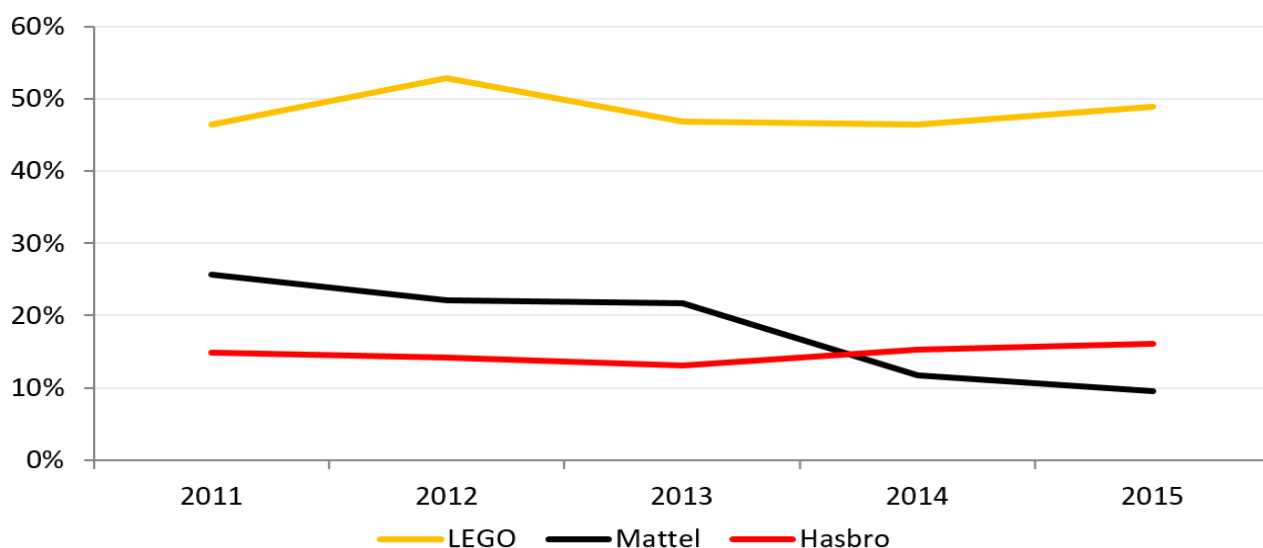
4.5.2.1 ROIC

Return on invested capital (ROIC), er det overordnede nøgletal til at vurdere rentabiliteten af en virksomheds driftsaktiviteter. Nøgletallet viser, hvor god en virksomhed er til at tjene penge, da det udtrykker det procentuelle opnåede afkast på den investerede kapital i virksomheden. ROIC kan beregnes ved brug af følgende formel:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Gns. Investeret kapital}$$

Nedenstående figur 24 viser den historiske udvikling i LEGO's ROIC, hvortil niveauet er holdt op mod de udvalgte peers:

Figur 24 - Udvikling i ROIC for LEGO og peers



Egen tilvirkning – jf. appendix 13 for beregninger

ROIC har over den historiske periode udviklet sig i gunstig retning for LEGO og er steget fra 46,5% i 2011 til 49% i 2015. Den største fremgang og det højeste niveau i perioden for LEGO's ROIC blev set fra 2011 til 2012, hvor den steg fra 46,5% til 52,9%. I årene efter vendte den positive trend dog og LEGO oplevede at ROIC faldt til 46,9% i 2013 og yderligere til 46,5% i 2014. Niveauet i 2014 var dog stadigvæk på niveau med 2011. LEGO fik vendt den nedadgående udvikling og lykkedes med at forbedre ROIC i 2015, hvor de opnåede et afkast på 49%. Den samlede positive udvikling i ROIC i perioden indikerer altså, at LEGO opnår et større afkast på driften end tidligere, hvilket, alt andet lige, påvirker ROE positivt, og har dermed ikke været årsag til det faldende niveau i ROE.

Sammenlignet med Mattel og Hasbro er LEGO's ROIC på et helt andet niveau. Af figur 24 fremgår det at Mattel over perioden har haft problemer i driften, da deres ROIC er faldet fra 25,7% i 2011 til 9,6% i 2015,

hvilket har været en udslagsgivende faktor for faldet i Mattels ROE i perioden. Hasbro har samlet set over perioden set en lille stigning i deres ROIC og overgår i 2014 og 2015 Mattel, men har ligget nogenlunde stabilt i niveauet 13-16%. LEGO opnår dermed et procentuelt afkast på dens driftsaktiviteter, som er hhv. tre og fem gange større end Hasbro og Mattel. Vi vil i nedenstående afsnit gå i dybden med ROICs underliggende value drivere for at opnå en bedre forståelse af, hvad der har været udslagsgivende for LEGO's relative store afkast.

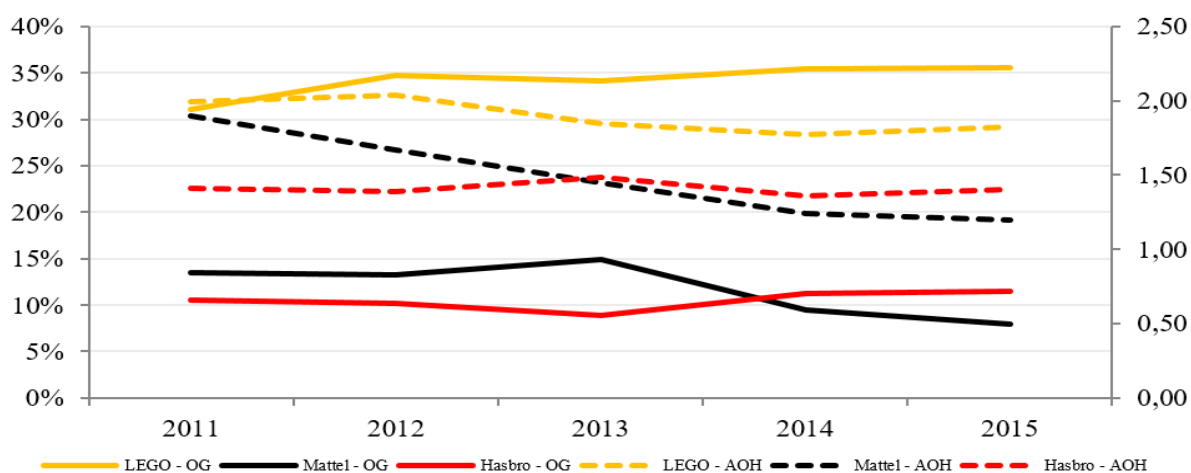
4.5.2.2 Overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed

ROICs underliggende value drivere er overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, der begge er udslagsgivende for niveauet og udviklingen i en virksomheds ROIC. Overskudsgraden (OG) er en indikator for, hvor god en virksomhed er til at generere overskud på hver omsætningskrone. Aktivernes omsætningshastighed (AOH) er en indikator for virksomhedens kapitaltilpasningsevne og viser hvor megen omsætning, der genereres for hver krone investeret i driften af virksomheden.

$$OG = \frac{NOPAT}{Nettoomsætning} \quad AOH = \frac{Nettoomsætning}{Gns. Investeret Kapital}$$

Foruden at kommentere på hvordan OG og AOH har påvirket ROIC i den historiske periode, vil vi herunder også se nærmere på, hvilke af de underliggende value drivere til OG og AOH, der har været årsag til udviklingen i disse nøgletal. Dette gør os i stand til at få en endnu dybere forståelse, ved at kunne se hvilke specifikke poster i regnskabet, der har været udslagsgivende. De forskellige underliggende value drivere til OG og AOH vil blive inddraget løbende de steder, hvor de er relevante. En oversigt over dem fremgår endvidere af vores trend- og common-size analyse, se appendix 11. Nedenstående figur 25 viser udviklingen i virksomhedernes OG og AOH for perioden 2011-2015:

Figur 25 - Udvikling for OG & AOH for LEGO og peers, 2011-2015



Egen tilvirkning – jf. appendix 14 for beregninger

Den store fremgang i ROIC fra 2011 til 2012 skyldes en forbedring af både OG og AOH. Fra 2011 til 2012 steg OG fra 23,3% til 25,9%, hvor omsætningen steg procentuelt mere end produktions-, salgs- og distributionsomkostninger, hvilket medførte en forbedret brutto- og EBITDA-margin. Stigningen betød altså, at LEGO gik fra at generere et overskud på 23,3 øre pr. omsætningskrone til et overskud på 25,9 øre. I samme periode steg AOH fra 1,99 til 2,04 og LEGO genererede dermed 2,04 kr. omsætning pr. krone investeret kapital mod 1,99 kr. før. Fremgangen i ROIC var med andre ord en kombination af, at LEGO i 2012 skabte en større omsætning pr. krone investeret i driften og at en større andel af omsætning endte som overskud ift. i 2011.

Det realiseret fald i ROIC fra 2012 frem til 2014 skyldes hovedsageligt en forværret AOH, som faldt fra 2,04 i 2012 til 1,85 i 2013 og yderligere ned til 1,77 i 2014, hvilket gav et samlet fald på 13%. Den negative udvikling i nøgletallet fra 2012 til 2014 skyldtes LEGO øgede kapacitets investeringer i nye produktionsfaciliteter, som skulle sikre at LEGO ville være i stand til at imødekomme den fremtidige efterspørgsel fra forbrugerne. LEGO investerede i perioden 3,89 mia. kr. i langfristede materielle anlægsaktiver, som heraf så en stigning på 85,2%. Her er det især nye investeringer for ca. 1 mia. kr. i posten "aktiver under opførsel og forudbetaling" som er udslagsgivende for den negative udvikling i AOH, da der her er tale om kapital bundet i aktiver, der endnu ikke genererer omsætning.

At ROIC, på trods af den negative udvikling i AOH, var på omtrent samme niveau i 2014 som i 2013, skyldes virksomhedens forbedrede OG fra 2013 til 2014. LEGO formåede her igen at øge både brutto- og EBITDA-margin, der grundet en lavere stigning i omkostningsniveauet for produktion, salg og distribution ift. niveauet for omsætningen steg til hhv. 74,3% og 39,4% i 2014 fra 73,2% og 38,1% i 2013.

Den sette fremgang i ROIC fra 2014 til 2015 skyldes hovedsageligt en forbedret AOH, der steg med 2,82% fra 1,77 i 2014 til 1,82 i 2015. Til trods for yderligere investeringer i materielle anlægsaktiver i 2015 på 1,85 mia. kr., så er det her lykkedes for LEGO at generere en procentuel større omsætningsvækst ift. den øgede investeret kapital. En af faktorerne for at LEGO i 2015 skaber større omsætning pr. krone investeret i virksomheden er, at kapitalen bundet i "aktiver under opførsel og forudbetaling" er faldet med 32,3% fra 1,59 mia. kr. til 1,07 mia. kr. i 2014 og kun udgør 4,98% af den investeret kapital i 2015 mod 9,04% i 2014. Ikke-operationelle driftsaktiver udgør derfor en mindre andel end tidligere, hvorved en større andel af den investeret kapital er i aktiver, der genererer omsætning.

Vores analyse viser, at fremgangen i ROIC fra 46,% i 2011 til 48,95% i 2015 skyldes at LEGO over perioden har fået bedre styr på sit omkostningsgrundlag og dermed opnår et større overskud pr. omsætningskrone ift. tidligere. Driftsoverskuddet er steget fra 23,3% i 2011 til 26,8% i 2015, som følge af en forbedret brutto- og EBITDA-margin. Stigningen i OG har dermed været kraftig nok til at overgå den negative udvikling set i AOH over perioden. Det skal dog holdes in mente, at nedgangen i AOH i stor grad skyldes de store investeringer i

nye produktionsfaciliteter, som blev foretaget med henblik på de fremtidige vækstmuligheder. Forbedringen i AOH fra 2014 til 2015 er sket i takt med at LEGO er blevet færdig med udbygningen af forskellige produktionsanlæg. Som vores strategiske analyse viste, så blev fabrikken i Ungarn indviet i 2014 og man begyndte at producere på fabrikken i Kina i 2015, da første del stod færdigt. Der kan argumenteres for at der vil ses yderligere forbedringer i AOH fremadrettet ift. niveauet for 2015 i takt med flere af udvidelsesplanerne bliver færdiggjort.

Sammenlignet med Mattel og Hasbro, så er LEGOs OG i 2011 2-3 gange større, jf. figur 25. Mattels OG har i perioden været fluktuerende, men er samlet set faldet fra 13,5% i 2011 til 8% i 2015. Hasbro har derimod set en stigende OG fra 10,2% i 2011 til 11,5% i 2015. En af de afgørende faktorer for LEGOs højere OG er en væsentlig højere brutto-margin. Den lå i 2015 for LEGO på 75% sammenlignet med 50% og 62% for hhv. Mattel og Hasbro. Vi vurderer, at LEGOs højere brutto-margin til dels kan tilskrives virksomhedens stærke brand og virksomhedens fokus på én enkel legetøjskategori. Deres store brandværdi gør, at de er i stand til at tage en højere pris for deres produkter. Dertil kan det antages at deres fokus på én enkelt kategori giver dem større ekspertise og dermed kan producere mere effektivt sammenlignet med Mattel og Hasbro, som har mere diversificeret produktporteføljer.

Ser vi på virksomhedernes AOH, så er LEGOs over hele perioden på et højere niveau. Mattels AOH har i perioden været faldende fra 1,9 i 2011 til 1,2 i 2015 og skyldes kombinationen af en faldende omsætning og en øget investeret kapital. Hasbro har imidlertid formået at opretholde AOH på et stabilt niveau gennem perioden og lå i 2011 og 2015 på 1,41. Ud fra dette kan vi konkludere at LEGOs OG og AOH begge ligger på et tilfredsstillende niveau.

4.5.3 Afkast fra finansieringsaktiviteter

En virksomheds afkast fra finansieringsaktiviteter er drevet af dens finansielle gearing (FGEAR) og dens rentemarginal, også kendt som spread. Vi ser nærmere på begge herunder.

4.5.3.1 - Spread

Spread måles som forskellen på virksomhedens ROIC og dens netto låneomkostninger (NBC). Nøgletallet fortæller om en virksomhed tjener penge på at finansiere dens investeret kapital via fremmedkapital. I de tilfælde, hvor driften genererer et afkast højere end virksomhedens NBC, kan det betale sig for virksomhedens ejere at anvende fremmedkapital som finansieringskilde, og derved geare virksomheden mere, da det vil medføre en større ROE. Formlerne for at beregne NBC og spread er følgende:

$$NBC = \frac{\text{Nettofinansielle omkostninger efter skat}}{\text{Nettorentebærende gæld}}$$

$$\text{Spread} = ROIC - NBC$$

Vi gennemgik virksomhedernes ROIC i forrige afsnit. For at finde virksomhedernes spread mangler vi nu virksomhedernes NBC, som fremgår af nedenstående tabel 7:

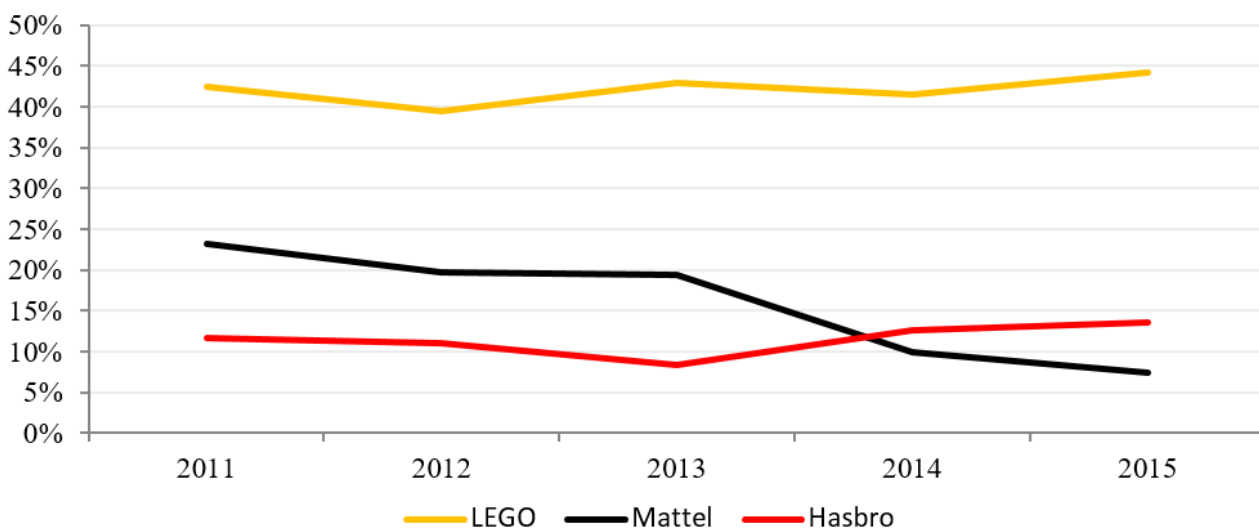
Tabel 7 – Net Borrowing Cost

Virksomhed	2011	2012	2013	2014	2015
LEGO	4,0%	13,4%	4,0%	5,0%	4,8%
Mattel	2,5%	2,5%	2,3%	1,9%	2,1%
Hasbro	3,2%	3,1%	4,8%	2,7%	2,6%

Egen tilvirkning

Af tabel 7 kan vi se, at LEGO betaler mere en større rente for virksomhedens fremmedkapital end det er tilfældet for Mattel og Hasbro. Vi har nu de nødvendige komponenter til at kunne beregne virksomhedernes spread, som fremgår af nedenstående figur for perioden 2011-2015:

Figur 26 - Spread for LEGO og peers



Egen tilvirkning - jf. appendix 12 for beregninger

Figur 26 viser at LEGOs spread har haft en stigende trend over perioden fra 42,29% i 2011 til 43,53% i 2015, dog med udsving løbende. Den positive udvikling i spread skyldes at LEGOs ROIC er steget procentvist mere end deres NBC. Af denne årsag er det over perioden derfor blevet mere lukrativt for LEGO at anvende fremmedkapital som finansieringskilde end det tidligere har været.

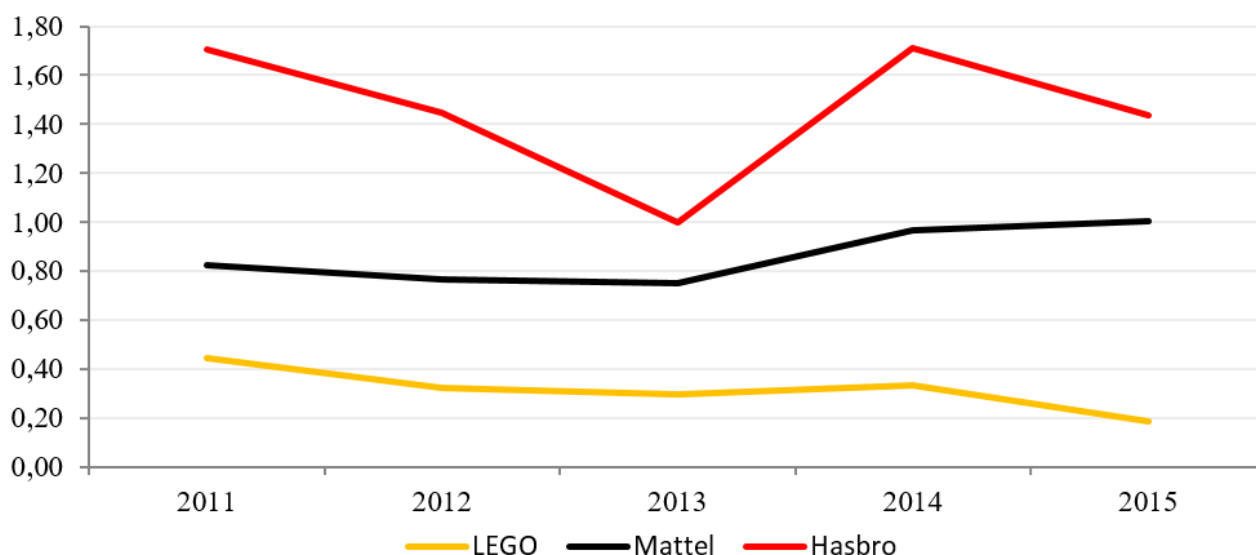
Sammenlignet med Mattel og Hasbro, så er LEGOs spread på et meget højt niveau ift. konkurrenternes. Vi så at LEGOs NBC var på et højere niveau end Mattel og Hasbro, hvorved at det er LEGOs høje ROIC, der er udslagsgivende for det store spread.

4.5.3.2 Finansiell gearing

En virksomheds finansielle gearing (FGEAR) viser størrelsesforholdet mellem en virksomheds nettorentebærende gæld (NRBD) og egenkapital. NRBD udgøres af forskellen mellem en virksomheds rentebærende gæld og dens rentebærende aktiver, såsom kontanter og værdipapirer. En virksomheds finansielle gearing beregnes ved brug af følgende formel:

$$FGEAR = \frac{NRBD}{BVE} = \frac{\text{Nettorentebærende gæld}}{\text{Gns. egenkapital}}$$

Figur 27 - LEGO og peers finansielle gearing



Egen tilvirkning – jf. appendix 12 for beregninger

Af figur 27 fremgår det at LEGO's FGEAR er mere end halveret over den analyseret periode, hvor den er faldet fra 0,44 i 2011 til 0,19 i 2015. Udviklingen i FGEAR har været drevet af at LEGO's NRBD har ligget på omtrent samme niveau over perioden, imens at den bogførte værdi af egenkapitalen er steget med 128%. Stigningen i egenkapitalen skyldes, at man, til trods for at have udbetalt milliardstore udbytter, har re-investeret en stor del af de respektive års overskud i virksomheden. Disse re-investeringer har været også med til at holde NRBD niveau nede, da en del af midlerne er brugt til at finansiere finansielle aktiver. De finansielle aktiver er i perioden steget med 176%, drevet kraftigt af at tilgodehavender hos nærtstående parter i perioden er steget med 152,9% fra 1,95 mia. kr. i 2011 til 4,93 mia. kr. i 2015. Den rentebærende gæld er i samme periode kun steget med 72%, hvor stigningen i finansielle aktiver har været stor nok til at få NRBD til at falde med 4%.

LEGO har altså, på trods af et meget stort positivt spread, valgt at mindske deres brug af gældsfinansiering til at finansiere deres aktiver med. Den lavere gearing i LEGO er den grundlæggende årsag for den negative udvikling vi i LEGO's ROE, da ROIC og Spread begge har udviklet sig i gunstig retning over perioden. En større gearing af virksomheden ville have medført en højere ROE. En gearing af virksomheden i 2015 på

niveau med de tidligere år ville have medført en ROE i intervallet 62% til 68,28% mod de opnåede 57,12%. Af figur 27 kan vi se at Mattel og Hasbro har en anden tilgang til at anvende fremmedkapital, som finansieringskilde.

4.6 Risikoanalyse

Vi vil i dette afsnit foretage en risikoanalyse med henblik på at belyse LEGOs risikoprofil. Ved at se nærmere på risikoprofilen, vil vi kunne belyse usikkerheden omkring de fremtidige cash flows, hvilket har en stor betydning for både ejerne af virksomheden og eventuelle fremtidige investorer. Desto højere usikkerheden der er forbundet med de fremtidige cash flows er, desto højere afkast vil kapitalejerne kræve. Dette vil senere fremgå i værdiansættelsen, som en overvejelse i forhold til estimeringen af beta værdien for egenkapitalen. Beta værdien er en funktion af operationel og finansiel risiko, og vi vil derfor se nærmere på begge faktorer.

4.6.1 Operationel risiko

Operationel risiko opdeles i tre hovedgrupper: ekstern-, strategisk- og driftsrisiko. Den eksterne risiko består af de udefrakommende faktorer, som kan påvirke virksomheden. Nogle af de væsentligste faktorer blev gennemgået i PESTEL analysen tidligere. Den strategiske risiko omhandler generelt risikoen i industrien, som blev gennemgået i Porter's Five Forces. Den operationelle risiko, er i virkeligheden den risiko der opstår i driften. Risikoen opstår som følge af volatiliteten i ROIC, i det produktionsvirksomheder kan opleve svingende salgsmængder og priser, samtidig at der kan være bundet en del faste omkostninger i driften (Sørensen, 2012:215). ROIC drives af udviklingen i dens underliggende value drivere, OG og AOH, som blev analyseret i forrige afsnit.

Analysen viste, at LEGO har en høj OG, som de formår at forbedre år til år, ved at effektivisere produktionen og holde omkostningsniveauet så lavt som muligt ift. omsætningen. Samtidig har AOH været lav, qua investeringerne i produktionsanlæg, hvilket har påvirket ROIC negativt. Fordelen ved den høje OG er, at den har formået at opveje den negative effekt af AOH. Dette har betydet at LEGOs ROIC er steget fra 46,5% i 2011 til 48,95% i 2015 og denne fremgang indikerer lav operationel risiko.

4.6.2 Finansiell risiko

Denne del af analysen fokuserer på effekten af den finansielle gearing og låne karakteristikken på den samlede finansielle risiko. Disse har en stor betydning for det afkast investorerne vil kræve, da de får deres penge efter, at kreditorerne er blevet betalt og derfor løber en større risiko. Vi ser på den finansielle gearing og spread, som blev analyseret, som også blev analyseret i den forrige afsnit. Vi så at udviklingen i ROIC har været procentvist højere end LEGOs spread, hvilket betyder at LEGO rent faktisk kunne tjene penge på at optage yderligere gæld for at finansiere nogle af sine investeringer. Når vi ser på den finansielle gearing, har vi set en nedadgå-

ende trend, som indikerer at LEGO ikke ønsker at bruge gæld som finansieringskilde. Ved at nedbringe niveauet af NRBG ift. egenkapitalen i virksomheden, nedbringer LEGO samtidig også sin finansielle risiko. Hvis LEGO er 100% egenkapitalfinansieret, vil der ikke være nogen finansielle risiko. Dette vil have en betydning for den systematiske risiko på egenkapitalen, som vi skal estimere senere i afhandlingen. Jo højere finansielle gearing, jo højere systematisk risiko og derved også højere afkastkrav.

Oftest ser vi virksomheder med høj operationel risiko, prøve at nedbringe deres finansielle gearing og dermed den samlede risiko. Analysen indikerer at den øgede effektivisering af driften og den øgede fokus på at nedbringe gælden, resulterer i at LEGO's overordnede risikoprofil er relativt lav. De har formået at nedbringe både den operationelle- og finansielle risiko.

5. Budgettering

Vi vil i dette afsnit opstille vores udarbejdede budget for LEGO og gennemgå dets underliggende forudsætninger. Budgettet skal danne grundlaget i den efterfølgende værdiansættelse af LEGO og baseres på de fundne resultater fra opgavens strategiske og regnskabsmæssige analyse.

Budgettering bærer præg af at vi er eksterne analytikere og derfor kun har adgang til offentlig tilgængelig information. Med adgang til intern information ville det have været muligt at lave en dyberegående og mere detaljeret budgettering. Vores budgettering tager udgangspunkt i "The sales-driven approach", da vi mener, at denne fremgangsmåde sikrer en mere realistisk kobling mellem en virksomheds aktivitets-, omkostnings- og investeringsniveau i forhold til "the line-item approach", da regnskabsposter, som fx driftsomkostninger og investeringer, ifølge denne er drevet af det forventede aktivitetsniveau, i.e. omsætningsvækst (Petersen, & Plenborg, 2012:175).

5.1 Budget- & terminalperiode

En analytikers valg af budgetperiodens længde afhænger af en række vigtige overvejelser. Overordnet set skal budgetperioden være lang nok til at virksomhedens value-drivere kan nå et steady-state niveau. Valget afhænger dermed af, hvor langt ud i fremtiden analytikeren med en vis rimelighed kan forudsige variationer i disse. Først og fremmest skal budgetperioden være tilstrækkelig lang for at sikre, at salgsvæksten når steady-state, hvor virksomhedens langsigtede vækstrate vil være konstant og overnormal salgsvækst forsvinder.

Terminalperioden begynder når det ikke længere giver mening for analytikeren at forecaste udviklingen i de forskellige regnskabsposter, men i stedet forudsætte at de fra det punkt af vil vokse med en konstant vækstrate fremadrettet. Forventede ændringer i de underliggende finansielle drivere skal dermed implementeres løbende i budgetperioden. At niveauet i terminalperioden er konstant sikrer at omkostninger og investeringer vil udgøre en konstant procentdel af omsætningen, hvorved virksomhedens OG og AOH holdes konstant. Yderligere så

antages den anvendte kapitalstruktur at være konstant, således at virksomheden opererer med en fast FGEAR. Terminalperioden vil således resultere i et frit cash flow, der vokser med en konstant rate i al fremtid.

5.2 Valg af value drivere

Budgetperiodens længde har betydning for detaljeringsgraden i vores budgettering. Desto længere budgetperioden er, desto større usikkerhed er udviklingen i de finansielle drivere behæftet med, da vi forsøger at forecaste længere ude i fremtiden. Denne større usikkerhed øger behovet for at samle regnskabsposter i færre større grupper, således at vi forecaster udviklingen for det samlede omkostningsniveau fremfor udviklingen i hver enkelt (Petersen, & Plenborg, 2012:186). Ud fra dette har vi fx valgt at samle LEGO's driftsomkostninger i én samlet value-driver, hvorved vi forecaster virksomhedens fremtidige EBITDA-margin. Vi har i vores budgettering valgt at tage udgangspunkt i følgende finansielle value drivere, som vi vurderer har en væsentlig betydning for den fremtidige udvikling i LEGO:

1. Omsætningsvækst
2. EBITDA-margin
3. Afskrivninger
4. Skattesats
5. Netto låneomkostninger
6. CAPEX
7. NWC
8. NRBG

Ovenstående value drivere vil blive budgetteret for budgetperioden 2016-2025 samt terminalperioden. At samle de underliggende value drivere i de ovenstående tjener yderligere det formål, at vi nemmere kan lave ændringer i de overordnede parametre i den senere følsomhedsanalyse og se, hvilke konsekvenser det vil have for vores estimerede værdi af LEGO. Til trods for at vi budgetterer dem på et overordnet niveau vil vi dog dekomponere EBITDA-margin, CAPEX og NWC og analysere hvordan de underliggende value drivere historisk har udviklet sig og holde dette op mod fundne resultater fra den strategiske analyse, der kan give os indikationer af, hvordan disse vil påvirke den overordnede value drivere fremadrettet. Vi gennemgår herunder de udvalgte value drivere. Det samlede udarbejdede budget og cash flow statement fremgår af appendix 15.

5.2.1 Omsætningsvækst

I budgetteringen af en virksomheds finansielle udvikling er omsætningsvæksten et yderst vigtigt nøgletal at estimere. At estimere denne så realistisk som muligt er dog en svært udfordrende proces, da en lang række forskellige strategiske faktorer påvirker nøgletallets niveau og retning.

Budgettets troværdighed afhænger af realismen i den budgetteret omsætningsvækst, da de udvalgte finansielle value drivere, direkte eller indirekte, budgetteres ud fra forventningen om, at de i budget- og terminalperioden vil udgøre en bestemt procentdel af omsætningen. En højere omsætningsvækst vil dermed, alt andet lige, medføre større årlige nominelle cash flows, og heraf en større nutidsværdi, hvilket vil føre til en højere endelig værdiansættelse. Det modsatte scenarie gør sig gældende ved en lavere omsætningsvækst. Det er derfor vigtigt at den budgetteret omsætningsvækst er velbegrunderet.

En virksomheds historiske præstationer er et vigtigt element i en analytikers definition af dennes fremtidige forventninger til virksomheden. Ser vi på den historiske udvikling i LEGO's omsætningsvækst, så har man i alle årene, bortset fra i 2013, realiseret to cifrede vækstrater. Til trods for dette har udviklingen dog budt på store niveauforskelle over perioden, hvilket fremgår af tabel 8.

Tabel 8 - Historisk omsætningsvækst for LEGO

	2011	2012	2013	2014	2015	Middelværdi
Omsætning	18.731	23.405	25.294	28.578	35.780	
Omsætningsvækst (år-til-år)		24,95%	8,07%	12,98%	25,20%	17,80%
Omsætningsvækst (ift. 2011)		24,95%	35,04%	52,57%	91,02%	

Egen Tilvirkning

Fra en omsætningsvækst på 24,95% i 2012 faldt denne drastisk til periodens laveste niveau på 8,07% i 2013. I de efterfølgende år vendte den nedadgående trend, hvortil væksten i omsætningen steg til hhv. 12,98% i 2014 og til periodens højeste niveau på 25,2% i 2015. Ser vi samlet på perioden, så har LEGO haft en gennemsnitlig omsætningsvækst på 17,80%. Vi vurderer dog, at udsvingene i periodens omsætningsvækst har været for store til at periodens historiske gennemsnit alene kan anvendes som et godt retvisende estimat for den fremtidige udvikling i LEGO's omsætning. Vi er nødt til at inddrage andre faktorer for at kunne vurdere om middelværdien er et retvisende estimat eller om det skal justeres.

Ser vi nærmere på LEGO's egne forventninger til den fremtidige vækst, så er de, sammenlignet med de historiske præstationer og senere års positive trend, på et væsentligt lavere niveau. De langsigtede forventninger er, at LEGO over de kommende år vil vokse moderat mere end det globale legetøjsmarked, som forventes at se lave encifrede vækstrater. Forventningerne til salgsvæksten i 2016 er, at den vil være på linje med de langsigtede forventningerne og at disse skal opnås gennem virksomhedens fortsatte fokus på innovation og global ekspansion (LEGO Årsrapport, 2015:8).

Med den positive udvikling og succes som LEGO har haft i den historiske periode, den heraf afledte større hype om virksomheden og deres globale udvidelsesplaner, så vurderer vi, at en omsætningsvækst moderat over det globale legetøjsmarkeds, der årligt forventes at vokse med 2,7%, er et for lavt niveau for 2016 og de første

år i budgetperioden og er i vores optik ikke retvisende. Det virker urealistisk for os, når det holdes op imod de senere års høje niveau samt positive udvikling i omsætningsvæksten.

Vi er dog også klar over, at der er forskel på den data vi har tilgængelig som eksterne analytikere, når der er tale om en unoteret virksomhed i forhold til en børsnoteret. Fælles for dem er, at de har et ansvar overfor deres investorer. Den børsnoteret virksomhed står imidlertid overfor strengere krav, når det kommer til hvor eksplicit og detaljeret den eksterne information skal være ifbm. med fx årsrapporter og børsmeddelelser, som kan påvirke dens aktiekurs.

Det gør sig ikke gældende på samme måde for den unoterede virksomhed. Der stilles formentlig samme krav til LEGO fra dens investorgruppe, men forskellen er her, at man ikke behøver at offentliggøre data med samme detaljeringsgrad, men at denne kan holdes internt. Af den grund mener vi, at man skal forsigtig på med at lægge for stor vægt på de langsigtede vækst forventninger i LEGOs årsrapport. Vækstmålet for 2015 var ligeledes at vokse moderat foran legetøjsmarkedet, som man forventede ville se lave en-cifrede vækstrater. Virksomheden endte med en omsætningsvækst på 25,2% det år.

Vi vil herunder supplere vores estimering af omsætningsvæksten med fundne resultater fra den strategiske analyse som kan være relevante for den fremtidige udvikling i LEGOs omsætning.

Udviklingen på markedet for konstruktionslegetøj

En virksomheds omsætning er en funktion af den underliggende markedsvækst og virksomhedens evne til at levere bedre konkurrencedygtige produkter end dens konkurrenter (Petersen, & Plenborg, 2012:200).

Markedet for traditionelt legetøj, som er det LEGO hovedsageligt opererer på, forventes at vokse med ca. 12 mia. USD og have samlede værdi af 92,3 mia. USD i 2020. Væksten på dette marked forekommer på baggrund af en generel fremgang i samtlige af de underliggende kategorier, jf. figur 10. Det iøjnefaldende er her, at konstruktionslegetøj er den kategori, der forventes at se den største samlede vækst over perioden, og vil i 2019 være den største kategori på markedet. Salget af konstruktionslegetøj i 2015 lå på ca. 10 mia. USD og forventes i 2019 at beløbe sig til ca. 12,5 mia. USD, hvor salget i de næststørste kategorier “dukke og accessories” og “brætspil og puslespil” i 2019 vil være på ca. 10 mia. USD.

Ser vi nærmere på LEGOs store markeder, så blev der i 2015 oplevet vækst på størstedelen af dem. Det russiske marked var det eneste som så en signifikant nedgang målt i DKK, grundet svære forhold for den russiske valuta. Der blev i salget af produkter på koncernens største enkeltstående marked, USA, set to-cifrede vækstrater i 2015. Det samme gjorde sig gældende på virksomhedens store vesteuropæiske markeder såsom England, Frankrig og Italien, samt yderligere også på det kinesiske marked. I central- og nordeuropæiske lande blev der set sunde encifret salgsvækster i intervallet 5-9%. At der stadigvæk ses to-cifrede vækstrater på flere af LEGOs

store og mere veletableret markedet indikerer, at disse på nuværende tidspunkt endnu ikke er mættet. Vi vurderer, at dette alene taler for en højere omsætningsvækst i de første år af budgetperioden end de opstillede forventninger til den fra LEGO selv.

Yderligere, så er der på flere af LEGOs markeder stort potentiale for fremtidig omsætningsvækst, men det er især den asiatiske region og mere præcist det kinesiske marked, som kan vise sig at blive det næste store vækstmarked og fremtidige kernemarked for LEGO. Udviklingen på det kinesiske marked forventes at være den største drivkraft bag væksten på markedet for konstruktionslegetøj, da kategorien over perioden vurderes til at vokse med 136,6% fra 2015 til 2020. Kategorien forventes årligt at ville vokse med 18,8% i snit og vil i 2020 være en af de største legetøjskategorier. LEGO er tilstede på det kinesiske marked, men er her ikke lige så veletableret, som på det amerikanske eller vesteuropæiske. Vi er af den overbevisning, at det der til dels skal være med til at drive LEGOs vækst fremadrettet, er fortsat fremgang og udbredelse af virksomheden på det kinesiske marked.

For at kunne forsyne det voksende asiatiske marked begyndte LEGO i 2013 byggeriet af egne moderne produktionsfaciliteter i Jiaxing, Kina. Produktionen startede allerede op i 2015, da første del af fabrikken stod færdigt, og når faciliteterne er fuldt operationelle i 2017 forventer LEGO at de vil være i stand til at levere 70-80% af alle LEGO produkter, som sælges på det asiatiske marked. Formålet med at have egne produktionsfaciliteter i Kina, og generelt for LEGOs produktion, er det strategiske mål om at have produktion placeret tæt på sine kernemarkeder. Man er således i stand til hurtigere at kunne tilpasse produktionen til efterspørgslen samt tilbyde en lavere leveringstid end tidligere. Produktionsfaciliteterne er yderligere også gearet til, hvis efterspørgslen på LEGO produkter udvikler sig gunstigere end man forventer, da produktionskapaciteten kan udvides.

Prisen på LEGO produkter bærer præg af at det er tale om et kvalitetsprodukt. Den højere pris giver imidlertid nogle udfordringer på det asiatiske og kinesiske marked, som man ikke står overfor på helt den samme måde på i det amerikanske eller andre vesteuropæiske lande, da den kinesiske indkomst pr. husstand er lavere. JVK har selv forklaret, at det ikke er kulturelle forskelle, der er den største udfordring for LEGO på det kinesiske marked. Den største udfordring og som er altafgørende for salgsvækst i Kina er hvorvidt de kinesiske forbrugere har råd til at købe LEGOs produkter.

Historisk set har stigende indkomster på emerging markets været en af faktorerne bag fremgangen på legetøjsmarkedet, og hermed formentligt også i LEGOs omsætning. Fremadrettet forventes yderligere indkomststigninger på emerging markets at være en af vækstdriverne på markedet for traditionelt legetøj. At flere børnefamilier, især i Kina, får større indkomster betyder at antallet af potentielle kunder vokser, hvilket taler for at LEGO kan opnå yderligere markedsandele og derigennem øge deres omsætning.

Flere af virksomhedens mere veletablerede markeder forventes at vækste i budgetperioden. Det amerikanske marked er LEGOs største og salget af konstruktionslegetøj forventes her stige med 4,6% årligt og 25% fra 2015 til 2020. Tilsvarende gør sig gældende på virksomhedens store vesteuropæiske markeder som England og Frankrig. Konstruktionslegetøj forventes her at stige med 44,1% og 31,7% over samme periode. LEGOs kategori vil altså fremadrettet stadigvæk se relative store vækstrater på de forskellige markeder, men vi kan også se at de er aftagende sammenlignet med det historiske niveau.

Det kinesiske marked er det eneste, der fremadrettet forventes at kunne opretholde vækstrater på omtrent samme niveau, som historisk. Aftagende vækstrater på flere af de store markederne taler, alt andet lige, for en lavere omsætningsvækst. Vi vurderer derfor, at det kan blive svært for LEGO fremadrettet at opnå en omsætningsvækst på et tilsvarende niveau, som de 25,2% i 2015.

Fremgangen på legetøjsmarkedet stemmer godt overens med den økonomiske udvikling, hvor vi historisk har oplevet økonomisk vækst i verdensøkonomien med positiv i BNP i intervallet 3-5%. Dette billede menes at fortsætte i forecast perioden, hvor en økonomisk vækst i intervallet 3-4% er forventet. I vores PESTEL-analyse fandt vi en række politiske forhold, som i værste fald kan vise sig at være hæmmende for den forventede fremgang i verdensøkonomien. Udfaldet af det amerikanske præsidentvalg kan, baseret på tidligere udtalelser, føre til ringere samhandelsforhold mellem USA og EU og USA og Mexico. Dernæst så vi at briterne med Brexit valgte at melde sig ud af EU-samarbejdet, hvilket skaber en vis usikkerhed, da der nu skal forhandles nye handelsaftaler på plads. I dagene efter Brexit fremgik det i medierne at andre lande gik med samme tanker om at sende EU-medlemskabet til folkeafstemning. Hvis flere lande i fremtiden vælger at melde sig ud af EU vil det skabe yderligere usikkerhed og ringere samhandelsforhold. Vi vurderer dog, at det på nuværende tidspunkt er umuligt for os at vurdere konsekvenserne af disse udfald, hvorfor vi har valgt ikke at korrigere herfor i vores budgettering.

Ovenstående faktorer er beskrivende for salgsvæksten på det konstruktionslegetøjsmarked. Vi vil herunder inddrage virksomhedsspecifikke forhold, der kan påvirke LEGOs salgsvækst.

Konkurrencen i branchen

LEGO er på globalt plan den tredje største legetøjsproducent i 2015 og bliver kun overgået af amerikanske Mattel og Hasbro. I modsætning til disse har LEGO i den historiske periode set en stor fremgang i virksomhedens globale markedsandel og sidder i 2015 på 8,2% af markedet. Forskellen mellem de tre virksomheder er, at LEGO fokuserer på en enkelt kategori, hvor Mattels og Hasbros produktportefølje er spredt ud på mange. Indenfor konstruktionslegetøj er LEGO den klare markedsleder og sad i 2015 på $\frac{2}{3}$ af markedet. I takt med kategoriens store vækst er truslen fra nye konkurrenter steget, hvilket Mattels opkøb af Mega Brands i 2014

vidner om. I vores optik er der på nuværende tidspunkt ikke væsentlig konkurrence i kategorien, men vi forventer at denne vil skærpes med tiden som resultat af at flere vil forsøge kræfter med denne. Truslen vil komme fra virksomheder med de fornødne ressourcer til at opkøbe allerede eksisterende producenter af konstruktionslegetøj og til at kunne konkurrere med LEGO på globalt plan.

Den øgede konkurrence i kategorien kan vise sig at blive problematisk for LEGO, da de hovedsageligt genererer deres omsætning herfra. For at nye konkurrenter vil kunne få succes vil det kræve at de kan stjæle markedsandele fra enten LEGO eller en af de andre producenter.

I den henseende er vi af den overbevisning, at en intensiveret konkurrence i første omgang vil omhandle den $\frac{1}{3}$ af markedet, som i 2015 var besat af de andre producenter, grundet LEGOs stærke brand. Foruden at være verdens stærkeste legetøjsbrand i 2015 så er de associeret med kvalitet, bæredygtighed og miljøbevidst, som er værdier forbrugerne viser en stigende interesse for. Dertil, så er det at opbygge et populært nok brand til at kunne tage kampen op med LEGO en svær tidskrævende affære, som foruden massevis af faldgrupper kræver omfattende investeringer i branding og markedsføring. Vi ser det derfor for at være umuligt at kunne slå LEGO på kort sigt. Vi vurderer at LEGOs dominerende position på markedet giver dem et stærkt grundlag for at få andel i den forventede markedsvækst i forecast perioden.

Stærke licensaftaler

Licenslegetøj var en af de primære faktorer bag legetøjsbranchens positive udvikling i den historiske periode, men var det specielt også indenfor konstruktionslegetøj. Forventningerne er at licenslegetøj også vil være en af de faktorer, der vil drive udviklingen i salget fremadrettet. Ser vi nærmere på dets betydning for konstruktionslegetøj, så var det i 2014 den kategori, som generede størst omsætning fra salget af licensprodukter. Der blev set en fremgang i licenslegetøjets andel af det samlede legetøjssalg på samtlige markeder, med undtagelsen af det amerikanske, hvor det faldt fra 56% til 49%. Tilbagegangen her kan skyldes at niveauet til at starte med var på et højt niveau sammenlignet med de andre markeder, og at markedet begynder at mættes, da meget af det licenslegetøj der sælges i dag er baseret på amerikansk udviklede temaer. Det kan tænkes at de amerikanske forbrugere i større grad end tidligere efterspørger nye temaer.

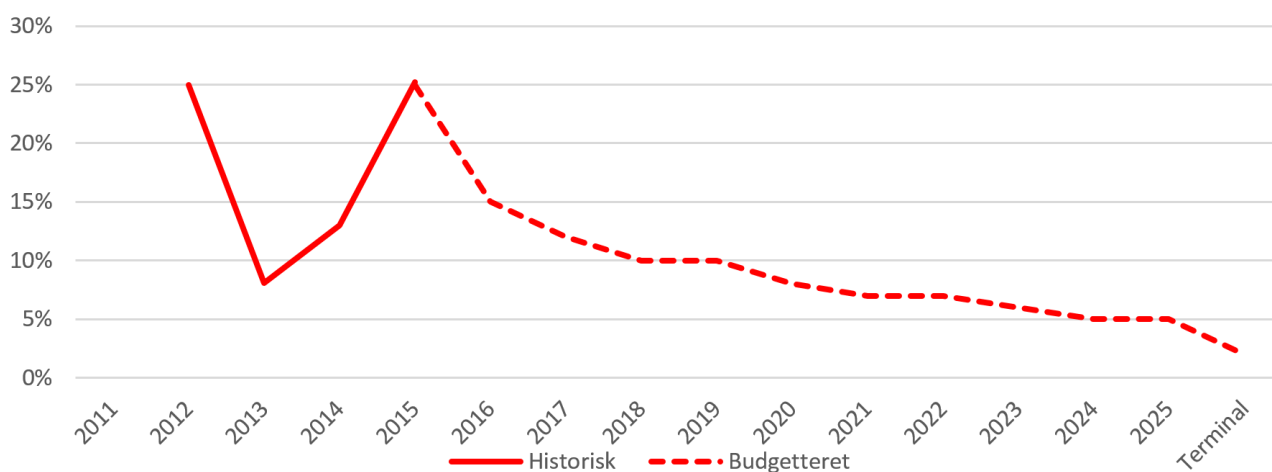
Betydningen af at have licensaftaler med store kendte franchises er en nødvendighed for at have succes på legetøjsmarkedet og de kan være mange penge værd. Mattel mistede i 2014 licensrettighederne til brugen af Disneys Princess til Hasbro, hvilket menes at have kostet Mattel 500 mio. USD i tabt omsætning.

LEGOs nuværende produktportefølje vidner om, at de har licensaftaler med store franchises såsom Star Wars, Marvel, DC Comics og Disney Princess. Der er de kommende år planlagt en lang række nye blockbusterfilm, som alle har licenspotentiale. I forhold til at opnå og fastholde licensrettigheder til disse så gør LEGOs store

brandværdi dem til en attraktiv samarbejdspartner for de store franchises, hvorved vi vurderer at LEGO vil være i stand til at opnå og fastholde dem, da det er i fælles interesse.

Vi fandt at livscyklussen for licenslegetøj er relativ kort, da salget af et givent tema begynder at tage fart i perioden op til premieren på den nye film, hvor salget vil toppe og efterfølgende begynde at aftage i takt med at andre temaer begynder at komme i mediernes lys med deres nye udgivelser. Dette er i overensstemmelse med det faktum at 60% af LEGOs omsætning genereres fra salget af nye produktdesigns og stiller store krav til en virksomheds innovative og kreative evner for at kunne følge med forbrugernes hurtigt skiftende interesser. LEGO har fokus på dette og havde mere end 250 produktdesignere fra hele verdenen ansat i 2015, som stod bag de 355 nyudviklede produkter, der blev lanceret på markedet det år. På baggrund af ovenstående vurderer vi, at LEGO vil være i stand til at opnå yderligere vækst i omsætningen. Vi har på baggrund af ovenstående estimeret væksten i budget- og terminalperiode til at være følgende:

Figur 28 – Historisk & budgetteret omsætningsvækst



Egen tilvirkning

Størstedelen af værdien i en værdiansættelse estimeres af den fastsatte vækstrate i terminalperioden og bør forudsættes at følge den forventede vækst i verdensøkonomien samt inflationen. Ud fra en steady-state forudsætning har vi for terminalperioden fastsat omsætningsvækstraten til 2%, der afspejler forventningsniveauet for den langsigtede inflation.

5.2.2 EBITDA-margin

EBITDA-marginen viser forholdet mellem en virksomheds driftsomkostninger og omsætningen. Den påvirkes heriblandt af produktions-, salgs-, distributions- og administrationsomkostninger og vi vil herunder se nærmere

på hvordan disse underliggende drivere dels har påvirket den historiske udvikling i EBITDA, men også kommentere på, hvordan vi forventer de vil påvirke fremadrettet. Vi vil her gøre opmærksomme på, at når der omtales et fald, en stigning eller niveauet i en given regnskabspost, så menes der størrelsesforholdet mellem denne og omsætningen.

LEGO har historisk set formået at forbedre deres EBITDA-margin fra 35,2% i 2011 til 39,3% i 2015 og skyldes hovedsageligt lavere produktions-, salgs- og distributionsomkostninger relativt til omsætningen, jf. common-size analysen. Virksomheden har således forbedret dens driftsoverskud over perioden.

De faldende produktionsomkostninger kan til dels forklares ud fra både faldende råvare- og lønomkostninger i LEGOs produktion. De faldende lønomkostninger vurderer vi er resultatet af en mere effektiviseret produktion ift. tidligere, som følge af de løbende investeringer i støbeteknologi og produktionsfaciliteter. Prisen på olie, som plastik bliver lavet af, har været drastisk faldende i 2014 og 2015 og kan således være en faktor for de lavere råvareomkostninger. Vi har dog ikke tilstrækkeligt data tilgængeligt til at kunne sige i hvor stor grad faldet skyldes faldende råvarepriser eller en bedre udnyttelsesgrad af råvarerne i produktionen. Vi ved dog at man siden 2014 har mindsket sit forbrug af papir med 14%, da produkterne pakkes i mindre emballage.

En anden faktor kan være den store succes virksomheden havde med lanceringen af deres egen film, The LEGO Movie. Filmen anslås at have kostet 60 mio. USD at lave, men omsatte i løbet af det første stykke tid for over 450 mio. USD i biograferne. Modsat omkostningerne til at producere legetøjet, som stiger løbende med at produktion øges, så var omkostningerne til filmen en engangsomkostning. Dermed vil al omsætning genereret fra filmen over kostprisen have haft en forbedrende betydning på forholdet mellem omkostninger til produktionen og omsætningen.

LEGO er ikke afhængige af leverandørerne af granulat i særlig grad, da det er et relativt standardiseret produkt solgt af flere forhandlere. Endvidere så forsker LEGO i nye og bedre fremstillingsprocesser. Vi antager på baggrund af ovenstående, at produktionsomkostningerne fremadrettet vil forblive på samme niveau, som set i de sidste år og dermed ikke påvirke EBITDA.

Driftsomkostninger til salg og distribution af LEGO produkter har været faldende over den historiske periode, men årsrapporterne giver os ikke tilstrækkelig med information til at kunne vurdere, hvorvidt det skyldes et fald i den ene eller begge regnskabsposter.

Fra den strategiske analyse fandt vi dog faktorer, der kan forklare faldende omkostninger til distributionen af virksomhedens produkter. LEGOs har strategisk valgt at placere deres produktionsfaciliteter i lavtlønslande så tæt som muligt på virksomhedens kernemarkeder. Vi vurderer at især opførelsen af egne produktionsfaciliteter i Kina har været medvirkende til lavere distributionsomkostninger, da man nu kan producere i landet og dermed i mindre grad er bundet af at skulle fragte legetøjet dertil.

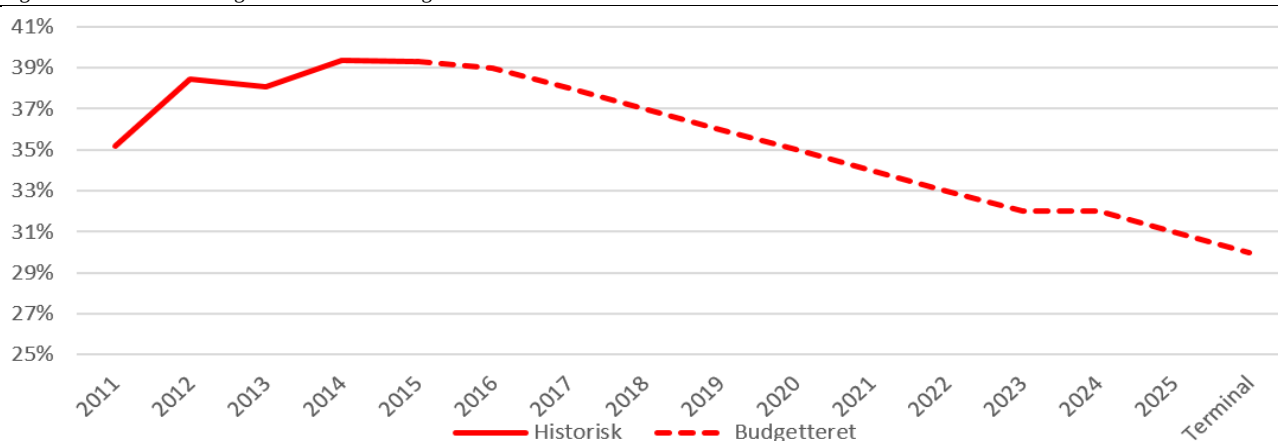
At LEGO produkter siden 2014 pakkes i mindre æsker betyder også at man er i stand til at fragte flere æsker ad gangen i fx en lastbil, hvorved virksomhedens distributionsomkostninger også vil falde. Vi har ikke data til rådighed, som giver os et overblik over, hvor stor en andel af det asiatiske salg, der i dag kan produceres på de kinesiske produktionsfaciliteter. LEGO har selv udtalt, at de forventer at det vil kunne levere 70-80%, når det står færdigbygget i 2017. Vi antager at distributionsomkostninger vil se små yderligere fald i takt med at faciliteterne står færdige og forventer at det vil påvirke EBITDA-marginen i positiv retning.

I takt med at konkurrencen indenfor konstruktionslegetøj intensiveres forventer vi at LEGO, på trods af deres stærke brand, vil skulle allokere flere ressourcer til salgsfremmende aktiviteter end hidtidigt for at opretholde deres position på markedet. Det er specielt på det amerikanske marked at vi forventer øget konkurrence, da det foruden at være Mattels hjemmemarked også er deres største. Lykkes det for en amerikansk konkurrent at overbevise de amerikanske forbrugere om, at deres produkt er tilnærmelsesvis LEGOs, så kan det få betydning for LEGOs salg. De øgede salgsomkostninger vil påvirke EBITDA-marginen negativt og vil mere end modvirke den positive effekt af udviklingen i distributionsomkostningerne.

Administrationsomkostningerne har historisk set en svag stigning fra 5,5% i 2011 til 6% i 2015, men var løbende frem til 2013/2014 faldende. Stigningen i 2015 kan være resultatet af den ekstra månedsløn, som der blev udbetalt til 17.000 medarbejdere i december det år. På trods af en voksende organisation har LEGO formået at holde niveauet relativt stabilt ift. omsætningen. Den strategiske analyse belyste hvor vigtigt talentfulde medarbejdere er for LEGOs mission og at de kun er interesseret i at ansætte de bedste kandidater. Vi antager ud fra dette at det nuværende lønningsniveau afspejler dette og vi forventer derfor fremadrettet at det vil ligge på samme niveau.

Andre driftsomkostninger har over perioden set en faldende trend og forventes fremadrettet at ville ligge på samme niveau, som i 2015. Vi har på baggrund af ovenstående budgetteret med følgende EBITDA-margin:

Figur 29 – Historisk & budgetteret EBITDA-margin



Egen tilvirkning

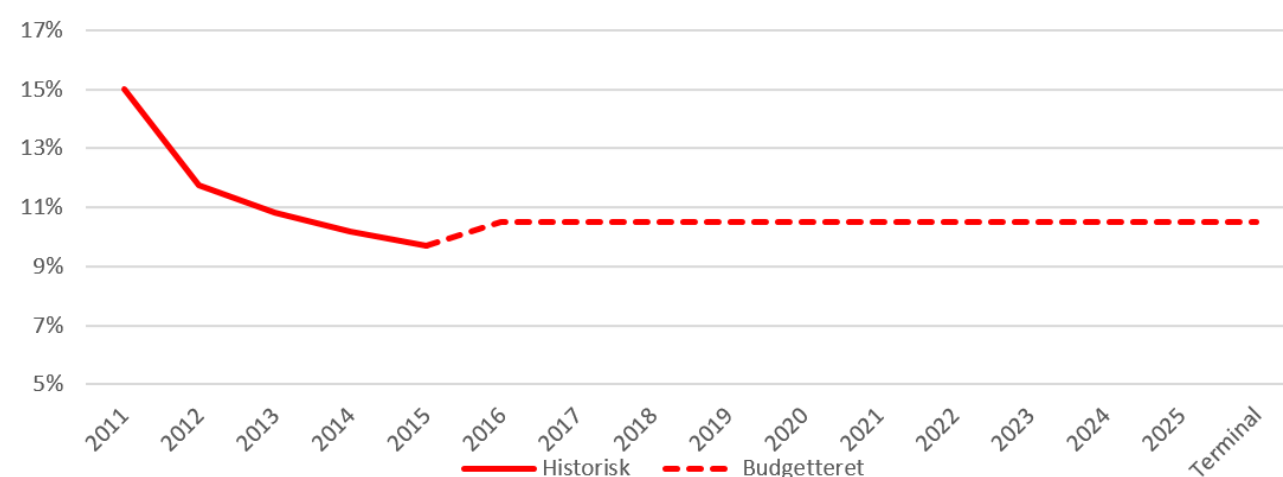
På trods af den stigende trend har vi budgetteret med en faldende EBITDA-margin i forecast perioden, grundet den øgede konkurrence. Vi forventer i 2016 en margin tilsvarende niveauet for 2015, hvorefter den vil falde i takt med at vi forventer at flere vil forsøge at komme ind på markedet. Vi vurderer at LEGOs brand muliggør at de kan tage en premium pris for deres produkter, hvorfor at EBITDA-marginen er sat til 30% i terminalperioden og dermed på et højere niveau end hos Mattel eller Hasbro.

5.2.3 Afskrivninger

Afskrivninger budgetteres indirekte ud fra omsætningen, da niveauet antages at være en funktion af virksomhedens langfristede driftsaktiver, materielle og immaterielle, som antages at udgøre en bestemt andel af omsætningen. Historisk set har afskrivninger ift. de langfristede driftsaktiver set en nedadgående trend fra 15% i 2011 til 9,7% i 2015 med et gennemsnitligt niveau på 11,5% for perioden. LEGOs afskrivninger består hovedsageligt af afskrivninger på materielle aktiver, som fabrikker og produktionsanlæg, bygninger og installationer og andet udstyr (LEGO Årsrapport, 2015:29, note:7). Afskrivninger på de immaterielle aktiver består af afskrivninger på software, licenser, patenter og andre rettigheder, men udgør under 6% af de samlede afskrivninger. I og med at de materielle aktiver udgør langt den største del af de samlede driftsaktiver, så er det også afskrivningerne på disse, der har den største indvirkning.

LEGO tester aktiver, der er genstand for afskrivninger, for værdiforringelse, når der er begivenheder eller ændringer i forhold der indikerer, at den regnskabsmæssige værdi muligvis ikke kan erstattes (LEGO Årsrapport (2015: 23). Vi har i budgettering valgt at lægge større vægt på niveauet de seneste 4 år, grundet niveauet i 2011 var relativt stort ift. de andre års niveau og den set trend. Afskrivninger antages i budget- og terminalperiode at udgøre et konstant niveau på 10,5% af langfristede driftsaktiver og matcher niveauet for middelværdien i årene 2012-2015:

Figur 30 - Historisk & budgetteret afskrivningssats

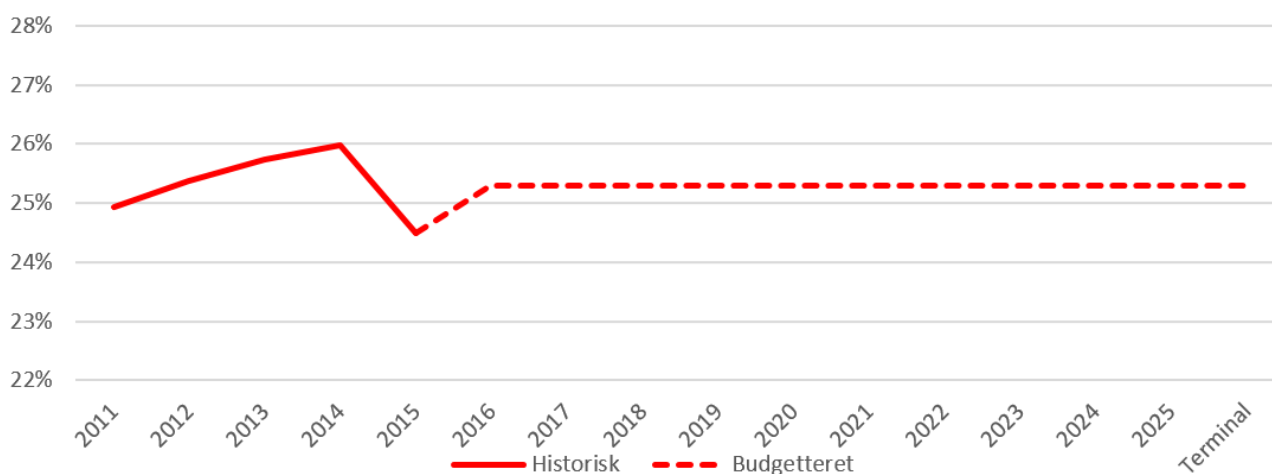


Egen tilvirkning

5.2.4 Skattesats

Ud fra LEGO's globale profil og tilstedeværelse i mere end 130 lande verden over, antages det i afhandlingen at skattesatsens historiske niveau er retvisende for det fremtidige skatteniveau. Det historiske niveau for skattesatsen har i perioden fluktueret mellem 24,5% og 26%, hvorved middelværdien på 25,3% antages for at være acceptabel i budgetteringen. Vi har som eksterne analytikere ikke adgang til tilstrækkelige informationer, som skulle kunne give os en mere nøjagtig vurdering af skattesatsen og LEGO omtaler i årsrapporterne heller ikke deres egne forventninger til dens udvikling. Vi har på baggrund af dette valgt at holde skattesatsen konstant i budget- og terminalperioden:

Figur 31 - Historisk & budgetteret skattesats

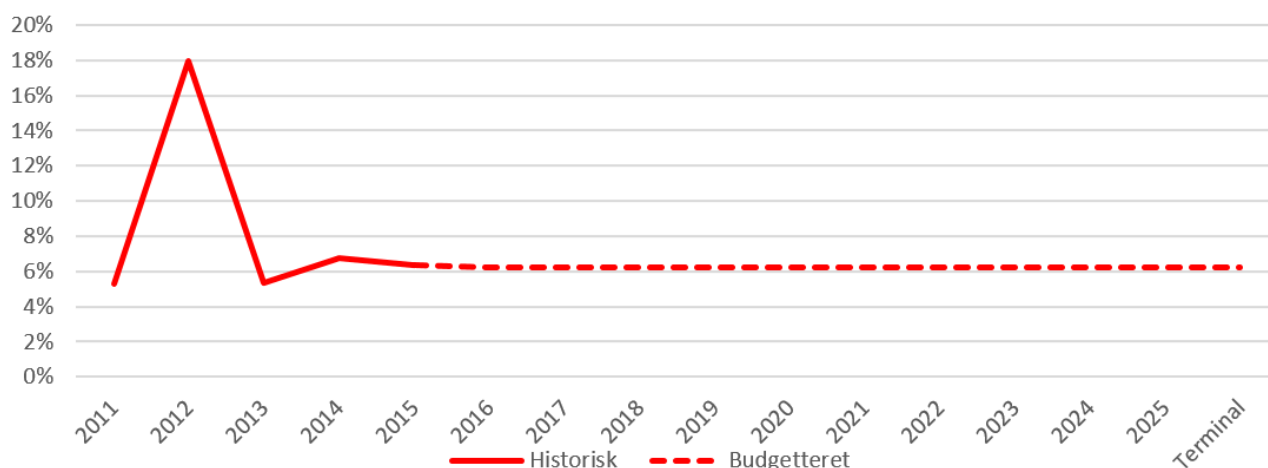


Egen tilvirkning

5.2.5 Netto finansielle omkostninger

Virksomhedens NFO estimeres for budget- og terminalperiode til at være 6,2%, hvilket er et lavere niveau end middelværdien på 8,3% i perioden. NFO afviger i 2012 voldsomt fra det generelle niveau. Vi har ikke kunnet finde information om hvorfor NFO i 2012 adskiller sig væsentligt fra de andre år. Da den ligger på et stabilt niveau i de andre år antager vi at denne forøgelse er transitorisk og vælger derfor at udelade den fra middelværdien. Det valgte niveau tager højde for den lille stigende trend, der er set, og matcher gennemsnittet for de andre år.

Figur 32 - Historisk & budgetteret NFO



Egen tilvirkning

5.2.6 Langfristede driftsaktiver

Vi ser på en virksomheds CAPEX for at kunne vurdere niveauet for, hvor mange ressourcer, der som funktion af omsætningen, investeres i materielle og immaterielle aktiver for at drive virksomheden.

Det er med den nuværende forretningsmodel, hvor de selv står for produktionen af deres legetøj, nødvendigt for LEGO at foretage store kapitaltunge investeringer i produktionsfaciliteter, produktionsudstyr samt andet udstyr (PPE).

Det viser sig også, når vi ser på de langfristede driftsaktivers fordeling på hhv. materielle og immaterielle aktiver. Historisk set har investeringerne i materielle aktiver udgjort 96-97% af virksomhedens samlede investeringer i langfristede driftsaktiver, hvor de immaterielle aktiver som udviklingsprojekter, software, licenser, patenter og andre rettigheder kun tegner sig for de resterende 3-4%.

Ser vi på niveauet ift. omsætningen så har materielle aktiver historisk udgjort 33,48% i gns. og de immaterielle aktiver 0,96% i gns. LEGO's immaterielle aktiver er yderst vigtige, da de bl.a. giver LEGO ret til at producere forskellige populære licensprodukter. Deres historiske niveau har fluktueret mellem 0,93% og 1,03% af omsætningen. Vi har ikke fundet anledning for at dette vil ændre sig og budgetterer med at denne i budget- og terminalperiode vil være konstant på 0,96%.

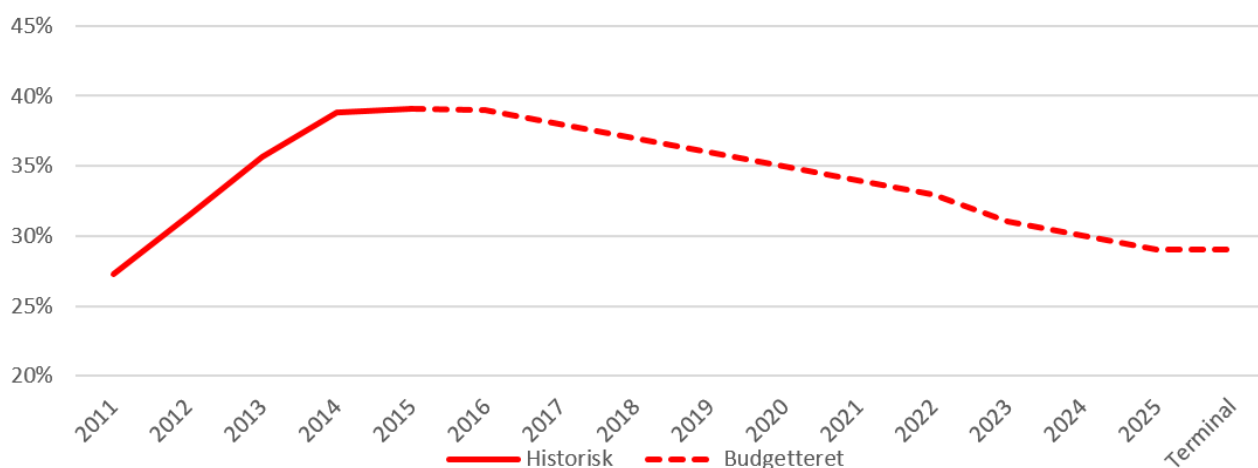
Efterspørgslen på LEGO produkter er de senere år steget så kraftigt, at deres produktion ikke har været i stand til at følge med. Vi forventer at efterspørgslen på LEGO's produkter vil stige i takt med den positive udvikling på legetøjsmarkedet og indenfor konstruktionslegetøj, jf. den strategiske analyse. For at kunne imødekomme den fremtidige efterspørgsel har LEGO de senere år foretaget store investeringer i udvidelsen af nuværende produktionsfaciliteter og opførelsen af nye. Dette afspejler sig også i den historiske udvikling i de materielle

aktivers størrelse ift. omsætningen, hvor de er gået fra at udgøre 26,29% i 2011 til 38,14% af omsætningen i 2015, hvilket har dannet grundlaget for den forværede kapitaltilpasningsevne, som blev beskrevet i regnskabsanalysen. Investeringer i materielle aktiver steg fra 2014 til 2015 fra 37,85% til 38,14% af omsætningen og har således ikke været en af de bidragende faktorer til den forbedret kapitaltilpasningsevne fra 2014 til 2015.

Opførelsen af de kinesiske produktionsfaciliteter og udvidelsen af andre nuværende er med til at geare produktionen til en øget efterspørgsel på den korte bane. Yderligere er der planlagt udvidelse af de mexicanske og ungarske produktionsfaciliteter løbende frem mod 2022 afhængigt af hvordan salget udvikler sig, så man vil være sikret på den lange bane. Der er igennem hele perioden set en opadgående trend i CAPEX, men stigningen fra 2014 til 2015 var på et væsentligt lavere niveau end de tidligere år.

Vi forventer, at materielle anlægsaktiver andel ift. omsætningen vil falde løbende fremadrettet i takt med at flere af udvidelserne af produktionsfaciliteter bliver færdiggjort. Vi har ikke fundet faktorer, der indikerer at LEGO skulle være blevet dårligere til at varetage produktionen af LEGO klodser. Vi forventer derfor at niveauet for CAPEX vil falde ned til et niveau, der er tilsvarende det som det var i udgangspunktet for perioden:

Figur 33 - Historisk & budgetteret CAPEX



Egen tilvirkning

5.2.6 Net Working Capital

Net working capital (NWC) er den kapital der står bundet i en virksomheds kortfristede driftsaktiver (KDA) og kortfristede driftsforpligtelser (KDF) og forholdet mellem disse to kan sige noget om dens efficiens samt kortsigtede økonomiske tilstand. En positiv NWC indikerer at virksomheden har nok KDA til at dække dens kortfristede gæld og en negativ NWC det modsatte. En positiv NWC er derfor at foretrække, men for høje niveauer kan være en indikator for at virksomheden har problemer med tilpasse den investerede kapital.

LEGO har gennem hele den historiske periode haft en positiv NWC og har generelt ligget på et relativt højt niveau. I 2011 udgjorde NWC 28,1% af omsætningen og størrelsesforholdet mellem virksomhedens KDA og KDF var 4,02. Den kortsigtede økonomi var dermed rigtig sund, da man med virksomhedens kortfristede aktiver kunne dække den kortfristede gæld 4 gange. Det kan diskuteres hvorvidt dette niveau er for højt. En lavere ratio mellem virksomhedens KDA og KDF ville, alt andet lige, have resulteret i en bedre kapitaltilpasningsevne, som ville have betydet, at midler der ellers stod bundet var fri og kunne være anvendt til andre formål.

LEGO har i den historiske periode været i stand til at drive virksomheden og foretage planlagte investeringer uden at komme i likviditetsproblemer, så vi vurderer, at det ikke ville have haft en større betydning end at de finansielle aktiver vil have været øget. Udviklingen i NWC har i perioden været nedadgående idet LEGO har nedbragt NWC ift. omsætningen fra 28,1% i 2011 til 22,1% i 2015, hvilket hovedsageligt skyldes en bedre styring af virksomhedens tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser, jf. appendix 11.

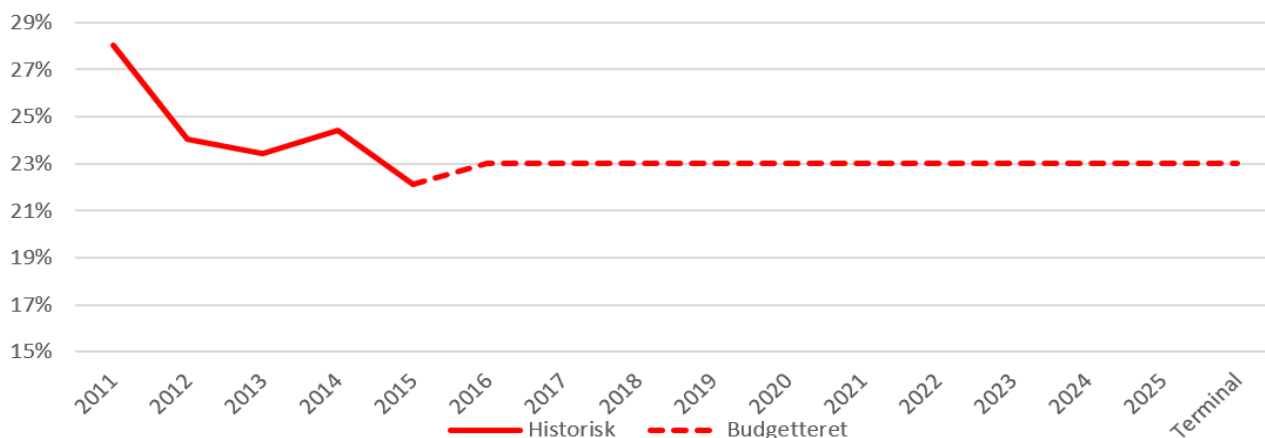
Tilgodehavenders andel ift. omsætningen er fra 2011 til 2015 faldet med 12,73% fra 20,53% til 17,92%. Gennem periodens fire første år har den fluktueret mellem 19,25% og 21,15% og er fra 2014 til 2015 faldet fra 20,61% til 17,92%. Det samlede fald over perioden indikerer, at LEGO er blevet hurtigere til at få pengene fra salget i kassen og kunne således betyde at man i dag giver kortere kredit til en række kunder end hidtil. Vi vurderer, at tilgodehavender altid vil udgøre en vis procentdel af LEGOs omsætning, da vi ser det som værende kutyme inden for køb og salg af forbrugervarer og for at opretholde og øge virksomhedens aktivitetsniveau fremadrettet. Vi forestiller os fx at LEGO giver en storkunde som Wal-Mart kredit på deres køb for at fremme Wal-Marts lyst til at sælge produkterne i deres butikker. Til trods for faldet fra 2014 til 2015 forventer vi fremadrettet at niveauet vil fluktuere på et niveau tilsvarende den historiske udvikling og budgetterer med dens middelværdi på 19,89%.

Varebeholdningen har i perioden ligget stabilt på mellem 7,21% og 8,23% af omsætningen. På trods af et lille fald fra 2011 til 2015, vurderer vi at det historiske gns. på 7,61% vil være acceptabel for det fremtidige niveau. Dette baseres på at legetøjsmarkedet også fremadrettet vil være genstand for forbrugernes hurtigt skiftende interesser og de mange introduktioner af nyt legetøj. Det er således ikke muligt at bygge et stort varelager op, da varerne helst skal sælges mens det pågældende tema er populært.

Ovenstående poster er udvalgt, da de udgør de største KDA i LEGO. De resterende poster udgør hver især en relativ lille andel ift. omsætningen og forventes fremadrettet at antage værdien af deres historiske gns. Det største fald i NWC var fra 2011 til 2012, hvor den faldt fra 28,1% til 24% af omsætningen. De efterfølgende år har den ligget på et mere stabilt niveau mellem 22,1% og 24,4%. LEGOs samlede KDF har i perioden ligget på et konstant stabilt niveau omkring 9,5%-10% af omsætningen og har ikke haft væsentlig betydning for

faldet i NWC. KDF forventes derfor at udgøre samme niveau fremadrettet. På baggrund af ovenstående vurderer vi af den nedadgående trend i NWC vil ophøre og budgetterer med en fremtidig NWC en smule lavere end det historiske gns. Vores estimat bliver således:

Figur 34 - Historisk & budgetteret NWC

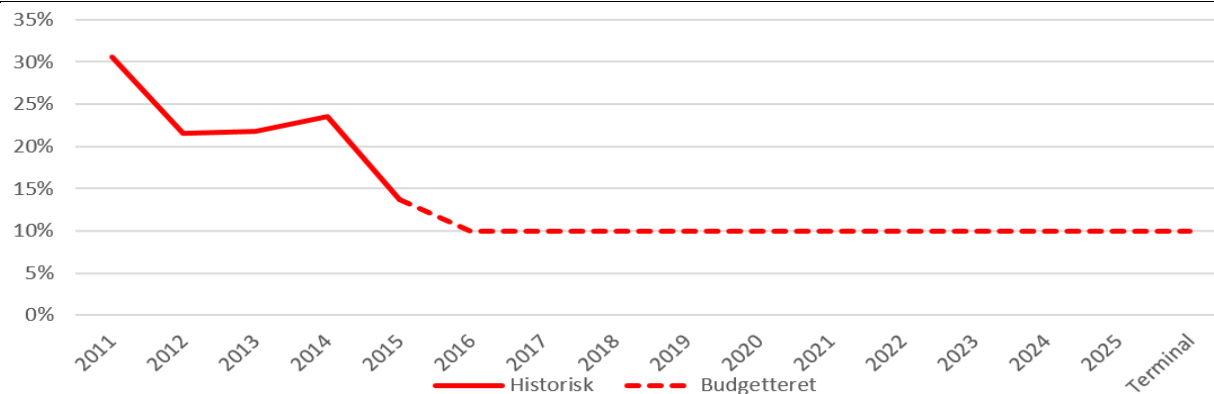


Egen tilvirkning

5.2.7 Netto rentebærende gæld

Regnskabsanalysen viste at LEGO historisk har mindsket deres brug af fremmedkapital til at finansiere dens aktiver med. Den netto rentebærende gæld er faldet fra at udgøre 30,5% af den investeret kapital i 2011 til 13,7% i 2015 i takt med at LEGO har investeret en del af årenes overskud i virksomheden. Vi har i vores budgettering af denne valgt at estimere virksomhedens kapitalstruktur ud fra en target kapitalstruktur, der afspejler niveauet i branchen blandt LEGOs største konkurrenter. Den anvendte kapitalstruktur baseres hermed på markedsværdier fremfor bogførte og holdes på et konstant niveau i både budget- og terminalperiode. Selve estimeringen af kapitalstrukturen og dertilhørende beregninger gennemgår vi senere i opgaven i afsnit 6.3.1. Den budgetteret kapitalstruktur fremgår af figur 35:

Figur 35 - Historisk & budgetteret netto rentebærende gæld



Egen tilvirkning

6. Værdiansættelse

Formålet med dette afsnit er at udarbejde den endelige værdiansættelse af LEGO ved brug af både absolutte og relative værdiansættelsesmodeller. Dette skal danne grundlaget for den efterfølgende diskussion, hvori vi vil vurdere de forskellige modellers anvendelighed og brug i praksis. Vi starter med at gå i dybden med de to udvalgte absolutte-modeller, DCF og EVA, hvorefter vi efterfølgende ser nærmere på multipler.

6.1 Discounted Cash Flow Model

Målet med modellen er estimere en virksomheds Enterprise Value ved at finde nutidsværdien af alle fremtidige cash flows. Nutidsværdien findes ved at tilbagediskontere de estimerede cash flows fra budgettering med de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger (WACC). En virksomheds EV kan udledes ved brug af følgende formel:

$$Enterprise\ Value = \sum_{t=1}^n \left(\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^n} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n} \right)$$

En af modellens stærke sider er at det fundne resultat baseres på forventningerne til virksomhedens fremtid frem for dens historiske resultater. Hertil er en af modellens svagheder så, at den er afhængig af kvaliteten og realismen i de antagelser og forudsætninger, som vi analytikere har baseret det anvendte budget på.

6.2 Economic Value Added Model

EVA-modellens mål er ligeledes at estimere en virksomheds EV. Værdien af en virksomhed udgøres i denne model af værdien af den investeret kapital og nutidsværdien af de fremtidige EVAs. Modellen fokuserer dermed mere på den økonomiske profit, der er tilbage, når alle interessenter, både långivere og ejere, er blevet betalt. Virksomhedens fremtidige EVAs, der tilbagediskonteres, er det enkelte års driftoverskud efter skat fratrukket virksomhedens kapitalomkostninger, det givne år. En virksomheds EV kan udledes ved brug af følgende formel:

$$Enterprise\ Value = IC_0 + \sum_{t=1}^n \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^n} + \frac{EVA_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n} \right)$$

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC * IC_{t-1}$$

En væsentlig forskel på modellerne er, at EVA påvirkes af virksomhedens anvendte regnskabspraksis til estimeringen af den investerede kapital, hvilket ikke er gældende for DCF-modellen, da den fokuserer på genereringen af cash flows. Fælles for begge modeller er dog, at de på mange punkter er underlagt de samme forudsætninger og udfordringer. Både DCF og EVA anvender WACC som diskonteringsfaktor til at bestemme kapitalværdien af de fremtidige cash flows/EVAs.

Udfordringen for begge modeller er analytikernes estimeringen af WACC, da denne har en direkte indflydelse på den endelige værdi af virksomheden. WACC består af flere komponenter, hvis estimering kan være svær samt behæftet med en væsentlig usikkerhed. Dette gør sig især gældende for unoterede virksomheder, hvor relevant data ikke er tilgængeligt i samme grad, som hvis der var tale om en noteret virksomhed. Før vi kan estimere LEGO's værdi skal vi derfor estimere WACC og dens komponenter.

6.3 Estimering af WACC

WACC'en kan udledes ved følgende formel:

$$WACC = \frac{NRBG}{(E + NRBG)} * r_d * (1 - T) + \frac{E}{(NRBG + E)} * r_e$$

6.3.1 Fastlæggelse af kapitalstruktur

Kapitalstrukturen estimeres oftest på baggrund af markedsværdierne af egenkapitalen og nettorentebærende gæld. Markedsværdierne er langt mere retvisende end de bogførte værdier, da egenkapitalen ofte bliver handlet til en større værdi end den bogførte. Dette skyldes at investorerne er villige til at betale en præmie for én egenkapitals krone, da den vurderes til at være mere værd. Markedsværdien af egenkapitalen for noterede selskaber kan nemt estimeres ved at gange antal af udestående aktier med pris pr. aktie. I og med LEGO er et unoteret selskab, skaber det en udfordring, da vi ikke kan benytte os af metoden.

Vi har derfor valgt at anvende en anden metode til estimering af markedsværdien i praksis, som anvender kapitalstrukturen af sammenlignelige børsnoterede virksomheder. Udfordringen ved denne metode er, at finde virksomheder som i høj grad er sammenlignelige. Da vi tidligere i værdiansættelsen vurderede Mattel og Hasbro som sammenlignelige med LEGO, vil vi gøre brug af deres kapitalstruktur som pejlemærke. Vi er dog godt klar over at denne sammenligning kan være behæftet med en vis usikkerhed, da både Mattel og Hasbro er amerikanske virksomheder, og således kan være underlagt institutionelle forskelle, som kan påvirke kapitalstrukturen (Petersen, & Plenborg, 2012:247).

At estimere NRBG ses generelt som en udfordring, da gælden sjældent handles offentligt. Ifølge Damodaran (2006), kan værdien af denne estimeres på følgende måder (s.29-37).

1. Estimere markedsværdien på baggrund af den bogførte værdi af gælden, samt uddybende information om renter og varighed for de forskellige lån eller
2. Antage at markedsværdien er lig med den bogførte værdi

Vi vælger at anvende antagelsen om at markedsværdien af NRBG er lig med den bogførte, da vi vurderer, at gælden formentlig ikke handles til en pris, der afviger væsentligt fra denne. Estimeringen af kapitalstrukturen er som følgende:

Tabel 9 - Kapitalstruktur

	Antal udestående aktier	Pris pr. Aktie	MV af Egenkapital	NRBG	Total	E / (NRBG+E)	NRBG / (NRBG + E)
Mattel	340,6	33,1	11.261	1.424	12.685	89%	11%
Hasbro	125,4	80,6	10104	1.014	11.118	91%	9%
Gns.						90%	10%

Egen tilvirkning

Ifølge teorien ville det være fair at antage at LEGOs kapitalstruktur kan være på ca. samme niveau som de to selskaber (Petersen, & Plenborg, 2012: 247). LEGO har generelt haft et faldende NRBG de seneste år, som de i 2015 har nedbragt markant yderligere. Vi vurderer derfor at LEGOs kapitalstruktur ligger på gennemsnitsniveauet for sine peers. Kapitalstrukturen for LEGO fastlægges på følgende niveau.

$$Kapitalstruktur_{LEGO} = \frac{E}{(NRBG + E)} = 90\% ; \frac{NRBG}{(NRBG + E)} = 10\%$$

6.3.2 Fastlæggelse af ejernes afkastkrav

Vi anvender The Capital Asset Pricing Model (CAPM) til at estimere ejernes afkastkrav. Det er den mest anvendte model, da den anses for at være den mest praktiske. Modellen måler risikoen af LEGO i forhold til markedet, ved at bruge beta og markedsrisikopræmien. Beregning vil følge nedenstående formel, hvor vi vil estimere de enkelte komponenter individuelt.

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

6.3.2.1 Risikofri rente

Den risikofri rente har til formål at give et udtryk for den rente, som en potentiel investor vil få, ved en risikofri investering. For at beregne den risikofri rente, vil det derfor være nødvendigt at konstruere en portefølje, hvis forventede afkast vil være lig med den risikofri rente. Det vil dog være særdeles vanskeligt og tidskrævende at konstruere sådan en portefølje, da der ikke findes 100% risikofrie investeringer. I stedet for bruger vi den effektive rente på statslige obligationer som udtryk for den risikofri rente, da disse anses for at være risikofrie. Vi bruger renten på en dansk 10-årig statsobligation, da LEGOs betalingsstrømme er i dansk valuta og vi på den måde tager højde for inflation, samtidig med at vi forsøger at matche varigheden på de budgetterede betalingsstrømme med varigheden på obligationen.

PwC har i en lang årrække udarbejdet en årlig rapport, som undersøger hvordan virksomheder fastlægger afkastkravet. Rapporten viser at størstedelen af de adspurgte bruger en dansk 10-årig statsobligation, som har været under 1% siden ultimo 2014 jf. appendix 16. I 2015 lå den risikofrie rente på 0,51% i gns. for hele året sammenlignet med 2014, hvor den lå på 1,19%.

Den risikofrie rente har indtil videre i 2016 været på et tilsvarende niveau som i samme periode i 2015, hvilket fremgår af tabel 10. Vi vælger derfor at anvende en risikofri rente på 0,51%, da vi vurderer at denne er på et acceptabelt niveau.

Tabel 10 - Udvikling i renten på en dansk 10-årig statsobligation, for 2015-2016

Danmarks Nationalbanks rentesatser, pengemarkedsrentesatser samt obligationsrentegennemsnit ultimo (pct p.a.) efter type og tid

Enhed: pct. pro anno

	Januar	Februar	Marts	April	Maj	Juni	Juli	August	September	Oktober	November	December	Gennemsnit for året	Gennemsnit for perioden januar-august
10 årig statsobligation 2015	0,2	0,12	0,15	0,26	0,41	0,73	0,58	0,66	0,56	0,81	0,71	0,92	0,51	0,35
10 årig statsobligation 2016		0,44	0,4	0,48	0,42	0,08	0,03	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0,31

Kilde: Danmarks Statistikbank – Egen tilvirkning

6.3.2.2 Markedsrisikopræmien

Markedsrisikopræmien er differencen mellem det forventede afkast på markedsporteføljen og den risikofrie rente, og et udtryk for det merafkastet en investor vil kræve, før man er villig til at investere i et mere risiko-behæftet aktiv. Vi kan estimere markedsrisikopræmien på følgende måder:

1. Bruge historisk data
2. Kvalitativ undersøgelse blandt investorer

Estimeringen af præmien er et meget omdiskuteret emne og derfor har flere af de store revisions- og konsulenthuse lavet undersøgelser blandt investorer. Disse kan bruges i tilfælde af at der ikke er nok historisk data tilgængeligt, som fx for unoterede virksomheder.

Ifølge den seneste rapport af PwC (2016) ligger markedsrisikopræmien i intervallet 4,5-8%, hvor 65% af respondenterne bruger en risikopræmie mellem 5% og 6% (s.3). Der har i 2015 været 17 respondenter i undersøgelsen og gns. vurderes til at ligge på 5,6%. En anden undersøgelse fra IESE Business School (Fernandez et al. 2015), identificerer en markedsrisikopræmie på 5,5% i gns., for det danske marked, baseret på 65 respondenter, jf. appendix 17. Niveaue for de to undersøgelser er stort set ens, men da IESE's undersøgelse involverer flere respondenter end PwC's vælger vi at bruge markedsrisikopræmien på 5,5%.

6.3.2.3 Systematisk risiko – estimering af β_e

Beta værdien giver udtryk for den relative risiko af virksomheden i forhold til markedet. Den er en af de faktorer, som er vanskelig at estimere for unoterede virksomheder. Estimeringen for noterede virksomheder foretages oftest på baggrund af en regressionsanalyse af virksomhedens aktieafkast og markedets afkast. Da LEGO er et unoteret selskab, vil vi estimere beta med udgangspunkt i den historiske beta for LEGO's peer-gruppe (Petersen, & Plenborg, 2012:254).

Ulempen ved at basere sit estimat på peer gruppen er, at der ofte kan være forskelle i den finansielle gældsandel virksomhederne iblandt. En af forudsætningerne for modellen er derfor, at vi udregner beta værdien for de sammenlignelige virksomheder, hvor den ikke påvirkes af gælden ($\beta_{\text{unlevered}}$).

Vi finder β_{levered} på baggrund af det månedlige gennemsnit af den historiske beta for begge virksomheder for en 5-årig periode. Betaværdien for de to virksomheder var fra d.27. august 2011 til d. 5. august 2016 på følgende niveau:

Tabel 11 - Beta, levered for Mattel & Hasbro

	Mattel	Hasbro
Beta, levered	0,93	1,098

Kilde: Bloomberg, jf. appendix 18 – Egen tilvirkning

På baggrund af Mattel og Hasbros historiske betaer på hhv. 0,93 og 1,098 kan vi nu beregne $\beta_{\text{unlevered}}$ ved brug af følgende formel:

$$\beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta_{\text{levered}}}{1 + (1-T) * \left(\frac{\text{NRBG}}{E} \right)}$$

LEGOs beta kan nu estimeres på baggrund af de sammenlignelige virksomheder:

$$\beta_{\text{LEGO}} = \beta_{\text{unlevered}} * 1 + (1-T) * \left(\frac{\text{NRBG}}{E} \right)$$

$$\beta_{\text{LEGO}} = \frac{0,86 + 1,01}{2} * (1 + (1-25\%) * 8\%)$$

$$\beta_{\text{LEGO}} = 0,99$$

Vi har nu estimeret alle de nødvendige komponenter til at kunne udregne ejernes afkastkrav:

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

$$r_e = 0,51\% + 0,99 * 5,5\%$$

$$r_e = 5,94\%$$

6.3.3 Fastlæggelse af fremmedkapital ejernes afkastkrav

Fremmedkapitalejerne har også et afkastkrav, som kommer til at udtryk ved de omkostninger virksomheden skal betale på sin gæld. Udsteder virksomheden obligationer, kan varigheden af de udestående obligationer bruges som et udtryk for gældsomkostningerne. Som nævnt tidligere i afsnittet, er det ikke almindeligt blandt virksomheder, og der er derfor andre metoder til estimeringen. Såfremt en virksomhed er blevet kreditvurderet, er det muligt at beregne gælds omkostningerne ved at estimere virksomhedens risikotillæg (r_s) og bruge følgende formel:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - T)$$

Ovenstående er ikke gældende for LEGO, da de ikke har modtaget en officiel kreditvurdering. Risikotillægget kan i stedet for estimeres syntetisk ved at beregne virksomhedens Interest Coverage Ratio (ICR), hvis niveau kan oversættes til et tilsvarende risikotillæg. Estimatet for LEGOs ICR er:

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest expense}} = \frac{12.714}{108} = 117,72$$

Ifølge Damodarans skema over ICR og risikotillæg, svarer dette til en AAA rating, hvilket givet et risikotillæg på 0,75% (Damodaran Online, 2016), jf. appendix 19. LEGOs gældsomkostninger estimeres til følgende:

$$r_d (\text{efter skat}) = (0,51 + 0,75\%) * (1 - 25\%)$$

$$r_d (\text{efter skat}) = 0,94\%$$

Vi har nu alle de nødvendige komponenter til at kunne beregne LEGOs WACC:

$$WACC_{\text{LEGO}} = \frac{\text{NRBG}}{(E + \text{NRBG})} * r_d * (1 - T) + \frac{E}{(\text{NRBG} + E)} * r_e$$

$$WACC_{\text{LEGO}} = 10\% * 0,94\% * (1 - 25\%) + 90\% * 5,94\%$$

$$WACC_{\text{LEGO}} = 5,42\%$$

6.4 DCF- værdiansættelse

Ud fra det udarbejdede budget har vi herunder opstillet værdiansættelsen af LEGO ved brug af DCF-modellen.

Tabel 11 - Discounted cash flow model (mio. DKK)

	Budgetperiode										Terminal periode
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
FCF	6.837	9.108	10.236	10.937	12.062	12.847	13.331	14.839	15.333	15.599	15.711
WACC	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,85	0,81	0,77	0,73	0,69	0,66	0,62	0,59	
PV (FCF)	6.486	8.195	8.737	8.856	9.265	9.360	9.213	9.728	9.535	9.202	
PV (FCF) - budgetperiode	88.577										
Terminalværdi	271.063										
Enterprise value	359.640										
Nettorentebærende gæld	2.970										
Estimeret værdi af egenkapital	356.670										

Egen tilvirkning

Af tabel 11 fremgår det, at den estimerede værdi af LEGO pr. 1. august 2016 er 356.670 mio. kr.

6.5 EVA værdiansættelse

Ud fra det udarbejdede budget har vi herunder opstillet værdiansættelsen af LEGO ved brug af EVA-modellen.

Tabel 12 - Extra value added model

	Budgetperiode										Terminal periode
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
NOPAT	10.729	11.708	12.540	13.421	14.092	14.648	15.212	15.694	16.538	16.827	16.549
Investeret kapital, primo	21.620	25.511	28.112	30.416	32.900	34.930	36.730	38.612	39.467	40.673	41.901
WACC	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%	5,42%
Cost of capital	1.172	1.383	1.523	1.648	1.783	1.893	1.991	2.092	2.139	2.204	2.271
EVA	9.557	10.325	11.016	11.773	12.309	12.755	13.222	13.601	14.400	14.622	14.278
Diskonteringsfaktor	0,95	0,90	0,85	0,81	0,77	0,73	0,69	0,66	0,62	0,59	
PV (EVA)	9.066	9.291	9.403	9.532	9.454	9.293	9.138	8.917	8.955	8.626	
Investeret kapital primo	21.620										
PV(EVA) - Budgetperiode	91.676										
Terminalværdi	246.344										
Enterprise value	359.640										
Nettorentebærende gæld	2.970										
Estimeret værdi af egenkapital	356.670										

Egen tilvirkning

Af tabel 12 fremgår det, at den estimerede værdi af LEGO pr. 1. august 2016 er 356.670 mio. kr. Den estimerede værdi fra begge modeller er ens, hvilket er i overensstemmelse med teorien.

6.6 Følsomhedsanalyse

Vores værdiansættelse af LEGO er behæftet med væsentlig usikkerhed, da den estimerede værdi fra DCF og EVA-modellen påvirkes af en lang række faktorer. Vi vil i dette afsnit foretage en følsomhedsanalyse for at undersøge hvilke konsekvenser ændringer i de forskellige value drivere vil have for LEGOs estimerede værdi.

Størstedelen af værdien i DCF-modellen estimeres i terminalperioden, hvilket gør det særligt interessant se på, hvordan ændringer heri påvirker værdien. Terminalperioden er forbundet med en væsentligt større risiko end budgetperioden, hvorfor vi har valgt at se på hvor stor forskel i værdien, der er ved ændringer i value drivere i hhv. budget- og terminalperiode.

Analysen starter med at undersøge ændringer i udvalgte value drivere, der påvirker virksomhedens resultatopgørelse og balance. Dernæst vil vi undersøge hvordan WACCs forskellige komponenter påvirker dens niveau, samt hvordan ændringer i WACCs niveau påvirker den estimerede værdi.

6.6.1 Value drivers påvirkning på resultatopgørelse og balance

Tabel 13 angiver den procentvise ændring i DCF-estimatet ved ændring i én enkelt variable i hhv. budget- og terminalperioden i intervallet -3%/+3%-point, hvor de andre value drivere holdes konstant:

Tabel 13 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændring i hver enkelt value drivere

	Ændring i value-driver i budgetperiode							Ændring i value-driver i terminalperiode						
	-3%- point	-2%- point	-1%- point	0%- point	+1%- point	+2%- point	+3%- point	-3%- point	-2%- point	-1%- point	0%- point	+1%- point	+2%- point	+3%- point
Omsætningsvækst	-20,5%	-14,2%	-7,4%	0,0%	8,0%	16,6%	25,9%	-33,5%	-26,5%	-16,2%	0,0%	29,7%	101,1%	513,4%
EBITDA-margin	-2,8%	-1,9%	-0,9%	0,0%	0,9%	1,9%	2,8%	-8,9%	-5,9%	-3,0%	0,0%	3,0%	5,9%	8,9%
Afskrivninger, % af omsætning	1,0%	0,6%	0,3%	0,0%	-0,3%	-0,6%	-1,0%	2,6%	1,7%	0,9%	0,0%	-0,9%	-1,7%	-2,6%
Skattesats	1,2%	0,8%	0,4%	0,0%	-0,4%	-0,8%	-1,2%	3,2%	2,1%	1,1%	0,0%	-1,1%	-2,1%	-3,2%
CAPEX i % af omsætning	2,1%	1,4%	0,7%	0,0%	-0,7%	-1,4%	-2,1%	12,9%	8,6%	4,3%	0,0%	-4,3%	-8,6%	-12,9%
NWC	0,8%	0,5%	0,3%	0,0%	-0,3%	-0,5%	-0,8%	11,9%	8,0%	4,0%	0,0%	-4,0%	-8,0%	-11,9%

Egen tilvirkning

Tabellen viser, at den estimerede værdi er mere følsom overfor ændringer i value driverne i terminalperioden ift. budgetperioden, hvilket stemmer overens med denne periodes større usikkerhed. Det fremgår at den estimerede værdi i både budget- og terminalperiode er mest følsom overfor ændringer i omsætningsvæksten. En ændring på -3%-point i budgetperioden vil føre til et fald i den estimerede værdi på 20,5%, hvortil en ændring på +3%-point vil føre til en øget værdi på 25,9%. For terminalperioden vil tilsvarende ændringer have medført et fald på 33,5% og en stigning på 513,4%.

Vi kan yderligere se, at ændringer i EBITDA-marginen også vil påvirke værdien. En ændring på +/-3%-point i terminalperioden vil føre til en ændring i den estimerede værdi på +/-8,9%. Virksomhedens værdi er i budgetperioden mindre følsom overfor ændringer i CAPEX og NWC, men dette ændrer sig i terminalperioden, hvor ændringer i disse to viser sig at have større betydning for værdien end EBITDA-marginen. Det er logisk,

at CAPEXs og NWCs niveau i terminalperioden har en væsentlig betydning for den estimerede værdi, da ændringer heri vil føre til hhv. større og mindre pengebindinger i aktiver ift. omsætningen, hvilket betyder hhv. et fald og en forøgelse af virksomhedens cash flow.

Ovenstående behandlede hvordan den estimerede værdi udviklede sig ved ændringer i én enkelt variable. Vi undersøger herunder den estimerede værdis følsomhed overfor ændringer i to variable. Vi har her valgt at tage udgangspunkt i to scenarier, der afspejler de fire valuedrivere, der havde den største enkeltstående betydning for den estimerede værdi: Omsætningsvækst, EBITDA-margin, CAPEX og NWC.

Vi starter med at se på, hvilken betydning det vil have for værdien, hvis der forekommer ændringer i både omsætningsvæksten og EBITDA-marginen, da disse påvirker virksomhedens driftsoverskud. Nedenstående tabel 14 viser den procentuelle ændring i DCF-estimatet ved en +/-1%-point ændring i forudsætningerne for de valgte value drivere for både budget- og terminalperiode:

Tabel 14 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændring i omsætningsvækst og EBITDA-margin

EBITDA-margin	Omsætningsvækst	-1%-point	0%-point	+1%-point
-1%-point		-25,2%	-3,9%	34,8%
0%-point		-22,2%	0,0%	40,5%
+1%-point		-17,4%	3,9%	46,1%

Egen tilvirkning

Fra tabel 14 kan vi konkludere at selv små ændringer i omsætningsvæksten og EBITDA-margin har stor betydning for værdien. Et fald på 1% i begge value drivere vil medføre et fald i værdien på 25,2% fra 356 mia. kr. til 266 mia. En tilsvarende stigning vil medføre en forøget værdi på 46,1% fra 356 mia. kr. til 521 mia. kr. Dette giver en forskel i den estimerede værdi på 255 mia. kr. (521 mia. - 266 mia.).

At drive en virksomhed som LEGO kræver foruden store investeringer i produktionsudstyr og faciliteter også at der investeres midler i fx varelager og tilgodehavender m.m. Vi ønsker derfor at klarlægge, hvor følsom den estimerede værdi er overfor ændringer i investeringsniveauet i både CAPEX og NWC. Nedenstående tabel 15 viser den procentvise ændring i DCF-estimatet ved en +/-3%-point ændring i forudsætningerne for de valgte value drivere for både budget- og terminalperiode:

Tabel 15 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændring i CAPEX og NWC i budget- og terminalperiode

CAPEX	NWC	-3%-point	0%-point	+3%-point
-3%-point		2,9%	2,0%	1,2%
0%-point		0,8%	0,0%	-0,8%
+3%-point		-1,2%	-2,0%	-2,9%

Egen tilvirkning

Ud fra tabel 15 kan vi konkludere, at en +3/-3% ændring i CAPEX og NWC ikke har den store effekt på den estimerede værdi. En sådan ændring vil medføre hhv. en stigning og et fald i værdien på 2,9%. Vi så fra tabel 13 at en tilsvarende ændring i dem enkeltvis alene i terminalperioden ville medføre en ændrede estimerede værdi i intervallet +/-12,9% og +/-11,9% for hhv. CAPEX og NWC.

Årsagen til, at den estimerede værdi ikke ændres væsentligt ved en kombinerede ændring i value driverne, skyldes dels at niveauet i terminalperioden for CAPEX matcher niveauet for budgetperiodens sidste år, at NWC holdes på et konstant niveau gennem hele perioden, samt at ændringen påføres både budget- og terminalperiode. Denne kombination betyder, at nettoinvesteringer i anlægsaktiver og NWC i terminalperioden ikke varierer ligeså kraftigt ved en ændring, som det ville have været tilfældet ved en ændring kun i terminalperioden. Dermed ændres FCF ikke i samme grad. Nedenstående tabel 16 viser ændringerne i den estimerede værdi ved en +3/-3%-point ændring i CAPEX og NWC for terminalperioden:

Tabel 16 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændring i CAPEX og NWC i terminalperioden

CAPEX	NWC	-3%-point	0%-point	+3%-point
-3%-point		24,8%	12,9%	0,9%
0%-point		11,9%	0,0%	-11,9%
+3%-point		-0,9%	-12,9%	-24,8%

Egen tilvirkning

Fra tabel 16 fremgår det, at en +3/-3%-point ændring i CAPEX og NWC i terminalperioden vil føre til hhv. en stigning og et fald på 24,8% i den estimerede værdi af LEGO. Det kan således konkluderes, at investeringsniveauet i CAPEX og NWC har en væsentlig betydning for værdiansættelsen.

6.6.2 WACC og underliggende komponenter

Investorer har generelt mange forskellige meninger om, hvordan de forskellige komponenter der påvirker WACC skal estimeres. Vi ser i dette afsnit på, hvordan de forskellige komponenter påvirker WACC og hvilken betydning ændringer i disse komponenter vil have for den estimerede værdi. Vi har til dette udvalgt komponenterne: Cost of debt, beta-værdi og markedsrisikopræmien.

6.6.2.1 Cost of debt

Vi starter med at undersøge hvor stor betydning COD har. Nedenstående tabel 17 viser den procentuelle ændring i DCF-estimatet ved ændringer i COD på +/-0,5%-point og derigennem niveauet for WACC:

Tabel 17 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændring i Cost of Debt

Cost of debt	0,44%	0,94%	1,44%	1,94%	2,44%
WACC	5,38%	5,42%	5,46%	5,49%	5,53%
DCF	1,22%	0%	-1,24%	-2,13%	-3,30%

Egen tilvirkning

Tabel 17 viser, at COD har en relativ lille betydning for WACCs niveau og derigennem den estimerede værdi. At COD ikke har en større betydning for WACC skyldes den anvendte kapitalstruktur, som ud fra LEGO's peers i branchen, blev fastsat til at være 90% egenkapital og 10% fremmedkapital. Dette resultat var forventet og vi ser nedenunder nærmere på komponenterne, der påvirker afkastkravet på egenkapitalen.

6.6.2.2 Beta-værdi

Vi starter med at undersøge hvor følsom WACC og DCF-estimatet er overfor ændringer i beta-værdien. Nedenstående figur viser den procentvise ændring i DCF-estimatet ved ændringer i beta i intervallet +/- 0,05 og suppleres med ændringer i omsætningsvæksten i terminalperioden:

Tabel 18 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændringer i beta-værdi

		Omsætningsvækst i terminalperiode				
Beta-værdi	WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
0,84	4,68%	2,1%	13,5%	29,2%	52,1%	88,6%
0,89	4,92%	-4,8%	4,9%	17,8%	36,1%	63,9%
0,94	5,17%	-10,8%	-2,6%	8,2%	23,1%	44,8%
0,99	5,42%	-16,2%	-9,2%	0,0%	12,3%	29,7%
1,04	5,67%	-21,0%	-14,9%	-7,1%	3,2%	17,3%
1,09	5,91%	-25,4%	-20,0%	-13,3%	-4,6%	7,0%
1,14	6,16%	-29,3%	-24,6%	-18,8%	-11,4%	-1,6%

Egen tilvirkning

Tabel 18 viser, at estimeringen af beta er yderst vigtigt, da små ændringer heri påvirker WACCs niveau signifikant, hvilket har stor betydning for den estimerede værdi. Vi estimerede beta til at være 0,99 for LEGO. Anvendelse af beta på 1,14 ville imidlertid have medført at WACC vil stige fra 5,42% til 6,16%, hvilket ville resultere i et fald i den estimerede værdi på 18,8%, hvilket vil have givet en estimeret værdi på 272 mia. mod de nuværende 335 mia. Vi ser også, at den estimerede værdi ville have været faldet endnu mere, hvis der ligeledes havde været anvendt en lavere vækstrate i terminalperioden. Estimeringen af beta har altså en væsentlig påvirkning på værdien.

6.6.2.3 Markedsrisikopræmie

Estimeringen af MRP er som nævnt et meget omdiskuteret emne, hvorved der er udarbejdet flere rapporter, som går i dybden med denne. Vi valgte at anvende en MRP på 5,5% pba. af en undersøgelse fra IESE Business

School. Imidlertid viste den seneste rapport fra PwC at de adspurgte respondenter anvendte en MRP i intervallet 4,5%-8%. Vi ønsker derfor at se på, hvor stor betydning MRP har for den estimerede værdi. Nedenstående figur viser den procentvise ændring i DCF-estimatet ved ændringer i MRP i intervallet +/- 0,50% og suppleres med ændringer i omsætningsvæksten i terminalperioden:

Tabel 19 - Procentvis ændring i DCF-estimat ved ændringer i markedsrisikopræmie

		Omsætningsvækst i terminalperiode				
MRP	WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
4,00%	4,09%	23,1%	41,0%	67,4%	110,5%	194,2%
4,50%	4,53%	6,7%	19,3%	37,0%	63,4%	107,1%
5,00%	4,97%	-6,1%	3,3%	15,7%	33,3%	59,6%
5,50%	5,42%	-16,2%	-9,2%	0,0%	12,3%	29,7%
6,00%	5,86%	-24,5%	-19,0%	-12,1%	-3,1%	9,0%
6,50%	6,31%	-31,4%	-27,1%	-21,7%	-14,9%	-6,1%
7,00%	6,75%	-37,2%	-33,7%	-29,5%	-24,3%	-17,6%

Egen tilvirkning

Tabel 19 viser, at den MRP man vælge at anvende har stor betydning for den estimerede værdi, da denne også har signifikant indflydelse på WACCs niveau. Havde vi i et scenarie, hvor vi holder fast i forudsætningen om en steady-state omsætningsvækst på 2% i terminalperioden, i stedet anvendt en MRP på 4,5%, som var det laveste niveau fra PwC rapporten, så ville den estimerede værdi være forøget med 67,9%. Havde vi derimod anvendt en højere MRP på fx 7% ville dette have resulteret i et fald i værdien på 29,5%, hvilket svarer til et fald på næsten 100 mia. kr.

Vores følsomhedsanalyse understreger, hvor stor usikkerhed udarbejdelsen af en værdiansættelse er forbundet med, da der er så mange faktorer, som ved små ændringer påvirker den samlede værdi i en væsentlig grad.

6.7 Multipelværdiansættelse

Multipler er en anden metode man kan anvende til værdiansættelse. Metoden er i praksis populær, da den er hurtig og mindre kompleks at udføre, hvilket gør den til en væsentlig enklere model at bruge sammenlignet med DCF og EVA-modellen. Dertil har multipler den attraktive egenskab, at de i høj grad afspejler markedets implicitte holdning til værdien af et selskabs indtjening. Metoden udnytter dermed den viden som investorerne har til værdien af en indtjeningskrone i et givet selskab eller branche. Dette er modsat DCF-modellen, som baseres på investorens eget arbejde, forventninger og subjektive mening til den fremtidige indtjening og risiko (Petersen, & Plenborg, 2012).

Multipler kan anvendes til en række forskellige formål:

- Vurdere den nuværende prissætning af en børsnoteret virksomhed
- Stress test af analytikerens værdiansættelse via en anden model, fx DCF

- Værdiansættelse af en unoteret virksomhed

Multipler er baseret på det grundlæggende økonomiske begreb om, at perfekte substitutter har samme værdi. Den største udfordring ved multipelværdiansættelse anses derfor at være udvælgelsen af sammenlignelige børsnoteret virksomheder. Undersøgelser viser, at investorer og analytikere har tendens til at vælge sammenlignelige virksomheder inden for samme branche, hvilket baseres på intuitionen om, at disse virksomheder har samme fundamentale risici og samme forudsætninger for at vokse og tjene penge, da de typisk er underlagt samme markedsforhold (Knudsen, et al. 2015).

At anvende branche som udvælgelsesmetode er dog behæftet med en række problemstillinger, da:

1. Virksomheder ofte er repræsenteret i forskellige brancher
2. Virksomheder i samme branche kan beskæftige sig med forskellige produkter og markeder
3. Virksomheder i samme branche kan være karakteriseret ved forskellig evne til at tjene penge, vokse og styre risici

Ifølge et nyt studie kan vi som analytikere opnå et bedre udvalg af sammenlignelige virksomheder, og derigennem et bedre værdiestimat, ved at bruge en fremgangsmåde, som kombinerer forskellige udvælgelsesmetoder. Studiet fandt at en kombination af branchetilhørsforhold og lønsomhedsmålet, ROE, ofte giver de mest præcise værdiestimater (Knudsen, et al. 2015). Vi vil i vores afhandling sammenligne den nye metode med den traditionelle, hvor der anvendes en peer-gruppe bestående af børsnoteret virksomheder fra branchen.

Vores analyse tager udgangspunkt i både egenkapital- og EV-baserede multipler. Vi ønsker at inddrage værdiestimater genereret fra begge tilgange for at mindske de afvigelser, som virksomhedernes forskelle kan medføre, hvis der kun sammenlignes på én multiple. De to metoders endelige værdiestimat vil derfor blive baseret på den harmoniske middelværdi af følgende multiple:

- EK-baseret: P/E og K/IV
- EV-baseret: $EV/Sales$ og $EV/EBIT$

Vi har valgt at tage udgangspunkt i den harmoniske middelværdi, da denne metode er mindre følsom over for ekstreme observationer og skulle give mere præcise værdiestimater end middelværdien, medianen og det værdivægtede gennemsnit (Knudsen, et al. 2015).

Den endelige værdi bruges til at værdiansætte LEGO som en unoteret virksomhed ved brug af multipler og til at stressteste det fundne værdiestimat fra den udarbejdede DCF-model.

6.7.1 Multipelanalyse ved brug af børsnoteret peergruppe

En god peer gruppe defineres som en gruppe af virksomheder i samme branche som har de samme udsigter for ROIC og vækst (Kotler, et al. 2015:353). Vi tager her udgangspunkt i den tidligere anvendte peer group, Mattel og Hasbro. Problemet ved at skulle finde sammenlignelige virksomheder inden for legetøjsbranchen er, at disse to er de eneste, der størrelsesmæssigt er på samme niveau som LEGO. Der er dog ingen af LEGOs konkurrenter i legetøjsbranchen, der har set tilsvarende rentabilitet og vækstrater, hvorved en perfekt substitut for LEGO simpelthen ikke findes. Vi er som analytikere nødt til at acceptere en vis fejlmargen blandt virksomhederne i peer-gruppen for at kunne anvende multipler. For at analysen baseres på et mere robust grundlag, har vi valgt at supplere peer-gruppen med yderligere tre virksomheder, som Bloomberg karakteriserer, som værende peers, jf. appendix 20. Af nedenstående tabel 20 fremgår multipelanalysen af denne peer-gruppe:

Tabel 20 - Multipelanalyse ved traditionel metode

Virksomhed	P/E	K/IV	EV/SALES	EV/EBIT	Profit-margin	EBIT-margin	ROE
Mattel	27,44	4,97	2,39	21,22	7,0%	10,4%	17,0%
Hasbro	21,75	6,33	2,27	14,08	10,1%	15,8%	35,6%
Alpha Group	75,37	8,44	11,22	49,84	18,7%	15,8%	13,8%
BANBAO Company	82,36	13,47	20,75	85,20	21,6%	24,1%	18,1%
Huawei	61,60	3,83	9,33	33,76	23,9%	22,6%	7,5%
LEGO	-	-	-	-	26,4%	64,8%	57,1%
Harmonisk middelværdi	40,30	6,15	4,53	27,84			
Middelværdi	53,70	7,41	9,19	40,82	16,2%	17,7%	18,4%
Median	61,60	6,33	9,33	33,76			
Lav	21,75	3,83	2,27	14,08			
Høj	82,36	13,47	20,75	49,84			

(i mio. DKK)	Resultat	Bogført værdi	Omsætning	EBIT	Gennemsnit	DCF-estimat	Afvigelse
LEGO	10.591	31.837	41.147	14.362			
Harmonisk middelværdi	426.825	195.781	186.449	399.909	302.241	356.670	-15%
Middelværdi	568.778	235.836	378.223	586.272	442.277	356.670	24%
Median	652.406	201.520	383.902	484.873	430.675	356.670	21%
Lav	230.315	121.936	93.404	202.222	161.969	356.670	-55%
Høj	872.275	428.845	853.800	715.820	717.685	356.670	101%

Kilde: Bloomberg – Egen tilvirkning

Tabel 20 viser, at såfremt LEGO skulle sælges vil den ud fra dens peers skulle handles i intervallet 161-717 mia. kr., hvilket dog skal bemærkes for at være et ganske betragtelig spænd. Baseres den estimerede værdi på median- eller middelværdi vil prisen være på hhv. 442 og 430 mia. kr. Med vores udgangspunkt i den harmoniske middelværdi vil den estimerede værdi for LEGO imidlertid være på 302 mia. kr., hvilket ift. den estimerede værdi fra DCF-modellen svarer til en afvigelse på -15%.

De tre yderligere virksomheder, der blev inkluderet i peer-gruppen er kinesiske og anvender alle sammen kinesisk GAAP. Vi er klar over, at der dermed kan forekomme forskelle i regnskabspraksis, som kan have

betydning for virksomhedernes nøgletal og holder det in mente i vores benchmarking af virksomhedernes performance ift. LEGOs.

Sammenligner vi LEGOs performance med peer-gruppen på nøgletallene profit-margin, EBIT-margin og ROE, så kan vi se at LEGO er den virksomhed, som performer bedst på alle nøgletal. Ud fra dette kan vi udlede at LEGO formentlig vil kunne handles til en multipel højere end gennemsnittet, hvis da ikke i den helt høje ende. På denne baggrund vurderer vi, at det er plausibelt at DCF-modellens estimerede værdi er på et realistisk niveau. Multipelanalysen kunne yderligere indikere, at DCF-estimatet bærer præg af et mindre optimistisk syn på fremtiden, da flere af multiplernes individuelle gennemsnitsværdier overgår denne væsentligt.

6.7.2 Multipelanalyse ved kombineret af udvælgelsesmetoder

Denne metode tager højde for den række af problemstillinger det giver at anvende branche alene som udvælgelsesmetode, som vi beskrev længere oppe. Metoden tager udgangspunkt i det faktum, at blot fordi virksomheder er inden for den samme branche, så er det ikke ensbetydende med, at de kan beskrives ud fra samme karakteristika, hvorved de i så fald ikke burde blive handlet til den samme multipel. For at få et bedre fit mellem den analyserede virksomhed og peer-gruppen inddrages der heri andre variable, som udvælgelseskriterium.

Når analytikeren har valgt sine udvælgelseskriterier bruges disse til at rangere virksomhederne med på hvert enkelt af dem. Peer-gruppen består herefter af de 10 virksomheder, som ud fra deres samlede score, rangeres tættest på den analyserede virksomhed. Vi har valgt at anvende branche og ROE, som kriterier, da de ifølge studiet ofte gav de mest præcise værdi estimeret ift. de andre kombinationer, der blev undersøgt. Vi har dog yderligere valgt at inkludere virksomhedernes størrelse som en variable pga. at mindre virksomheder ofte handles til en lavere multipel, da de ift. større virksomheder generelt er mindre likvide (Kotler, et al. 2015). Denne variable måles ud fra virksomhedernes markedsværdi. I og med at LEGO ikke er børsnoteret anvendes den estimerede værdi fra DCF-modellen.

Analysen og rangeringen af virksomheden baseres på finansiell data fra Bloomberg, som indeholder over 500 virksomheder inden for den valgte branche. Legetøj indgår hos Bloomberg i branchen "Fritid", som yderligere udgøres af forbrugerelektronik og rekreative produkter. Vi har ikke haft mulighed for at specificere datasættet yderligere med en finere branchekode, således at vi kun fik data inden for legetøj.

Ud fra det anvendte datasæt og de tre opstillede kriterier er de 10 udvalgte virksomheder rangeret inden for 88 pladsers forskel ift. LEGO. Af nedenstående tabel 21 fremgår multipelanalysen af denne peer-gruppe:

Tabel 21 - Multipelanalyse ved kombineret af udvælgelsesmetoder

Virksomhed	P/E	K/IV	EV/SALES	EV/EBIT	
LARGAN PRECISION	21,81	7,86	8,77	15,17	
POOL CORP	30,51	16,02	1,85	18,49	
ELECTRONIC ARTS	34,42	6,58	7,47	14,88	
POLARIS INDS	15,77	6,22	1,32	9,90	
SHANGHAI FLYCO-A	41,00	18,63	6,74	29,19	
HASBRO INC	21,75	6,33	2,27	14,08	
COLOPL INC	8,75	3,70	1,79	4,59	
GUNGHO ONLINE EN	6,84	2,30	1,29	3,23	
SHANGHAI ORIEN-A	17,14	2,47	2,37	21,94	
THOR INDUSTRIES	16,64	3,52	0,88	10,77	
Harmonisk middelværdi	16,12	4,75	1,99	9,44	
Middelværdi	21,46	7,36	3,48	14,22	
Median	19,45	6,28	2,06	14,48	
Lav	6,84	2,30	0,88	3,23	
Høj	34,42	18,63	8,77	29,19	

(i mio. DKK)	Resultat	Bogført værdi	Omsætning	EBIT	Gennemsnit	DCF-estimat	Afvigelse
LEGO	10.591	31.837	41.147	14.362			
Harmonisk middelværdi	170.709	151.085	81.851	135.572	134.804	356.670	-62%
Middelværdi	227.303	234.434	142.986	204.290	202.253	356.670	-43%
Median	205.946	199.837	84.763	207.967	174.628	356.670	-51%
Lav	72.463	73.217	36.209	46.390	57.070	356.670	-84%
Høj	364.590	593.047	360.859	419.237	434.433	356.670	22%

Kilde: Bloomberg – Egen tilvirkning

Der ses væsentlige større afvigelser ved denne metode ift. det fundne DCF-estimat end det var tilfældet i tabel 20. Ifølge tabel 21 skal LEGO her handles inden for et mindre spænd i intervallet 57-434 mia. kr. Baseret på median- og middelværdi ville prisen her være på hhv. 202 og 174 mia. kr. og ud fra den harmoniske middelværdi 134 mia. kr. Sammenholdt med DCF-estimatet svarer det til en afvigelse på -62%.

Vi fik med andre ord ikke et tættere estimat på den fundne DCF værdi ved at kombinere udvælgelsesmetoder og inddrage flere variable, som vi forventede. En mulig forklaring på at afvigelsen er så stor mellem de to metoder kan formentlig forklares ud fra den manglede mulighed for at specificere branchekoden yderligere i vores datasæt fra Bloomberg. Et studie fra 1992 fandt nemlig at desto finere branchekode der anvendes, desto tættere kommer sammenligningsvirksomhederne på den analyserede virksomhed, hvilket skulle medføre mere præcise værdiestimer (Alford, 1992:94-108). Vi ser fx at Thor Industries, en virksomhed, der producerer campingvogne, indgår i den endelige peer-gruppe ud fra den anvendte branchekode.

En finere branchekode havde måske ført til en peer-gruppe, hvor de udvalgte virksomheder rangerede med en større forskel end de nuværende 88 pladser, men i stedet for indeholdt virksomheder, som er mere relateret til legetøjsbranchen og forventningerne til denne. Det kan fx tænkes, at forventningerne til vækst i virksomheder på markedet for campingvogne ikke er tilsvarende dem for legetøjsmarkedet, hvilket afspejles i virksomheder-nes multiple. Det attraktive ved multipler er netop at de afspejler markedets implicite holdning til et givent selskab eller branche. En finere branchekode kunne dermed have ændret niveauet for de anvendte multiple.

Der skal dog holdes for øje, at den estimerede DCF-værdi er at finde i værdi-intervallet, da vi kan se, at værdien ved brug af de højeste niveauer for alle de anvendte multipler, alle resulterer i en værdi højere end DCF-værdien.

Den estimerede værdi, baseret på den harmoniske middelværdi, er i begge modeller beregnet til at være mindre end den estimerede DCF-værdi. At DCF-værdien er højere kan være et udtryk for at vi som analytikere enten overvurderer LEGO's værdi eller forventer at virksomheden er mere attraktiv på en række forskellige økonomiske parametre ift. de sammenlignelige virksomheder. Her er det især forventningen om at salget af konstruktionslegetøj vil vokse og gøre kategorien til den største på legetøjsmarkedet i 2019 samt LEGO's høje rentabilitet, der er udslagsgivende i vores optik.

7. Vurdering af værdiansættelsesmodellernes anvendelse

Der findes en række forskellige metoder man kan anvende til værdiansættelse. Vi vil i dette afsnit sammenligne de absolutte og relative modeller, som vi har anvendt i afhandlingen. Formålet med dette er at vurdere hvilken, der i vores optik, er den mest korrekte at anvende ud fra et teoretisk såvel som et praktisk synspunkt.

De anvendte modeller har alle sammen egenskaber, der gør dem attraktive at bruge i en værdiansættelse. Starter vi med de absolutte, så anses kapitalværdibaserede modeller for at være de teoretisk mest korrekte. Det attraktive ved DCF, EVA og andre kapitalværdibaserede modeller er, at den estimerede værdi i disse baseres på analytikerens forventninger til virksomhedens fremtid fremfor dens historiske resultater. Dette stiller analytikere og investorer overfor kravet, at de er nødt til at sætte sig grundigt ind i den analyserede virksomhed, for at kunne udarbejde det budget, som danner selve grundlaget for værdiansættelsen i modellerne.

Det attraktive ved at anvende multipler er, at de i høj grad afspejler markedets implicite holdning til værdien af et selskabs indtjening, da de er baseret på investorernes viden om værdien af én indtjeningskrone i et givent selskab eller branche. Foruden at multipler illustrerer markedsværdien af hvad tilsvarende virksomheder bliver handlet for i dag, så er metoden populær i praksis, da den er hurtigere og mindre kompleks at udføre sammenlignet med DCF og EVA-modellen.

Sammenlignet så er forskellen på de to typer modeller, at værdiestimatet af den analyserede virksomhed i den ene er afhængigt af det prisniveau, som tilsvarende virksomheder sælges til, hvortil den i den anden afhænger udelukkende af analytikerens eget arbejde, forventninger og subjektive holdninger.

Ser vi nærmere på metodernes respektive udfordringer, så er en af svaghederne i de kapitalværdi-baserede modeller, at de er afhængige af kvaliteten og realismen i de antagelser og forudsætninger, som analytikeren har baseret det udarbejdede budget på. Yderligere står analytikere over for en svær udfordring, når det kommer

til at skulle estimere en virksomheds kapitalomkostninger, WACC, hvor det især ved værdiansættelse af en unoteret virksomhed er en proces, der er behæftet med usikkerhed.

Følsomhedsanalysen viste, at den estimerede værdi er yderst følsom overfor ændringer i forskellige finansielle value drivere, samt niveauet for den anvendte WACC. En +1/-1%-point ændring i den anvendte omsætningsvækst og EBITDA-margin medførte hhv. en forøget værdi med 46,1% og et fald på 25,2%, som i vores værdiansættelsen af LEGO svarer til en forskel i den estimerede værdi på 255 mia. kr. Ligeledes så vi, hvordan relativt små ændringer i betaværdien og MRP havde signifikant betydning for WACCs niveau, som i de yderste undersøgte niveauer medførte hhv. en forøget værdi på 67,9% og et fald på 29,5%.

Kigger vi på multiplerne, så er den største og mest væsentlige udfordring her, at udvælge børsnoterede virksomheder, som er sammenlignelige med den analyserede virksomhed. Anvendelsen af multipler er baseret på det grundlæggende økonomiske begreb om, at et aktiv, der er en perfekt substitut for et andet aktiv, har samme værdi. Dermed bygger de på en række antagelser om, at den forventede fremtidige rentabilitet, risiko, vækst og regnskabspraksis mv. i de anvendte virksomheder er identisk, hvilke i praksis er vanskelige at opfylde (Holm., Petersen & Plenborg, 2005).

Det er endvidere vores egen vurdering, at ovenstående forudsætninger om perfekte substitutter aldrig bliver mødt, da vi anser det for værende umuligt, at finde virksomheder som i sandhed er ens på alle parametre. Samme størrelse, vækst, risiko, rentabilitet, tilsvarende niveau know-how inden for samme branche, samt en ledelse med præcis samme kompetencer m.v. For at kunne anvende multipler, er vi som analytikere derfor nødt til at acceptere en hvis fejlmargen blandt de virksomheder, som bruges som peers.

Uanset hvilken værdiansættelsesmodel man anvender, så skal man huske på, at det estimat man kommer frem til ikke er et udtryk for den sande værdi, men mere et udtryk for vores subjektive forventninger til virksomheden og den deraf afledte værdi. Der findes nemlig kun én rigtig pris; den som en køber er villig til at betale for virksomheden. Dermed vil den estimerede værdi formentlig både være forskellig købere imellem, men også forskellig fra sælger til køber. Det kunne tænkes, at en køber vil være mere konservativ i dennes forventninger og budgettering, end sælger. På den anden side spiller ens subjektivitet her også en afgørende rolle. En sælger kan have den personlige overbevisning, at det at sælge den pågældende virksomhed for 300 mia. kr. vil være en god handel, hvortil køber kan købe virksomheden for 400 mia. kr. og ligeledes synes at det var en god handel. At værdien for køber ikke nødvendigvis er den samme som for sælger kan også skyldes skjulte synergieffekter.

Den estimerede værdi som hhv. køber og sælger kommer frem til vil således formentlig ikke være den endelige salgspris, men i stedet for fungere som et udgangspunkt for det interval, hvor prisen for virksomheden skal findes indenfor.

Ser vi nærmere på hvilke modeller, der anvendes i praksis, så er både de absolutte og relative værdiansættelsesmodeller flittigt brugt. Af de kapitalværdibaserede modeller er DCF den mest udbredte, ifølge (Plenborg et al. 2006) blev den anvendt af 87,2% af alle afhængige og uafhængige finansielle rådgivere samt private equity fonde. I praksis bliver denne ofte suppleret af andre modeller, alt efter hvilken type af virksomhed, der er genstand for værdiansættelsen. Vi ser ofte private equity fonde gøre brug af multipler, når de skal værdiansætte. Argumentet for dette valg er, at *”kapitalværdibaserede modeller som DCF er den teoretisk korrekte metode, men problemet er, at denne metode snarere viser værdipotentialt. Det er de færreste der vil betale ekstra her og nu for en potentiel stigning i indtjeningsmarginalen på 1%-point om 3 år”* (Holm., Petersen & Plenborg, 2005)

Vi kan godt se at anvendelsen af multipler i praksis har en række fordele, i og med, at denne type værdiansættelse er hurtigere, nemmere og enklere at udføre sammenlignet med den arbejdsbyrde, der skal ydes ved brugen af de kapitalværdibaserede modeller. Vi vurderer dog, at multipler er bedre at anvende i brancher, hvor virksomheder handles hyppigere end det er tilfældet i legetøjsbranchen, og især ift. en så stor virksomhed, som LEGO. Vi vurderer, at multipler kan være bedre at anvende til værdiansættelse inden for fx IT-branchen, hvor vi hyppigt ser tech-startups blive opkøbt af store IT-giganter, som Facebook, Apple, Google mv., hvorved der findes et større værdigrundlag.

Til trods for de fordele multipler giver, så er vi af den overbevisning, at de kapitalværdibaserede modeller er mere korrekte at anvende, da det teoretiske grundlag for brugen af multipler, i vores optik, ikke er opfyldt.

8. Konklusion

Målet med denne afhandling var at værdiansætte en unoteret virksomhed og derigennem udfordre vores faglige kundskaber, da vi som investorer her stilles overfor en større udfordring. Valget faldt på at værdiansætte LEGO ud fra vores personlige fascination af virksomheden samt deres imponerende turnaround, der har ført dem til den succes de er i dag. Vi ønskede at værdiansætte LEGO ud fra forskellige modeller for at se hvilken betydning modelvalget har for den estimerede værdi.

Fra den strategiske analyse blev der identificeret en række faktorer, som både har haft betydning for LEGO's indtjening historisk og som vurderes til også at have betydning fremadrettet.

Licenslegetøj har været en af de primære drivkræfter bag det øgede salg af konstruktionslegetøj i den historiske periode. På nær på det amerikanske marked, har salget af licenslegetøj været voksende på samtlige af de undersøgte markeder. LEGO har samarbejdsaftaler med mange af de store populære franchises og har således licens til at anvende populære temaer som Batman, Star Wars, Disney m.fl. i deres produktion. Det er især lanceringen af The LEGO Movie i 2014, som har været medvirkende til den øgede interesse for konstruktionslegetøj. Licenslegetøjets betydning for salget forventes fremadrettet at blive endnu større, da der de kommende år er planlagt en lang række nye blockbusterfilm, alle med stort licens potentiale. Vi vurderer derfor, at det er vigtigt, at LEGO formår at fastholde de nuværende og indgå nye samarbejdsaftaler.

Væksten på markedet for konstruktionslegetøj forventes fremadrettet hovedsageligt at være drevet af fremgang i salget på det kinesiske marked. Til trods for at vestlige produkter stadig er populære i østen, er der set et skifte i de kinesiske forbrugeres værdier og holdninger væk fra de vestlige idealer og der er i dag større fokus på egne. Succes på dette marked fremadrettet afhænger derfor af, at LEGO lykkes med at skabe association mellem de kinesiske forbrugere og virksomhedens produkter. Vi vurderer derfor at LEGO skal forsøge at indgå samarbejdsaftaler med kinesiske franchises for at skabe et link mellem dem og den regionale kultur.

Derudover har udviklingen indenfor konstruktionslegetøj været drevet af indkomststigninger og demografiske ændringer på det kinesiske marked. Der er over den historiske periode set en fordobling i de 50% fattigste husholdningers disponible indkomst, hvorved der er flere der har råd til at købe virksomhedens produkter. LEGO vurderer selv at velstandsniveauet i landet er virksomhedens største udfordring på dette marked. Denne faktor vil derfor også have betydning fremadrettet, da der forventes yderligere indkomststigninger.

Samtidig med de øgede indkomster er der også set en stigning i fødselstallet på emerging markets, som hovedsageligt har været drevet af udviklingen i Kina. Der er dermed flere børn i alderen 0-14 år, hvorved antallet af potentielle kunder for LEGO øges. Tendensen har historisk været, at der er flere mennesker, der vælger at få børn, men antallet af børn pr. husholdning er faldende. Dette betyder, at der i de enkelte husholdninger er flere

penge til at bruge på legetøj pr. barn. Denne tendens forventes at fortsætte fremadrettet i den forecastede periode.

LEGOs succes kan tilskrives at de sælger et produkt af høj kvalitet, som differentierer sig fra konkurrenters ved at opfylde flere behov end blot at være underholdende. Legetøjet er nemlig designet til at udvikle børns kognitive og kreative færdigheder. Dette har været med til at gøre LEGO til det største legetøjsbrand. I takt med at konkurrencen øges, som følge af en stigende interesse for kategorien, vil det fremadrettet være nødvendigt fortsat at udvikle deres produkters egenskaber, således at man stadig differentierer sig fra konkurrenterne.

Vi vurderer, at det er vigtigt at virksomheden er i stand til at imødekomme efterspørgslen på dens produkter. Salget er sæsonbetonet, hvor størstedelen sælges op til jul. Dette sætter krav til at produktionen kan levere varerne til tiden og i den efterspurgte mængde. For at imødekomme den stigende efterspørgsel på virksomhedens produkter har de i de seneste år investeret tungt i deres produktionsfaciliteterne, som er strategisk placeret tæt på virksomhedens kernemarkeder.

Legetøjsbranchen er generelt præget af mange substituerende produkter, men LEGO's legetøj og den måde det leges med adskiller sig væsentlig fra fx en action-dukke. Hidtil har virksomheden siddet på 2/3 af salget af alt konstruktionslegetøj, men det vurderes at konkurrencen vil stige, på trods af høje adgangsbarriere, da markedet forventes at have en lukrativ fremtid. Mattel opkøbte fx LEGO største konkurrent, Mega Brands i 2014. Vi vurderer dog, at LEGO's stærke brand har stor betydning, og at de i fremtiden vil være i stand til at skabe en stabil vækst via fortsat penetrering af deres nuværende kernemarkeder, samt et større fokus på det kinesiske marked.

Vi fandt i rentabilitetsanalysen, at LEGO's ROE har været faldende over perioden, hvilket alene skyldes at virksomheden har mindsket dens finansielle gearing. LEGO's ROIC har udviklet sig gunstigt over den historiske periode, og fremgangen skyldes en forbedring i virksomhedens OG, som har været stor nok til at opveje den negative udvikling i AOH, som følge af virksomhedens store investeringer i produktionen de senere år. Sammenlignet med peers, Mattel og Hasbro, har LEGO i hele den analyserede periode ligget på et væsentlige højere niveau i samtlige nøgletal, på nær gearing, og resultatet vurderes at være ganske tilfredsstillende.

Baseret på vores analyse af de strategiske og finansielle value drivere, vurderer vi, at LEGO fremadrettet vil opleve yderligere vækst. Vækstraterne på markedet for konstruktionslegetøj forventes fremad at være lavere sammenlignet med det historiske niveau og med et øget fokus på kategorien fra konkurrenter, forventer vi ikke at se omsætningsvækstrater på niveau med virksomhedens 25,2% i 2015. LEGO's egne forventninger er at de vil vokste moderat mere end den forventede vækst på det globale legetøjsmarked. Vi vurderer at dette er for

lavt sat givet markedsudviklingen, virksomhedens vækstinitiativer og virksomhedens vækst over den historiske periode, og har budgetteret med en omsætningsvækst på 15%, som er lavere end niveauet for 2015, men en smule højere end niveauet for 2014. Omsætningsvæksten forventes at falde stødt over den forecastede periode i takt med vi nærmer os terminalperioden.

I vores budgettering af de andre udvalgte value drivere vurderer vi, at LEGO vil være i stand til at opretholde det historiske niveau. Undtagelsesvis er EBITDA-margin og CAPEX. EBITDA-marginen budgetteres til at falde løbende i budgetperioden, grundet øget salgsmæssige omkostninger. CAPEX forventes at falde til dens niveau i starten af perioden i takt med at udvidelserne og opførelsen af virksomhedens produktionsfaciliteter bliver færdige.

Vi har i afhandlingen udledt en WACC på 5,42%, som blev anvendt som afkastkrav for LEGO. Ud fra de opstillede forudsætninger kom DCF og EVA-modellen frem til en estimerede værdi af LEGO på 357.660 mio. DKK. Følsomhedsanalysen viste at den estimerede værdi i høj grad er drevet af niveauet i den anvendte omsætningsvækst, EBITDA-margin og WACC. Vi så at en ændring på +/- 1%-point i omsætningsvæksten og EBITDA-marginen vil resultere i hhv. en stigning på 46,1% og et fald på 25,2% i værdien.

Analysen viste os, at WACC var mest følsom overfor ændringer i det estimerede afkastkrav på egenkapitalen, grundet den anvendte kapitalstruktur. Både ændringer i den udledte beta-værdi, samt den anvendte markedsrisikopræmie, havde væsentlig indflydelse på WACC og deraf den estimerede værdi. Havde vi brugt en markedsrisikopræmie på 6,5%, blot 1% højere end de anvendte 5,5%, ville WACC være steget fra 5,42% til 6,31%, hvilket vil have medført et fald i den estimerede værdi på 21,7%. Ligeledes vil en beta-værdi på 1,14 fremfor de udledte 0,99 have medført en øget WACC med et fald i værdien på 18,8%. En lavere markedsrisikopræmie og beta-værdi vil tilsvarende have ført til en øget værdi.

Multipelværdiansættelsen blev brugt til at udlede LEGOs værdi på tværs af udvalgte peers såvel som at stress-teste den fundne værdi fra DCF/EVA-modellen. Værdiansættelsen anlagde to forskellige fremgangsmåder til at udvælge peers for at opnå et bedre estimat, ved at forsøge at tage højde for nogle af de problemstillinger anvendelsen af multipler medfører. Ud fra en gennemsnitsbetragtning af de udvalgte peers på forskellige multiple kom modellerne frem til en estimerede værdi på hhv. 302.241 mio. DKK og 134.804 mio. DKK. Begge værdier er lavere end den estimerede værdi fra DCF/EVA-modellen og indikerer at vi har et positivt syn på LEGOs fremtid.

Den estimerede værdi fra DCF/EVA ligger dog indenfor spændet, som LEGO vil blive handlet til, hvis den blev værdiansat efter hhv. den laveste og højeste multiple. Givet LEGOs stærke finansielle performance vurderer vi, at LEGO vil kunne handles til en værdi højere end middelværdien, og muligt helt i den høje ende.

Den estimerede værdi fra multiplerne kan dog ikke betragtes som værende speciel retvisende, da vi vurderer at der er forskellige forventninger til LEGOs og de anvendte peers fremtid.

De absolutte og relative modeller har hver deres respektive fordele og udfordringer. Sammenlignet så er forskellen på de to typer modeller, at værdiestimatet af den analyserede virksomhed ved relative modeller er afhængigt af det prisniveau, som tilsvarende virksomheder sælges til på markedet, hvortil det ved absolutte modeller udelukkende afhænger af analytikerens eget arbejde, forventninger og subjektive holdninger.

Udfordringerne ved de absolutte modeller er, at værdien afhænger af realismen i det udarbejdede budget, samt analytikerens estimering af virksomhedens kapitalomkostninger. Følsomhedsanalysen viste, hvor stor betydning små ændringer i disse value drivere kunne have for værdien. Den største udfordring ved multipler er at udvælge virksomheder, som i sandhed er sammenlignelige med den, der er genstand for værdiansættelsen. Multipelværdiansættelse er nemlig baseret på det grundlæggende økonomiske begreb om, at perfekte substitutter har samme værdi.

Vi vurderer dog, at denne forudsætning aldrig bliver mødt, da det i vores optik er umuligt at finde virksomheder, som i sandhed er ens på alle parametre. Man er som analytiker derfor nødt til at acceptere en vis fejlmargen mellem de anvendte virksomheder for at kunne anvende multipler. På baggrund af at det teoretiske fundament, som multipler er baseret på, ikke opfyldes, er det vores vurdering at de absolutte modeller er de mest korrekte at anvende.

9. Perspektivering

Vi har i afhandlingen været nødsaget til at anskue værdiansættelsen ud fra en ekstern investors synsvinkel, da vi ikke har haft adgang til data hos virksomheden. Der er imidlertid andre anskuelsesvinkler en værdiansættelse kunne have taget.

Havde vi haft mulighed for at foretage interviews og indsamle mere specifikt data, kunne vi have anlagt en vinkel som finansielle rådgivere, der i forbindelse med en eventuel børsnotering/salg skulle have ageret rådgivere for LEGO. Her vil analysen have været endnu mere dybdegående og dermed også mere udfordrende for os.

Først og fremmest ville det have været interessant at få et større indblik i den dynamik der er mellem LEGO og Wal-Mart. Det kunne især have været interessant at undersøge antallet og størrelsen af de rabataftaler der bliver givet.

Et mere detaljeret datagrundlag ville have gjort det muligt, at undersøge de forskellige produkters rentabilitet fordelt på produktgrupper og markeder.

Derudover finder vi det yderst interessant at have haft mulighed for at undersøge LEGOs strategiske tiltag på det kinesiske marked i dybden, i det at størstedelen af væksten fremadrettet forventes at komme fra Kina. Et dybere indblik i virksomhedens strategiske planer om at imødekomme det skift vi ser fra de vestlige værdier og tendenser, vil kunne have dannet et bedre grundlag for budgetteringen af væksten på markedet.

10. Litteraturliste

Bøger

Andersen, I. (2009) - "*Den Skinbarlige Virkelighed - Vidensproduktion i Samfundsvidenskaberne*", 4. udgave. Forlaget Samfundslitteratur.

Hollensen, S. (2013) - "*Global Marketing*", 6. udgave, Pearson

Koller, T., Goedhart, M. H., & Wessels, D. (2015) - "*Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*", 6. udgave. John Wiley & Sons Inc.

Kotler, P., Keller, K. L., Brady, M., Goodman, M., Hansen, T., (2012) - "*Marketing Management*", 2. udgave, Pearson

Lunde, N., (2012) - "*Miraklet i LEGO*", JP/Politikens Forlag

Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2012) - "*Financial Statement Analysis*", Pearson

Sørensen, O., (2012) - "*Regnskabsanalyse og værdiansættelse- en praktisk tilgang*", 4. Udgave, Gjellerup

Artikler og udgivelser

Alford, A., (1992) - "*The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method*", Journal of Accounting Research.

Fernandez, P., Ortiz, A., Acin, I. F., (April, 2015) - *A Survey: "Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2015"*, IESE Business School

Holm, M., Plenborg, T., (2005) - "*Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen - en praktisk undersøgelse*", Revision og Regnskab nr.1 2005

Knudsen, J. O., Kold, S. V., & Plenborg, T., (2015) - "*Multipelværdiansættelse- valg af sammenlignelige virksomheder*", Finans/Invest 5/15

Petersen, C. V., & Plenborg, T., (2012) - "*Multipelværdiansættelse*", Finans/Invest 6/12

PwC, (Februar, 2016) - "*Værdiansættelse af virksomheder: Sådan fastlægges afkastkravet i praksis*"
<http://www.pwc.dk/da/nyt/publikationer/vaerdiansaettelse-af-virksomheder--sadan-fastlaegges-afkastkrave.html>

Supreme Court of Canada “Kirkbi AG v. Ritvik Holdings Inc., [2005] 3 S.C.R. 302, 2005 SCC 65
<https://scc-csc.lexum.com/scc-csc/scc-csc/en/item/2246/index.do>

The LEGO Group, (2016) - “A Short Presentation”, LEGO.com

<https://www.lego.com/da-dk/aboutus/media-library#?filter&ids=00dfc70430554825bbef8f2a51babfa4>

Internet artikler

Albrechtsen, N., (18., december, 2015) - “LEGO-familien giver uventet julegave til alle ansatte: ekstra månedsløn”, TV2 Nyhederne,

<http://nyheder.tv2.dk/finans/2015-12-18-lego-familien-giver-uventet-julegave-til-alle-ansatte-ekstra-maanedsloen>

Andersen, Lone., (11., august, 2015) - “LEGO afviser nye ordrer fra små legetøjsbutikker”, Finans.dk

<http://finans.dk/finans/erhverv/ECE7927295/Lego-afviser-nye-ordrer-fra-små-legetøjsbutikker/?ctxref=ext>

Astrup, A., & Hannestad, A., (9., oktober, 2014) - “LEGO bøjer sig for Greenpeace og dropper Shell som partner”, Politiken

<http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2418605/lego-boejer-sig-for-greenpeace-og-dropper-shell-som-partner/>

Børsmose, A., (21., oktober, 2004) - “Milliardunderskud presser LEGO til at sælge Legoland”, Politiken

<http://politiken.dk/oekonomi/ECE97576/milliardunderskud-presser-lego-til-at-saelge-legoland/>

Hall, O., (21., februar, 2013) - “LEGOs fremgang udløser rekord bonus”, Berlingske Business

<http://www.business.dk/detailhandel/legos-fremgang-udloeser-rekordbonus>

Hall, O., (20., marts, 2014) - “Knækker Knudstorp Kina-koden?”, Berlingske Business,

<http://www.business.dk/detailhandel/knaekker-knudstorp-kina-koden>

Holt, S., B., (8., april 2014) - “Kina er vokset fra Vestens idealer”, Berlingske Business

<http://www.business.dk/karriere/kina-er-vokset-fra-vestens-idealere>

Jørgensen, M. B., (31., august, 2012) - “LEGO vil tredoble forretningen i USA”, Berlingske Business

<http://www.business.dk/detailhandel/LEGO-vil-tredoble-forretningen-i-usa>

New York times, (12., oktober, 2008)- “LEGO loses trademark ruling in EU”, New York Times

https://www.nytimes.com/2008/11/12/business/worldbusiness/12iht-lego.4.17764329.html?_r=2

Porter, R., (18., august, 2015) - “Could Mattel’s Acquisition of Mega Brands Threaten LEGO?”, Euromonitor

Ryrsø, M., (20., oktober, 2014) - “LEGO dropper Shell, men ikke olien”, NetAvisen

<http://navisen.dk/blog/lego-dropper-shell-men-ikke-olien/>

Suddath, C., (17., december, 2015) - *“The \$500 Million Battle over Disney’s Princesses”*, Bloomberg.com
<http://www.bloomberg.com/features/2015-disney-princess-hasbro/>

The Economist, (15., marts, 2012) - *“Enden er nær for Kina som billigt produktionsland”*, bragt i Berlingske Business, opdateret 5., juni 2012
<http://www.business.dk/global/enden-er-naer-for-kina-som-billigt-produktionsland>

Trangbæk, R. R., (15., januar, 2016) - *“LEGO fabrikken i Ungarn udvides til dobbelt størrelse”*, LEGO Newsroom,
<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/news-room/2016/january/lego-factory-in-hungary-to-double-in-size>

Trangbæk, R. R., (16., april, 2015a) - *“LEGO koncernen fejrer markant stigning i produktionskapaciteten i Tjekkiet”*, LEGO Newsroom,
<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/news-room/2015/april/lego-kladno-factory-expansion>

Trangbæk, R. R., (18., marts, 2013) - *“LEGO koncernen bygger fabrik i Kina”*, LEGO Newsroom,
<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/news-room/2013/march/lego-group-to-build-factory-in-china>

Trangbæk, R. R., (20., oktober, 2015b) - *“LEGO koncernen udvider fabrikker globalt for at give endnu flere børn legeoplevelser”*, LEGO Newsroom,
<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/news-room/2015/october/factory-expansion>

Trangbæk, R. R., (November, 2014) - *“Nyt kontor i London understøtter LEGO koncernens strategi om at nå ud til børn over hele verden”*, LEGO Newsroom,
<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/news-room/2014/november/newlondonofficesupportslegogroupstrategytoeach-childrenglobally>

Trefis Team (29., april, 2014) - *“Time Warner’s Earnings to grow over Turner Networks and success of The LEGO Movie”*, Forbes
<http://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2014/04/29/time-warners-earnings-to-grow-over-turner-networks-and-success-of-the-lego-movie/#690b3ff460b5>

Tv2 News, interview med Bali Padda Executive VP and COO, (21., oktober, 2015) - *“LEGOs fabrikker kan ikke følge med i efterspørgslen”*, bragt i Berlingske Business
<http://www.business.dk/detailhandel/legos-fabrikker-kan-ikke-foelge-med-efterspørgslen>

Vase, K. B., (07., april, 2016) - *“DONG ENERGY, PKA og LEGO koncernen indgår partnerskab om finansiering af havmølleparken Burbo Bank Extension på 258 mw i England”*, LEGO Newsroom,
<https://wwwsecure.lego.com/da-dk/AboutUs/news-room/2016/february/partnership-to-finance-wind-farm>

Vase, K. B., (27., august, 2014)- “*LEGO Koncernen reducerer udledningen af CO2 fra emballage med 10.000 tons*”, LEGO Newsroom,

<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/news-room/2014/august/fsc-logo-on-all-lego-sets>

Ziobro, P., & NG, S., (31., marts, 2015)- “Wal-Mart Ratchets Up Pressure on Suppliers to Cut Prices“, The Wall Street Journal

<http://www.wsj.com/articles/wal-mart-ratchets-up-pressure-on-suppliers-to-cut-prices-1427845404>

Hjemmesider

Alpha Group, “*Products*”,

<http://www.auldeytoys.com/en/products/>

Bandai Namco Entertainment Europe, “*Products*”,

<https://www.bandainamcoent.eu/>

Damodaran Online, (Januar, 2016)- “*Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread*”,

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ratings.htm

Damodaran, A., (Januar, 2006) - “*Debt and Value: Beyond Miller-Modigliani*”, Stern School of Business

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/country/levvalue.pdf>

IFRS.com - “*IS IFRS that different from U.S GAAP?*”,

<http://www.ifrs.com/overview/general/differences.html>

Korruptionsindeks,

<http://www.transparency.org/cpi2015>

LEGO.com, “*Code of Conduct*”,

<http://www.lego.com/da-dk/aboutus/lego-group/code-of-conduct>

LEGO.com, “*LEGO koncernen*”,

www.lego.com/da-dk/aboutus/lego-group

LEGO.com, “*LEGO Retail Stores*”,

<http://stores.lego.com/en-us/stores>

LEGO.com, “*LEGO Shops*”,

<http://shop.lego.com/da-DK/>

Pew Research Center, (15., april, 2015), "*Cell phone in Africa: Communication Lifeline*",
<http://www.pewglobal.org/2015/04/15/cell-phones-in-africa-communication-lifeline/>

Shanghai Yaoji, "*Products*", besøgt 10. Juni 2016
<http://www.yaojipoker.com/EN/main.asp>

Taka Tomy, "*Products*",
<http://www.takaratomy.co.jp/english/products/index.html>

Databaser:

Bloomberg
Damodaran Online
Danmarks Statistikbank
Euromonitor

Rapporter:

Euromonitor, (2015) - "*Mattel Inc. toys and games (World)*"
Euromonitor, (2015) - "*The influence of Technology in toys and games, Corporate Strategies*"
Euromonitor, (2015) - "*China country repport*"
Euromonitor, (2015) - "*LEGO toys and games (World)*"
Euromonitor, (2015) - "*Mexico Country repport*"
Euromonitor, (2015) - "*USA Country repport*"
Euromonitor, (2015) - "*Asia-Pacific Regional profile*"
Euromonitor, (2015) - "*Global Video Games Market*"
Euromonitor, (2015) - "*Hasbro toys and games (World)*"
Euromonitor, (2015) - "*The future of toys-to-life prospects and forecasts*"
Euromonitor, (2015) - "*Toys and games in the US*"
Euromonitor, (2015) - "*Traditional toys and games in the US*"
Euromonitor, (August, 2015) - "*Global Trends, Developments and Prospects*"
Euromonitor, (August, 2015) - "*Toys and Games: Key Global and Regional Trends Shaping toys licensing*"

LEGO Årsrapporter

År:2011;2012;2013;2014;2015

Mattel Inc. Årsrapporter

År:2011;2012;2013;2014;2015

Hasbro Inc. Årsrapporter

År:2011;2012;2013;2014;2015

11. Appendix

Appendix 1- Markedsværdi fordelt på lande indenfor markedet “Traditionelt Legetøj”



Market Sizes | Historical | Retail Value RSP | US\$ mn | Current Prices

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Traditional Toys and Games						
World	65,331.1	67,815.4	70,121.0	72,348.6	75,824.7	80,418.4
USA	20,932.9	20,592.8	20,903.8	21,070.3	21,633.2	22,786.8
China	6,338.6	7,236.4	8,044.7	8,835.3	9,619.7	10,318.0
Japan	4,521.9	4,675.2	4,585.4	4,465.5	4,636.7	4,571.5
United Kingdom	4,154.9	4,339.6	4,309.7	4,275.0	4,365.4	4,523.0
France	3,393.4	3,625.1	3,554.7	3,593.7	3,679.3	3,821.2
Germany	3,018.9	3,140.9	3,233.3	3,327.6	3,391.5	3,501.8
Brazil	1,705.5	1,954.6	2,208.3	2,438.0	2,598.0	2,863.2
Russia	1,378.0	1,596.9	1,863.6	2,058.7	2,312.3	2,691.4
Canada	1,386.0	1,413.6	1,441.7	1,439.7	1,470.1	1,543.3
Italy	1,507.1	1,459.7	1,430.6	1,388.2	1,377.4	1,421.0
Spain	1,525.5	1,422.1	1,311.3	1,302.4	1,350.5	1,402.9
Mexico	1,074.7	1,114.2	1,165.5	1,209.1	1,268.4	1,395.2
South Korea	771.8	882.9	1,046.3	1,157.1	1,235.4	1,301.9
Australia	1,036.1	1,047.3	1,058.3	1,080.8	1,147.1	1,202.5
Netherlands	939.5	901.1	856.3	825.6	838.9	851.1
Argentina	240.9	293.2	363.9	417.3	503.3	700.2
Poland	437.5	462.9	480.8	498.5	518.2	541.0
Switzerland	467.7	480.1	478.7	474.1	489.5	501.2
Sweden	454.6	469.0	460.6	455.4	472.1	500.1
Turkey	250.3	273.4	306.6	339.2	387.2	476.9
India	276.0	324.0	373.3	429.4	446.6	470.8
Indonesia	258.3	293.8	334.5	380.1	409.5	435.8
Philippines	303.0	326.9	347.2	372.2	395.8	423.4
United Arab Emirates	243.8	265.9	290.3	316.5	347.9	390.0
Thailand	195.9	217.2	247.6	280.9	315.2	347.4
Hong Kong, China	234.9	242.7	251.7	264.0	276.6	288.5
Ukraine	120.4	119.8	122.0	126.2	154.5	232.3
Taiwan	231.4	223.9	221.4	221.6	223.1	229.2
Singapore	135.0	142.2	151.3	160.4	169.2	174.8
Romania	103.2	114.9	126.3	139.5	151.6	160.2
South Africa	104.6	108.9	117.0	127.0	138.2	149.9
Malaysia	83.8	87.1	90.2	93.5	97.3	101.0

Appendix 2 - Historisk udvikling i Video Spil Software, USA

Table 1 Sales of Video Games by Category: Value 2009-2014

USD million	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Video Games Hardware	9,206.6	8,341.8	7,629.6	6,157.9	6,491.7	7,474.8
- Hand-Held Video Game Consoles	1,845.4	1,312.9	1,240.4	1,078.7	872.6	517.4
- Static Video Game Consoles	5,001.7	4,505.4	4,103.2	2,948.2	3,393.4	4,564.7
- Video Games Hardware Accessories	2,359.6	2,523.5	2,286.0	2,131.0	2,225.8	2,392.7
Video Games Software	10,672.0	10,120.6	9,341.7	8,303.5	7,889.1	7,119.1
- Games for Hand-Held Video Game Consoles	1,811.2	1,525.5	1,489.8	1,267.8	1,147.4	1,065.9
- Games for PCs/MACs	542.5	569.5	442.0	403.7	318.7	278.9
- Games for Static Video Game Consoles	8,318.3	8,025.5	7,410.0	6,631.9	6,423.0	5,774.3
Digital Gaming	2,281.3	2,482.0	2,952.1	3,332.7	3,572.8	4,066.5
- Mobile Games	323.4	479.4	720.1	935.7	1,049.0	1,190.6
- Online Games	975.5	899.4	986.1	974.8	830.0	757.0
- PC and Console Game Downloads	982.4	1,103.3	1,245.9	1,422.2	1,693.8	2,119.0
Video Games	22,160.0	20,944.3	19,923.4	17,794.0	17,953.6	18,660.4

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, trade sources

Table 2 Sales of Video Games by Category: % Value Growth 2009-2014

% current value growth	2013/14	2009-14 CAGR	2009/14 Total
Video Games Hardware	15.1	-4.1	-18.8
- Hand-Held Video Game Consoles	-40.7	-22.5	-72.0
- Static Video Game Consoles	34.5	-1.8	-8.7
- Video Games Hardware Accessories	7.5	0.3	1.4
Video Games Software	-9.8	-7.8	-33.3
- Games for Hand-Held Video Game Consoles	-7.1	-10.1	-41.2
- Games for PCs/MACs	-12.5	-12.5	-48.6
- Games for Static Video Game Consoles	-10.1	-7.0	-30.6
Digital Gaming	13.8	12.3	78.3
- Mobile Games	13.5	29.8	268.1
- Online Games	-8.8	-4.9	-22.4
- PC and Console Game Downloads	25.1	16.6	115.7
Video Games	3.9	-3.4	-15.8

Source: Euromonitor International from official statistics, trade associations, trade press, company research, store checks, trade interviews, trade sources

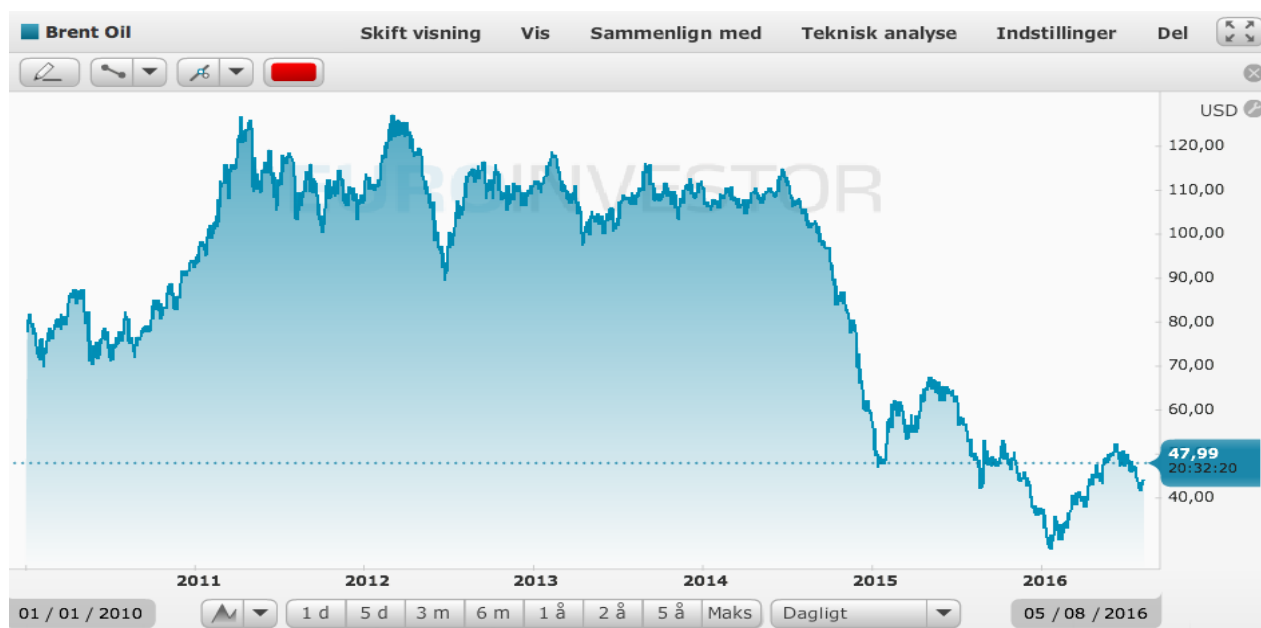
Kilde: Euromonitor

Appendix 3- Oversigt over kommende års filmudgivelser med licens potentielle

2015	Ant-Man, The SpongeBob Movie, Inside Out, The Peanuts Movie, The Hunger Games: Mockingjay, Fantastic Four, Jurassic World, The Good Dinosaur, Star Wars Episode VII
2016	Deadpool, Batman v Superman: Dawn of Justice, Captain America: Civil War, X-Men: Apocalypse, Suicide Squad, Gambit, Dr. Strange, Zootopia, The Angry Birds Movie, The Jungle Book, Alice Through The Looking Glass, Finding Dora, The BFG, Teenage Mutant Ninja Turtles 2, Pete's Dragon, Kung Fu Panda 3, Ice Age 5, Moana, Star Wars Anthology: Rogue One
2017	LEGO Batman, Wolverine 3, Guardians of the Galaxy 2, Fantastic Four 2, Wonder Woman, Untitled Spiderman Film, Thor: Ragnarok, Justice League, Power Rangers, The Croods 2, Pirates of the Caribbean: Dead Men Tell No Tales, Star Wars Episode VIII, Despicable Me 3, Cars 3
2018	The Flash, Avengers: Infinity War 1, The LEGO Movie Sequel, Black Panther, Untitled X-Men Movie, Untitled Spiderman Animated Film, Aquaman, Ant-Man and the Wasp, How to Train Your Dragon 3, Star Wars Anthology: Han Solo, Jurassic World Sequel, Toy Story 4
2019	Shazam, Avengers: Infinity War 2, Justice League 2, Inhumans, Star Wars Episode IX, Captain Marvel, The Incredibles 2

Kilde: Euromonitor (2015), "LEGO Toys and Games (World)"

Appendix 4- Udvikling i olieprisen



Kilde: Euroinvestor.dk

Foreign exchange risk

The LEGO Group has significant net inflows in EUR, USD and GBP, while CZK, HUF and MXN account for the most significant exposure on the outflow side.

The LEGO Group's foreign exchange risk is managed centrally based on a Treasury policy approved by the Board of Directors. Forward contracts and options are used to cover purchases and sales in foreign currencies. These forward contracts are classified as hedging and meet the accounting requirements for hedging of future cash flows.

The isolated effects of the financial instruments on profit and equity after tax of a currency strengthening of 10% against DKK at 31 December 2015 are specified as follows:

(mDKK)	%-change	2015	2014
EUR:			
Equity	10%	(46)	8
Net profit for the year	10%	(37)	14
USD:			
Equity	10%	(245)	(252)
Net profit for the year	10%	50	53
GBP:			
Equity	10%	(37)	(76)
Net profit for the year	10%	(22)	(9)
CZK:			
Equity	10%	93	54
Net profit for the year	10%	93	54
MXN:			
Equity	10%	41	59
Net profit for the year	10%	29	41
HUF:			
Equity	10%	106	61
Net profit for the year	10%	97	55

Kilde: LEGO Årsrapport 2015, note 24

Appendix 6 - Brand shares indenfor traditionelt legetøj



**Brand Shares (Global - Historical Owner) | Historical | Retail Value RSP | %
breakdown**

Brand	Company name (GBO)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
World							
Traditional Toys and Games							
Lego	LEGO Group	4.4	5.0	5.9	6.4	7.2	7.8
Fisher-Price	Mattel Inc	3.9	3.6	3.6	3.6	3.2	3.4
Barbie	Mattel Inc	2.8	2.7	2.6	2.4	2.1	1.9
Crayola	Hallmark Cards Inc	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6
VTech	VTech Holdings Ltd	1.1	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
Playmobil	Geobra Brandstätter GmbH & Co KG	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
Hot Wheels	Mattel Inc	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1
Nerf	Hasbro Inc	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
Star Wars	Hasbro Inc	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.9
Monster High	Mattel Inc	0.2	0.6	0.9	1.1	0.9	0.7
MEGA Bloks	Mattel Inc	-	-	-	-	0.7	0.7

Kilde: Euromonitor

Appendix 7- Reformuleringen af LEGOs og peer-gruppens egenkapitalopgørelser

Reformuleret egenkapitalopgørelse for LEGO

Mio. DKK	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital, primo	5.473	7.059	10.037	11.427	13.448
Minoritetsinteresser (MIN)	21	26	34	0	0
Egenkapital, primo, uden. MIN	5.452	7.033	10.003	11.427	13.448
Transaktioner med ejere					
Udbytte udbetalt til ejere	-2.500	-3.000	-4.500	-5.000	-4.500
Total	-2.500	-3.000	-4.500	-5.000	-4.500
Totalindkomst minus ikke-kontrollerede interesser					
Profit for året	4.244	5.702	6.298	7.288	9.457
Opkøb af ikke-kontrollerende interesser i datterselskaber		-16	-129		
Cash flow hedges	-184	388	73	-334	217
Skat på cash flow hedges	46	-97	-18	83	-53
Valutakurs differencer	-2	23	-257	12	79
Genmåling af pensionsordninger	0	0	0	14	2
Dirty surplus poster	-140	314	-202	-225	245
Minoriteter	23	30	43	43	0
Totalindkomst (eksl. MIN)	4.081	5.970	5.924	7.020	9.702
Total ændring i egenkapitalen	1.581	2.970	1.424	2.020	5.202
Egenkapital ultimo	7.033	10.003	11.427	13.448	18.650

Reformuleret egenkapitalopgørelse for Mattel

Mio. USD	2011	2012	2013	2014	2015
Equity, primo	2.629	2.635	3.108	3.302	3.020
Transaction with owners					
Dividends paid to shareholders	-317	-423	-494	-515	-515
Other adjustments	0				
Purchase of treasury stocks	-536	-78	-469	-177	
Issuance of stock for option exercise	116	123	135	42	15
Other issuance of treasury stock	0		-19	-43	-9
Restricted stock units	-36	-19			
Deferred compensation	0	0	0	0	-
Share based compensation	53	63	62	52	57
Tax Benefit	24	36	50	21	-3
Dividends equivalent for restricted stock units	-4	-4	-4	-4	-3
Total	-699	-302	-740	-623	-458
Total comprehensive income, excl MIN					
Profit for the year	792	793	914	519	397
Derivative instruments, net of tax	28	-27	-8	41	-15
Defined benefit pension plans, net of tax	-38	-18	59	-30	2
Currency translation adjustments	-77	28	-30	-190	-214
Dirty surplus poster	-87	-18	21	-178	-227
Total comprehensive income, excl MIN	705	775	934	341	170
Total changes in equity	6	473	194	-282	-288
Equity, ultimo	2.635	3.108	3.302	3.020	2.732

Reformuleret egenkapitalopgørelse for Hasbro

Mio. USD	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015
Equity, primo	1.615	1.405	1.507	1.676	1.457
Transaction with owners					
Dividends paid to shareholders	-158	-187	-209	-218	-230
Share based compensation transaction	30	58	140	71	58
Purchase of common stock	-423	-100	-103	-461	-85
Share based compensation expense	12	19	21	36	54
Total	-539	-210	-149	-571	-203
Total comprehensive income, excl MIN					
Profit for the year	374	348	280	414	449
Derivative instruments, net of tax	-5	-6	-6	5	44
Defined benefit pension plans, net of tax	-17	-38	56	-48	10
Currency translation adjustments	-22	8	-11	-18	-96
Dirty surplus poster	-44	-36	38	-61	-41
Total comprehensive income, excl MIN	329	312	318	353	407
Total changes in equity	-210	102	169	-219	204
Equity, ultimo	1.405	1.507	1.676	1.457	1.662

Appendix 8 - Reformuleringen af LEGOs og peer-gruppens resultatopgørelser

Reformuleret resultatopgørelse for LEGO

Mio. DKK	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsindtægter					
Nettoomsætning	18.731	23.405	25.294	28.578	35.780
Produktionsomkostninger	-5.078	-6.229	-6.787	-7.335	-8.960
Bruttoresultat	13.653	17.176	18.507	21.243	26.820
Driftsomkostninger					
Salgs- og distributionsomkostninger	-5.330	-6.039	-6.913	-7.660	-9.634
Administrationsomkostninger	-1.034	-1.313	-1.186	-1.382	-2.143
Andre driftsomkostninger	-986	-1.218	-1.308	-1.584	-1.718
Tilbageførsel af operationel leasing ydelse	283	392	527	633	747
EBITDA	6.586	8.998	9.627	11.250	14.072
Af- og nedskrivninger	-637	-654	-764	-920	-1081
Afskrivninger af operationel leasing	-131	-209	-214	-208	-277
Resultat af primær drift (EBIT)	5.818	8.135	8.649	10.122	12.714
Rapporteret skat	-1.382	-1.909	-2.120	-2.466	-2.974
Skattefordel fra gældsfinansiering	-41	-125	-44	-73	-46
Skat af operationel leasing	-28	-30	-60	-88	-94
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	4.367	6.071	6.425	7.495	9.599
Finansielle indtægter	34	19	13	12	12
Finansielle omkostninger	-158	-449	-110	-218	-108
Renteomkostninger af operationel leasing	-40	-64	-74	-74	-92
Nettofinansielle omkostninger før skat	-164	-494	-171	-280	-188
Skatteskjold fra gældsfinansiering	41	125	44	73	46
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	-123	-369	-127	-207	-142
Nettoresultat	4.244	5.702	6.298	7.288	9.457
Dirty surplus	-140	314	-202	-225	245
Total indkomst, koncern	4.104	6.016	6.096	7.063	9.702
Minoritets andel	23	30	43	43	0
Totalindkomst, LEGO Group	4.081	5.986	6.053	7.020	9.702

Reformuleret resultatopgørelse for Mattel

Mio. USD	2011	2012	2013	2014	2015
Operating Income					
Net Sales	6.266	6.421	6.485	6.024	5.703
Cost of sales	-2.960	-2.838	-2.810	-2.774	-2.864
Gross Profit	3.306	3.583	3.675	3.250	2.838
Operating expenses					
Advertising and promotion	-699	-718	-750	-733	-718
Other selling and administration	-1.405	-1.670	-1.561	-1.614	-1.548
Tilbageførsel af operationel leasing ydelse	113	117	111	121	115
EBITDA	1.315	1.312	1.475	1.024	688
Depreciation and ammortization	-160	-174	-196	-249	-32
Depreciation on operating lease	-64	-76	-79	-73	-60
EBIT	1.091	1.061	1.200	702	596
Taxes as reported	-202	-169	-195	-88	-94
Tax on financial items (Tax shield)	-29	-32	-30	-29	-31
Tax on operating lease	-13	-9	-5	-11	-15
NOPAT	846	852	970	573	456
Financial Income	8	7	6	7	7
Financial expenses	-79	-83	-75	-74	-84
Operating lease interest expenses	-13	-15	-17	-17	-13
Net financial income	-83	-91	-86	-83	-90
Tax effect(35%)	29	32	30	29	31
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	-54	-59	-56	-54	-58
Nettoresultat	792	793	914	519	397
Dirty surplus	-87	-18	21	-178	-227
Total indkomst, koncern	705	775	934	341	170
Minoritets andel					
Totalindkomst, Mattel Inc.	705	775	934	341	170

Reformuleret resultatopgørelse for Hasbro

	2011	2012	2013	2014	2015
Operating Income					
Net Sales	4.286	4.089	4.082	4.277	4.448
Cost of sales	-1.836	-1.672	-1.673	-1.698	-1.677
Gross Profit	2.449	2.417	2.409	2.579	2.770
Operating expenses					
Royalties	-339	-302	-339	-305	-379
Research and product development	-198	-201	-208	-223	-243
Advertising	-414	-422	-398	-420	-409
Selling, distribution and administration	-822	-847	-872	-896	-961
Tilbageførsel af operationel leasingomkostning	47	47	45	47	46
EBITDA	723	691	638	782	824
Depreciation and ammortization	-83	-93	-126	-100	-86
Depreciation on operating lease	-54	-23	-42	-37	-36
EBIT	587	575	470	645	702
Taxes as reported	-101	-117	-68	-127	-157
Tax on financial items (Tax shield)	-41	-36	-44	-36	-33
Tax on operating lease	6	-7	2	0	-1
NOPAT	450	415	361	481	511
Financial Income	7	6	5	4	3
Financial expenses	-114	-105	-120	-99	-91
Operating lease interest expenses	-11	-5	-9	-8	-8
Net financial income	-118	-103	-125	-104	-96
Tax effect(35%)	41	36	44	36	33
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	-77	-67	-81	-68	-62
Nettoresultat	374	348	280	414	449
Dirty surplus	-44	-36	38	-61	-41
Total indkomst, koncern	329	312	318	353	407
Minoritets andel					
Totalindkomst	329	312	318	353	407

Appendix 9- Reformulering af LEGO og peer-gruppens balance

LEGO, mio. DKK

Driftsaktiver	2011	2012	2013	2014	2015
Langfristede					
Udviklingsprojekter	12	37	71	85	139
Software	102	104	131	126	138
Licenser, patenter og andre rettigheder	76	68	58	60	55
Grunde, bygninger og installationer	1.140	1.688	1.777	3.299	5.016
Produktionsanlæg og maskiner	1.239	1.615	2.114	2.494	3.033
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	502	746	846	1.072	1.176
Aktiver under opførsel og forudbetalinger	514	517	1.553	1.591	1.076
(1) Kapitaliserede værdi af operationelle leasing aktiver	1.529	2.562	2.473	2.361	3.344
Langfristede i alt	5.114	7.337	9.023	11.088	13.977
Kortfristede					
Udskudte skatteaktiver	114	131	140	494	419
Forudbetalinger (Prepayments)	0	0	146	162	169
Varebeholdninger	1.541	1.705	1.824	2.182	2.747
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	3.845	4.950	4.870	5.891	6.410
Andre tilgodehavender	603	630	946	733	920
Periodeafgrænsningsposter	462	226	74	99	179
Tilgodehavende selskabsskat	244	22	65	48	254
Driftslikviditet	187	234	253	286	358
Kortfristede i alt	6.996	7.898	8.318	9.895	11.456
Driftsaktiver i alt	12.110	15.235	17.341	20.983	25.433
DRIFTSFORPLIGTELSE	2011	2012	2013	2014	2015
Langfristede					
Udskudte skatteforpligtelser	78	51	186	297	123
Pensionsforpligtelser	55	54	57	82	95
Hensatte forpligtelser	72	71	88	95	64
Langfristede i alt	205	176	331	474	282
Kortfristede					
Leverandøre af varer og tjenesteydelser	1.611	2.112	2.201	2.530	3.143
Aktuelle skatteforpligtelser	97	96	85	154	230
Hensatte forpligtelser	34	64	110	228	158
Kortfristede i alt	1.742	2.272	2.396	2.912	3.531
Driftsforpligtelser i alt	1.947	2.448	2.727	3.386	3.813
NWC	5.254	5.626	5.922	6.983	7.925
Netto driftsaktiver (NDA)	10.163	12.787	14.614	17.597	21.620

FINANSIELLE AKTIVER	2011	2012	2013	2014	2015
Kapitalandele i associerede virksomheder	3	3	3	3	3
Tilgodehavende hos nærtstående parter	1.950	3.442	2.310	2.598	4.932
Likvide beholdninger	370	318	944	549	1.469
Finansielle aktiver i alt	2.323	3.763	3.257	3.150	6.404
FINANSIELLE FORPLIGTELSE	2011	2012	2013	2014	2015
Langfristede					
Lån	818	210	205	196	187
Gæld til nærtstående parter	0	0	600	600	600
Anden langfristede gæld	63	72	68	96	98
(1) Kapitaliserede værdi af operationelle leasing aktive	1.417	2.443	2.234	2.010	2.967
Langfristede i alt	2.298	2.725	3.107	2.902	3.852
Kortfristede					
Lån	7	608	88	162	189
Anden kortfristede gæld	3.122	3.180	3.249	4.235	5.333
Kortfristede i alt	3.129	3.788	3.337	4.397	5.522
Finansielle forpligtelser i alt	5.427	6.513	6.444	7.299	9.374
Netto finansielle forpligtelser	3.104	2.750	3.187	4.150	2.970

Investeret kapital	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiv-baseret tilgang					
Aktiver i alt	14.433	18.998	20.598	24.133	31.837
- Finansielle aktiver	-2.323	-3.763	-3.257	-3.150	-6.404
- Driftsforpligtelser	-1.947	-2.448	-2.727	-3.386	-3.813
Investeret kapital	10.163	12.787	14.614	17.597	21.620
Passiv-baseret tilgang					
Egenkapital	7.059	10.037	11.427	13.448	18.650
+ <i>Nettorentebærende gæld:</i>					
Lån	818	210	205	196	187
Gæld til nærtstående parter	0	0	600	600	600
Anden langfristede gæld	63	72	68	96	98
Lån	7	608	88	162	189
Anden kortfristede gæld	3.122	3.180	3.249	4.235	5.333
(1) Kapitaliserede værdi af operationelle leasing akti	1.417	2.443	2.234	2.010	2.967
- Finansielle aktiver	-2.323	-3.763	-3.257	-3.150	-6.404
Investeret kapital	10.163	12.787	14.614	17.597	21.620

Mattel, mio. USD

ASSETS	2011	2012	2013	2014	2015
Operating non-current assets					
Property, plant and equipment	524	593	659	738	741
Goodwill	822	1.081	1.083	1.394	1.385
Capitalized operating leases	406	531	539	487	384
Other non-current assets	882	1.296	1.319	1.404	1.230
Total non-current assets	2.634	3.501	3.600	4.023	3.740
Operating current assets					
Operating Cash	63	64	65	60	57
Accounts receivable	1.247	1.227	1.260	1.093	1.145
Inventories	487	465	569	562	588
Prepaid expenses and other current assets	341	529	510	559	571
Total current assets	2.138	2.285	2.404	2.274	2.361
Financial assets					
Cash & equivalents	1.306	1.296	1.015	962	906
Total Financial assets	1.306	1.296	1.015	962	906
Total assets	6.078	7.082	7.019	7.259	7.007

LIABILITIES	2011	2012	2013	2014	2015
Non-current operating liabilities					
Benefit plan	278	285	193	230	196
Deferred tax	13	9	5	11	15
Total non-current operating liabilities	291	294	198	241	211
Current operating liabilities					
Account payable	335	385	375	430	652
Accrued liabilities	619	888	640	640	658
Income taxes payable	27	33	28	19	19
Total Current operating liabilities	981	1.306	1.043	1.089	1.329
Total operating liabilities	1.272	1.600	1.241	1.330	1.540
Financial liabilities					
Current portion of long term debt	50	400	0	0	300
Borrowings	8	10	4	0	17
Other	244	359	348	354	278
Long term debt	1.500	1.100	1.600	2.100	1.800
Capitalized operating leases	369	506	524	456	342
Total financial liabilities	2.171	2.375	2.476	2.910	2.737
Total liabilities	3.443	3.975	3.718	4.240	4.276
Equity, ultimo	2.635	3.108	3.302	3.020	2.732
Total liabilities & Equity	6.078	7.083	7.020	7.259	7.008

Invested capital	2011	2012	2013	2014	2015
Asset-approach:					
Total assets	6.078	7.082	7.019	7.259	7.007
- Operating liabilities	-1.272	-1.600	-1.241	-1.330	-1.540
- Financial assets	-1.306	-1.296	-1.015	-962	-906
Invested capital	3.500	4.187	4.763	4.967	4.561
Liability approach:					
Equity	2.635	3.108	3.302	3.020	2.732
+ NIBD:	2.171	2.375	2.476	2.910	2.737
- Financial assets	-1.306	-1.296	-1.015	-962	-906
Invested capital	3.500	4.187	4.764	4.967	4.562

Hasbro, mio. USD

ASSETS	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015
Operating non-current assets					
Property, plant and equipment, net	218	230	236	237	238
Goodwill	475	475	594	593	593
Capitalized operating leases	427	118	303	245	232
Other	1.183	1.112	1.091	983	1.025
Total non-current operating assets	2.303	1.936	2.225	2.059	2.087
Operating current assets					
Operating Cash	86	82	82	86	89
Accounts receivable	1.035	1.030	1.094	1.095	1.218
Inventories	334	316	349	340	384
Prepaid expenses and other current assets	243	312	356	392	287
Total operating current assets	1.698	1.740	1.880	1.912	1.978
Financial assets					
Excess cash	556	768	602	805	885
Total financial assets	556	768	602	805	885
Total assets	4.557	4.444	4.706	4.775	4.949

Liabilities	2011	2012	2013	2014	2015
Non-current operating liabilities					
Total non-current operating liabilities	0	0	0	0	0
Operating current liabilities					
Accounts payable	135	140	199	213	241
Accrued liabilities	621	596	728	610	659
Current portion of long-term debt			428		
Total operating current liabilities	756	736	1.355	823	900
Financial liabilities					
Borrowings	180	224	8	252	165
Other	370	461	351	392	405
Long term debt	1.401	1.396	960	1.560	1.547
Capitalized operating leases	445	99	309	244	229
Redeemable noncontrolling interests			45	43	37
Total financial liabilities	2.396	2.181	1.674	2.491	2.382
Total Liabilities	3.152	2.917	3.028	3.314	3.282
Common shareholders' equity	1.405	1.507	1.676	1.457	1.662
Total liabilities & Equity	4.557	4.444	4.706	4.775	4.949

Investeret kapital	2011	2012	2013	2014	2015
Aktiver i alt					
Aktiv-baseret tilgang					
Aktiver i alt	4.557	4.444	4.706	4.775	4.949
- Finansielle aktiver	-556	-768	-602	-805	-885
- Driftsforpligtelser	-756	-736	-1.355	-823	-900
Investeret kapital	3.245	2.940	2.750	3.148	3.164
Liability approach:					
Equity	1.405	1.507	1.676	1.457	1.662
+ NIBD:	2.396	2.181	1.674	2.491	2.382
- Financial assets	-556	-768	-602	-805	-885
Invested capital	3.245	2.940	2.750	3.148	3.164

Appendix 10- Korrigering for operationel leasing for Mattel og Hasbro

Operationel leasing Mattel

USD Mio.	2011	2012	2013	2014	2015	Korrekktioner
Balance						
Materielle anlægsaktiver						
Kapitalisering af operationel leasing (primo)	423,3	458,3	484,0	463,1	397,8	
Nye leasingaftaler	46,8	149,2	134,0	96,8	46,0	
Arlig afskrivning	-63,8	-76,1	-78,7	-73,1	-60,1	
Kapitalisering af operationel leasing (ultimo)	406,2	531,4	539,3	486,9	383,8	Overført til reformuleret balance
Finansielle forpligtelser						
Kapitalisering af operationel leasing (primo)	423,3	458,3	484,0	463,1	397,8	
Nye leasingaftaler	46,8	149,2	134,0	96,8	46,0	
Afdrag	-100,8	-101,6	-93,5	-104,3	-102,1	
Kapitalisering af operationel leasing (ultimo)	369,2	505,9	524,4	455,7	341,8	Overført til reformuleret balance
Udskudt skatteforpligtelser	12,9	8,9	5,2	10,9	14,7	Overført til reformuleret balance
Egenkapital, koncern	24,0	16,5	9,6	20,3	27,3	Ændring i koncernens egenkapital
Resultatopgørelse						
Tilbageførelse af rapporteret leasingydelse	113,3	116,5	111	120,9	114,9	Overført til reformuleret resultatopgørelse
Afskrivninger af operationel leasing	-63,8	-76,1	-78,7	-73,1	-60,1	Overført til reformuleret resultatopgørelse
Renteomkostninger af operationel leasing	-12,5	-14,9	-17,5	-16,6	-12,8	Overført til reformuleret resultatopgørelse
Skat af operationel leasing	-12,9	-8,9	-5,2	-10,9	-14,7	Overført til reformuleret resultatopgørelse
	24,0	16,5	9,6	20,3	27,3	Ændring i koncernens totalindkomst

Operationel leasing Hasbro

Mio. USD	2011	2012	2013	2014	2015	Korrekationer
Balance						
Materielle anlægsaktiver						
Kapitalisering af operationel leasing (primo)	272,2	184,0	242,5	239,4	230,9	
Nye leasingaftaler	208,9	-42,3	102,5	42,7	36,4	
Årlig afskrivning	-53,8	-23,3	-42,0	-37,3	-35,6	
Kapitalisering af operationel leasing (ultimo)	427,3	118,4	303,0	244,9	231,7	Overført til reformuleret balance
Finansielle forpligtelser						
Kapitalisering af operationel leasing (primo)	272,2	184,0	242,5	239,4	230,9	
Nye leasingaftaler	208,9	-42,3	102,5	42,7	36,4	
Afdrag	-36,5	-42,4	-35,7	-38,5	-38,4	
Kapitalisering af operationel leasing (ultimo)	444,6	99,2	309,3	243,6	228,8	Overført til reformuleret balance
Udskudt skatteforpligtelser	-6,1	6,7	-2,2	0,4	1,0	Overført til reformuleret balance
Egenkapital, koncern	-11,3	12,5	-4,1	0,8	1,8	Ændring i koncernens egenkapital
Resultatopgørelse						
Tilbageførelse af rapporteret leasingydelse	47	47	45	47	46	Overført til reformuleret resultatopgørelse
Afskrivninger af operationel leasing	-53,8	-23,3	-42,0	-37,3	-35,6	Overført til reformuleret resultatopgørelse
Renteomkostninger af operationel leasing	-10,5	-4,6	-9,3	-8,5	-7,6	Overført til reformuleret resultatopgørelse
Skat af operationel leasing	6,1	-6,7	2,2	-0,4	-1,0	Overført til reformuleret resultatopgørelse
	-11,3	12,5	-4,1	0,8	1,8	Ændring i koncernens totalindkomst

Appendix 11- Trend- og common-size analyse

LEGO

Trendanalyse af resultatopgørelsen	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoomsætning	100,0%	125,0%	135,0%	152,6%	191,0%
Produktionsomkostninger	100,0%	122,7%	133,7%	144,4%	176,4%
Bruttoresultat	100,0%	125,8%	135,6%	155,6%	196,4%
Salgs- og distributionsomkostninger	100,0%	113,3%	129,7%	143,7%	180,8%
Administrationsomkostninger	100,0%	127,0%	114,7%	133,7%	207,3%
Andre driftsomkostninger	100,0%	123,5%	132,7%	160,6%	174,2%
Tilbageførelse af operationel leasing ydelse	100,0%	138,5%	186,2%	223,7%	264,0%
EBITDA	100,0%	136,6%	146,2%	170,8%	213,7%
Af- og nedskrivninger	100,0%	102,7%	119,9%	144,4%	169,7%
Afskrivninger af operationel leasing	100,0%	159,8%	163,5%	158,8%	211,9%
Resultat af primær drift (EBIT)	100,0%	139,8%	148,7%	174,0%	218,5%
Rapporteret skat	100,0%	138,1%	153,4%	178,4%	215,2%
Skattefordel fra gældsfinansiering	100,0%	306,6%	107,6%	177,8%	112,6%
Skat af operationel leasing	100,0%	106,1%	213,2%	313,4%	336,8%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	100,0%	139,0%	147,1%	171,6%	219,8%
Finansielle indtægter	100,0%	55,9%	38,2%	35,3%	35,3%
Finansielle omkostninger	100,0%	284,2%	69,6%	138,0%	68,4%
Nettofinansielle omkostninger før skat	100,0%	301,2%	104,3%	170,6%	114,7%
Skatteskjold fra gældsfinansiering	100,0%	306,6%	107,6%	177,8%	112,6%
Renteomkostninger af operationel leasing	100,0%	159,8%	185,1%	184,6%	230,3%
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	100,0%	299,4%	103,2%	168,2%	115,4%
Nettoresultat	100,0%	134,4%	148,4%	171,7%	222,8%

Common-size analyse af resultatopgørelsen	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Produktionsomkostninger	27,1%	26,6%	26,8%	25,7%	25,0%
Brutto-margin	72,9%	73,4%	73,2%	74,3%	75,0%
Salgs- og distributionsomkostninger	28,5%	25,8%	27,3%	26,8%	26,9%
Administrationsomkostninger	5,5%	5,6%	4,7%	4,8%	6,0%
Andre driftsomkostninger	5,3%	5,2%	5,2%	5,5%	4,8%
Tilbageførsel af operationel leasing ydelse	1,5%	1,7%	2,1%	2,2%	2,1%
EBITDA-margin	35,2%	38,4%	38,1%	39,4%	39,3%
Af- og nedskrivninger	3,4%	2,8%	3,0%	3,2%	3,0%
Afskrivninger af operationel leasing	0,7%	0,9%	0,8%	0,7%	0,8%
Resultat af primær drift (EBIT)	31,1%	34,8%	34,2%	35,4%	35,5%
Rapporteret skat	7,4%	8,2%	8,4%	8,6%	8,3%
Skattefordel fra gældsfinansiering	0,2%	0,5%	0,2%	0,3%	0,1%
Skat af operationel leasing	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	23,3%	25,9%	25,4%	26,2%	26,8%
Finansielle indtægter	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Finansielle omkostninger	0,8%	1,9%	0,4%	0,8%	0,3%
Nettofinansielle omkostninger før skat	0,9%	2,1%	0,7%	1,0%	0,5%
Skatteskjold fra gældsfinansiering	0,2%	0,5%	0,2%	0,3%	0,1%
Renteomkostninger af operationel leasing	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	0,7%	1,6%	0,5%	0,7%	0,4%
Nettoresultat	22,7%	24,4%	24,9%	25,5%	26,4%

Trendanalyse af investeret kapital	2011	2012	2013	2014	2015
Investeret kapital	100%	122%	146%	171%	209%
Udviklingsprojekter	100%	308%	592%	708%	1158%
Software	100%	102%	128%	124%	135%
Licenser, patenter og andre rettigheder	100%	89%	76%	79%	72%
Grunde, bygninger og installationer	100%	148%	156%	289%	440%
Produktionsanlæg og maskiner	100%	130%	171%	201%	245%
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	100%	149%	169%	214%	234%
Aktiver under opførsel og forudbetalinger	100%	101%	302%	310%	209%
(1) Kapitaliserede værdi af operationelle leasing a	100%	168%	162%	154%	219%
Langfristede i alt	100%	143%	176%	217%	273%
Udskudte skatteaktiver	100%	115%	123%	433%	368%
Forudbetalinger (Prepayments)					
Varebeholdninger	100%	111%	118%	142%	178%
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	100%	129%	127%	153%	167%
Andre tilgodehavender	100%	104%	157%	122%	153%
Periodeafgrænsningsposter	100%	49%	16%	21%	39%
Tilgodehavende selskabsskat	100%	9%	27%	20%	104%
Driftslikviditet	100%	125%	135%	153%	191%
Kortfristede i alt	100%	113%	119%	141%	164%

Common-size analyse af resultatopgørelse	2011	2012	2013	2014	2015
Net Sales	100%	100%	100%	100%	100%
Cost of sales	-47%	-44%	-43%	-46%	-50%
Gross Profit	53%	56%	57%	54%	50%
Operating expences					
Advertising and promotion	-11%	-11%	-12%	-12%	-13%
Other selling and administration	-22%	-26%	-24%	-27%	-27%
Tilbageførsel af operationel leasing ydelse	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	21%	20%	23%	17%	12%
Depreciation and ammortization	-3%	-3%	-3%	-4%	-1%
Depreciation on operating lease	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
EBIT	17%	17%	19%	12%	10%
Taxes as reported	-3%	-3%	-3%	-1%	-2%
Tax on financial items (Tax shield)	0%	0%	0%	0%	-1%
Tax on operating lease	0%	0%	0%	0%	0%
NOPAT	14%	13%	15%	10%	8%
Financial Income	0%	0%	0%	0%	0%
Financial expences	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Operating lease interest expences	0%	0%	0%	0%	0%
Net fiancial income	-1%	-1%	-1%	-1%	-2%
Tax effect(35%)	0%	0%	0%	0%	1%
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Nettoresultat	13%	12%	14%	9%	7%

Hasbro

Common-size analyse af resultatopgørelse	2011	2012	2013	2014	2015
Net Sales	100%	100%	100%	100%	100%
Cost of sales	-43%	-41%	-41%	-40%	-38%
Gross Profit	57%	59%	59%	60%	62%
Operating expences	0%	0%	0%	0%	0%
Royalties	-8%	-7%	-8%	-7%	-9%
Research and product development	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
Advertising	-10%	-10%	-10%	-10%	-9%
Selling, distribution and administration	-19%	-21%	-21%	-21%	-22%
Tilbageførel af operationel leasingomkostning	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA	17%	17%	16%	18%	19%
Depreciation and ammortization	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%
Depreciation on operating lease	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
EBIT	14%	14%	12%	15%	16%
Taxes as reported	-2%	-3%	-2%	-3%	-4%
Tax on financial items (Tax shield)	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Tax on operating lease	0%	0%	0%	0%	0%
NOPAT	10,51%	10,15%	8,84%	11,26%	11,49%
Financial Income	0%	0%	0%	0%	0%
Financial expences	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%
Operating lease interest expences	0%	0%	0%	0%	0%
Net fiancial income	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%
Tax effect(35%)	1%	1%	1%	1%	1%
Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)	-2%	-2%	-2%	-2%	-1%
Nettoresultat	9%	9%	7%	10%	10%

Appendix 12- Beregninger for ROE

LEGO, mio. DKK

ROE	2011	2012	2013	2014	2015
Net Borrowing Cost					
NFO efter skat	123	369	127	207	142
NIBD	3.104	2.750	3.187	4.150	2.970
NBC	4,0%	13,4%	4,0%	5,0%	4,8%
Finansiel gearing					
NIBD	3.104	2.750	3.187	4.150	2.970
BVE	7.033	8.518	10.715	12.438	16.049
Finansiel gearing	0,44	0,32	0,30	0,33	0,19
Spread					
ROIC	46,46%	52,90%	46,90%	46,54%	48,95%
NBC	4,0%	13,4%	4,0%	5,0%	4,8%
Spread	42,50%	39,50%	42,91%	41,55%	44,17%
ROE	65,22%	65,65%	59,66%	60,40%	57,13%

Mattel, mio. USD

ROE	2011	2012	2013	2014	2015
Net Borrowing Cost					
NFO efter skat	54	59	56	54	58
NIBD	2.171	2.375	2.476	2.910	2.737
NBC	2,5%	2,5%	2,3%	1,9%	2,1%
Finansiel gearing					
NIBD	2.171	2.375	2.476	2.910	2.737
BVE	2.635	3.108	3.302	3.020	2.732
Finansiel gearing	0,82	0,76	0,75	0,96	1,00
Spread					
ROIC	25,68%	22,17%	21,67%	11,79%	9,56%
NBC	2,5%	2,5%	2,3%	1,9%	2,1%
Spread	23,18%	19,68%	19,40%	9,92%	7,43%
ROE	44,77%	37,20%	36,22%	21,35%	17,01%

Hasbro, mio. USD

ROE	2011	2012	2013	2014	2015
Net Borrowing Cost					
NFO efter skat	77	67	81	68	62
NIBD	2.396	2.181	1.674	2.491	2.382
NBC	3,2%	3,1%	4,8%	2,7%	2,6%
Finansiel gearing					
NIBD	2.396	2.181	1.674	2.491	2.382
BVE	1.405	1.507	1.676	1.457	1.662
Finansiel gearing	1,70	1,45	1,00	1,71	1,43
Spread					
ROIC	14,85%	14,12%	13,12%	15,29%	16,14%
NBC	3,2%	3,1%	4,8%	2,7%	2,6%
Spread	11,65%	11,05%	8,28%	12,58%	13,54%
ROE	34,72%	30,12%	21,39%	36,80%	35,55%

Appendix 13- Beregninger for ROIC

LEGO, mio. DKK

ROIC	2011	2012	2013	2014	2015
ROIC (EBIT)	61,90%	70,89%	63,13%	62,85%	64,84%
Udvikling	100,00%	14,52%	-10,95%	-0,44%	3,17%
ROIC (NOPAT)	46,46%	52,90%	46,90%	46,54%	48,95%
Udvikling		13,85%	-11,35%	-0,76%	5,19%
Investeret kapital, gns.	9.399	11.475	13.701	16.106	19.609
EBIT	5.818	8.135	8.649	10.122	12.714
NOPAT	4.367	6.071	6.425	7.495	9.599

Mattel, mio. USD

ROIC	2011	2012	2013	2014	2015
ROIC (EBIT)	33,09%	27,62%	26,83%	14,42%	12,50%
Udvikling	100,00%	-16,53%	-2,86%	-46,25%	-13,29%
ROIC (NOPAT)	25,68%	22,17%	21,67%	11,79%	9,56%
Udvikling	100,00%	-13,66%	-2,24%	-45,62%	-18,86%
Investeret kapital, gns.	3.297	3.843	4.475	4.865	4.764
EBIT	1.091	1.061	1.200	702	596
NOPAT	846	852	970	573	456

Hasbro, mio. USD

ROIC	2011	2012	2013	2014	2015
ROIC (EBIT)	19,35%	19,56%	17,10%	20,49%	22,19%
Udvikling	100,00%	1,06%	-12,58%	19,83%	8,34%
ROIC (NOPAT)	14,85%	14,12%	13,12%	15,29%	16,14%
Udvikling	100,00%	-4,93%	-7,08%	16,55%	5,56%
Investeret kapital, gns.	3.032	2.940	2.750	3.148	3.164
EBIT	587	575	470	645	702
NOPAT	450	415	361	481	511

Appendix 14 – Beregninger for OG og AOH

LEGO, mio. DKK

OG & AOH	2011	2012	2013	2014	2015
Overskudsgrad (EBIT)	31,1%	34,8%	34,2%	35,4%	35,5%
Udvikling, OG(EBIT)	100,0%	11,9%	-1,6%	3,6%	0,3%
Overskudsgrad (NOPAT)	23,3%	25,9%	25,4%	26,2%	26,8%
Udvikling, OG(NOPAT)	100,0%	11,2%	-2,1%	3,3%	2,3%
Aktivernes Omsætningshastighed	1,99	2,04	1,85	1,77	1,82
Udvikling, AOH	100%	2,34%	-9,48%	-3,89%	2,84%
Omsætning	18.731	23.405	25.294	28.578	35.780

Mattel, mio. USD

OG & AOH	2011	2012	2013	2014	2015
Overskudsgrad (EBIT)	17,4%	16,5%	18,5%	11,6%	10,4%
Udvikling, OG(EBIT)	100,0%	-5,0%	12,0%	-37,1%	-10,3%
Overskudsgrad (NOPAT)	13,5%	13,3%	15,0%	9,5%	8,0%
Udvikling, OG(NOPAT)	100,0%	-1,8%	12,7%	-36,3%	-16,1%
Aktivernes Omsætningshastighed	1,90	1,67	1,45	1,24	1,20
Udvikling, AOH	100%	-12,10%	-13,26%	-14,56%	-3,33%
Omsætning	6.266	6.421	6.485	6.024	5.703

Hasbro, mio. USD

OG & AOH	2011	2012	2013	2014	2015
Overskudsgrad (EBIT)	13,7%	14,1%	11,5%	15,1%	15,8%
Udvikling, OG(EBIT)	100,0%	2,7%	-18,1%	30,9%	4,7%
Overskudsgrad (NOPAT)	10,5%	10,2%	8,8%	11,3%	11,5%
Udvikling, OG(NOPAT)	100,0%	-3,4%	-12,9%	27,3%	2,0%
Aktivernes Omsætningshastighed	1,41	1,39	1,48	1,36	1,41
Udvikling, AOH	100%	-1,61%	6,73%	-8,48%	3,45%
Omsætning	4.286	4.089	4.082	4.277	4.448

Appendix 15 – Budgettering & Cash Flow Statement for LEGO, mio. DKK

Budgetet nøgletal	Historisk periode					Gennemsnit		Budgetperiode										Terminalperiode	
	2012	2013	2014	2015		2011-2015		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	
Onsætningsrækst		25,0%	8,1%	13,0%	25,2%	17,8%	15%	12%	10%	10%	10%	8%	7%	7%	6%	5%	5%	2%	
EBITDA-margen	35,2%	38,4%	38,1%	39,4%	39,3%	38,1%	39,00%	38,00%	37,00%	36,00%	35,00%	35,00%	34,00%	33,00%	32,00%	32,00%	31,00%	30%	
Afskrivninger i pct af immo. Og matic	15,0%	11,8%	10,8%	9,7%	11,5%	11,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
Skattesats	24,9%	25,4%	25,7%	26,0%	24,5%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	
Netto låneomkostninger	5,3%	18,0%	5,4%	6,7%	6,3%	8,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	
Imm. & mat. Aktiver i pct af omsetning	27,3%	31,3%	35,7%	38,8%	39,1%	34,4%	39%	38%	37%	36%	35%	35%	34%	33%	31%	30%	29%	29%	
NWC i pct af omsetning	28,1%	24,0%	23,4%	24,4%	22,1%	24,4%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	
NRBG i pct af investeret kapital	30,5%	21,5%	21,8%	23,6%	13,7%	22,2%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	

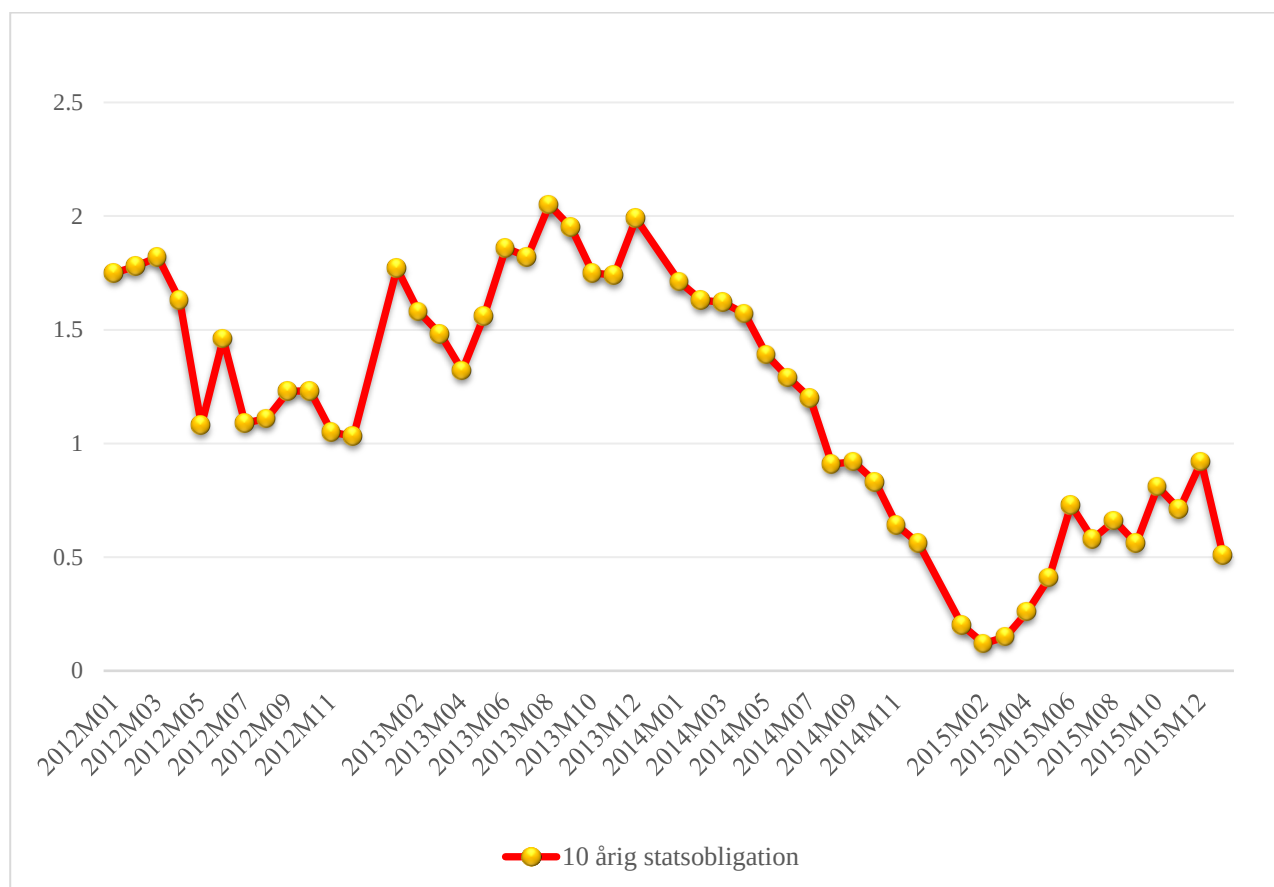
Resultatopgørelse (Mio DKK)																			
Nettoomsætning	18.731	23.405	25.294	28.578	35.780	41.147	46.085	50.693	55.762	60.223	64.439	68.950	73.087	76.741	80.578	82.190			
Driftsomkostninger	-12.145	-14.407	-15.667	-17.328	-21.708	25.100	28.572	31.937	35.688	39.145	42.530	46.196	49.699	52.184	55.599	57.533			
EBITDA	6.586	8.998	9.627	11.250	14.072	16.047	17.512	18.756	20.074	21.078	21.909	22.753	23.388	24.557	24.979	24.657			
Af- og nedskrivninger	-768	-863	-978	-1.128	-1.358	-1.685	-1.839	-1.969	-2.108	-2.213	-2.300	-2.389	-2.379	-2.417	-2.454	-2.503			
EBIT	5.818	8.135	8.649	10.122	12.714	14.362	15.673	16.787	17.967	18.865	19.609	20.364	21.009	22.140	22.526	22.154			
Skat på EBIT	-1.451	-2.064	-2.224	-2.626	-3.114	-3.634	-3.965	-4.247	-4.546	-4.773	-4.961	-5.152	-5.315	-5.601	-5.699	-5.605			
NOPAT	4.367	6.071	6.425	7.495	9.599	10.729	11.708	12.540	13.421	14.092	14.648	15.212	15.694	16.538	16.827	16.549			
NFO før skat	-164	-494	-171	-280	-188	-184	-158	-174	-189	-204	-217	-228	-239	-245	-252	-260			
Skatteskjold	41	125	44	73	46	47	40	44	48	52	55	58	61	62	64	66			
Årets resultat	4.244	5.702	6.298	7.288	9.457	10.591	11.590	12.410	13.280	13.940	14.486	15.042	15.515	16.356	16.638	16.355			

Balance (Mio DKK)																			
Immaterielle & Materielle aktiver																			
NWC	4.909	7.161	8.692	10.615	13.695	16.047	17.512	18.756	20.074	21.078	21.909	22.753	23.388	24.557	24.979	24.657			
Investeret kapital	5.254	5.922	6.983	7.925	9.457	9.464	10.599	11.659	12.825	13.851	14.821	15.858	16.810	17.650	18.533	18.904			
	10.163	12.787	14.614	17.597	21.620	25.511	28.112	30.416	32.900	34.930	36.730	38.612	39.467	40.673	41.901	42.739			
Egenkapital, primo	5.452	7.033	10.003	11.427	13.448	18.650	22.960	25.300	27.374	29.610	31.437	33.057	34.751	35.520	36.606	37.711			
Årets resultat	4.244	5.702	6.298	7.288	9.457														
Dividender	-2.500	-3.000	-4.500	-5.000	-4.500														
Opkøb af ikke-kontrollede interesser	0	-16	-129	0	0														
Dirty surplus	-140	314	-202	-225	245														
Minoriteter	-23	-30	-43	-43	0														
Egenkapital, ultimo	7.033	10.003	11.427	13.448	18.650	22.960	25.300	27.374	29.610	31.437	33.057	34.751	35.520	36.606	37.711	38.465			
Nettoenlystende gæld	3.104	2.750	3.187	4.150	2.970	2.551	2.811	3.042	3.290	3.493	3.673	3.861	3.947	4.067	4.190	4.274			
Investeret kapital	10.163	12.787	14.614	17.597	21.620	25.511	28.112	30.416	32.900	34.930	36.730	38.612	39.467	40.673	41.901	42.739			

Cash flow statement																			
NOPAT	6.071	6.425	7.495	9.599	10.729	11.708	12.540	13.421	14.092	14.648	15.212	15.694	16.538	16.827	16.549				
Af- og nedskrivninger	863	978	1.128	1.358	1.685	1.839	1.969	2.108	2.213	2.300	2.389	2.379	2.417	2.454	2.503				
NWC, Net Working Capital	-372	-296	-1.061	-942	-1.539	-1.136	-1.060	-1.166	-1.026	-970	-1.037	-952	-840	-883	-971				
Nettoinvestering, anleggskativer	-3.115	-2.509	-3.050	-4.439	-4.037	-3.304	-3.214	-3.426	-3.217	-3.132	-3.233	-2.282	-2.783	-2.799	-2.970				
Free Cash flow to firm (FCFF)	3.447	4.598	4.513	5.577	6.837	9.108	10.236	10.937	12.062	12.847	13.331	14.839	15.333	15.599	15.711				
Nye nettofinansielde forpligtelser	354	-437	-963	1.180	419	-260	-230	-248	-203	-180	-188	-85	-121	-123	-84				
NFO efter skat	-369	-127	-207	-142	-138	-118	-130	-141	-152	-162	-170	-179	-183	-188	-194				
Free cash flow to equity holders (FCFE)	3.433	4.034	3.343	6.615	7.118	8.729	9.875	10.548	11.707	12.505	12.972	14.574	15.029	15.288	15.433				

Cash flow statement	2012	2013	2014	2015		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
NOPAT	6.071	6.425	7.495	9.599		10.729	11.708	12.540	13.421	14.092	14.648	15.212	15.694	16.338	16.827	16.549
Af- og nedskrivninger	863	978	1128	1338		1.685	1.839	1.969	2.108	2.213	2.300	2.389	2.379	2.417	2.454	2.503
NWC, Net Working Capital	-372	-296	-1.061	-942		-1.539	-1.136	-1.060	-1.166	-1.026	-970	-1.037	-952	-840	-883	-371
Nettoinvestering, anlægsaktiver	-3.115	-2.509	-3.050	-4.439		-4.037	-3.304	-3.214	-3.426	-3.217	-3.132	-3.233	-2.282	-2.783	-2.799	-2.970
Free Cash flow to firm (FCFF)	3.447	4.598	4.513	5.577		6.837	9.108	10.236	10.937	12.062	12.847	13.331	14.839	15.333	15.599	15.711
Nye nettofinansielle forpligtelser	354	-437	-963	1.180		419	-260	-230	-248	-203	-180	-188	-85	-121	-123	-84
NFO efter skat	-369	-127	-207	-142		-138	-118	-130	-141	-152	-162	-170	-179	-183	-188	-194
Free cash flow to equity holders (FCFE)	3.433	4.034	3.343	6.615		7.118	8.729	9.875	10.548	11.707	12.505	12.972	14.574	15.029	15.288	15.433

Appendix 16 – Udviklingen i renten på en 10-årig statsobligation



Kilde: Danmarks Statistikbank

Appendix 17 – IESE Business School undersøgelser af MRP-niveau

Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin
IESE Business School

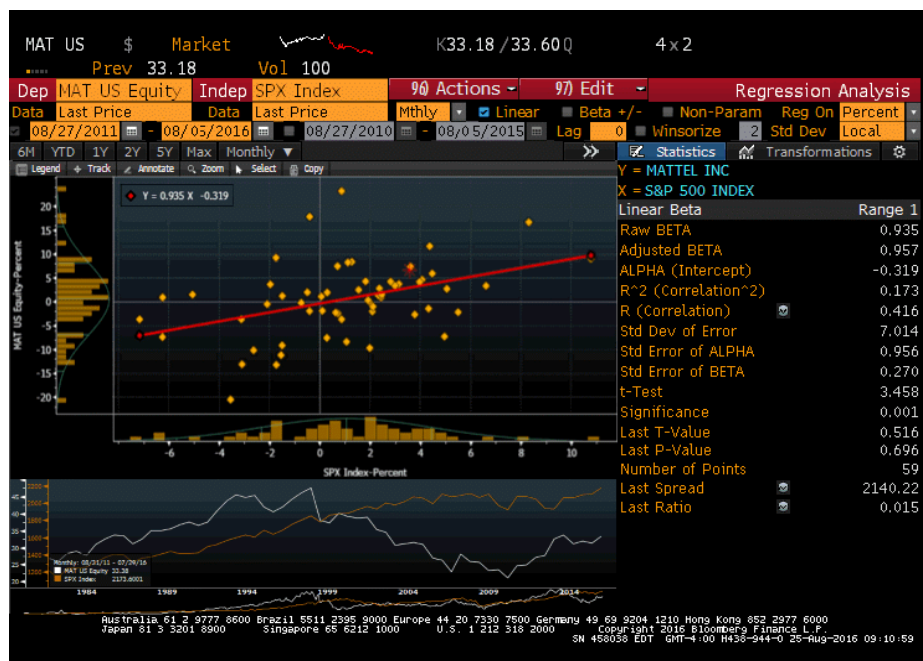
Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for
41 countries in 2015

Table 2. Market Risk Premium (MRP) used for 41 countries in 2015

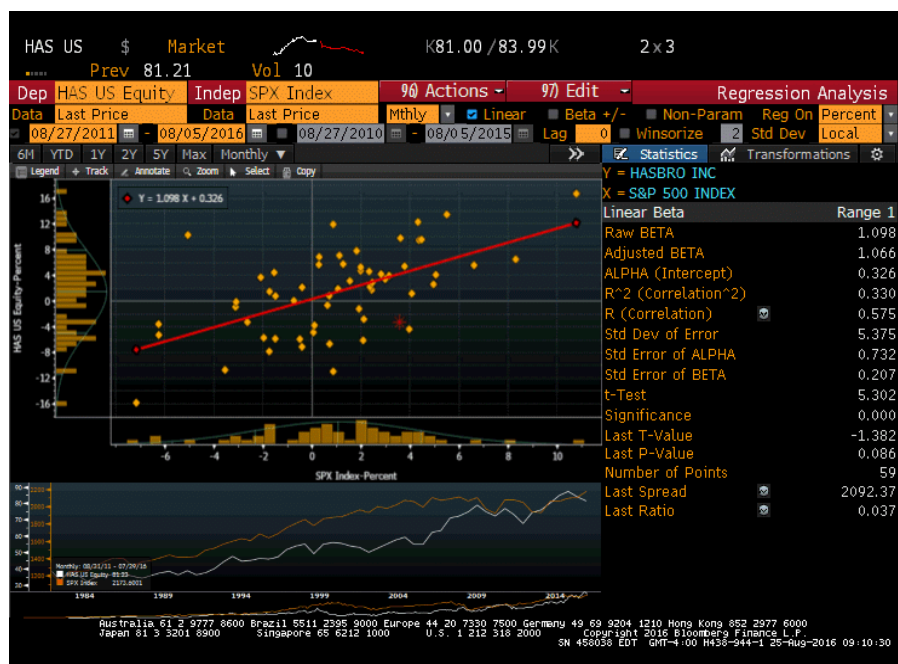
MRP	Number of answers	average	Median	St. Dev.	max	min	Av-Median
USA	1983	5,5%	5,3%	1,4%	15,0%	2,0%	0,2%
Spain	443	5,9%	5,5%	1,6%	12,0%	3,0%	0,4%
Germany	252	5,3%	5,1%	1,5%	11,3%	2,0%	0,2%
France	122	5,6%	5,5%	1,4%	10,0%	2,0%	0,1%
United Kingdom	101	5,2%	5,0%	1,7%	10,5%	1,3%	0,2%
Italy	83	5,4%	5,2%	1,5%	10,0%	2,0%	0,2%
Canada	81	5,9%	6,0%	1,3%	12,0%	4,0%	-0,1%
Portugal	72	5,7%	5,5%	1,5%	10,0%	3,0%	0,2%
Switzerland	71	5,4%	5,0%	1,2%	10,0%	3,0%	0,4%
Belgium	70	5,5%	5,4%	1,3%	10,0%	1,0%	0,1%
Sweden	68	5,4%	5,1%	1,3%	10,0%	3,0%	0,3%
Denmark	65	5,5%	5,5%	1,2%	10,0%	3,0%	0,0%
Finland	64	5,7%	5,8%	1,1%	10,0%	3,0%	0,0%
Japan	61	5,8%	6,0%	2,0%	15,0%	2,0%	-0,2%
Norway	61	5,5%	5,2%	1,2%	10,0%	3,0%	0,2%
Brazil	59	7,5%	7,0%	2,1%	13,0%	4,1%	0,5%
Ireland	59	5,5%	5,2%	1,3%	10,0%	3,0%	0,3%
China	55	8,1%	7,0%	5,6%	40,2%	2,8%	1,1%
Mexico	55	8,0%	8,0%	1,5%	12,0%	4,0%	0,0%
Russia	48	9,7%	10,0%	2,9%	14,0%	3,0%	-0,3%
India	43	8,4%	8,3%	2,5%	14,0%	5,0%	0,1%
South Africa	43	7,7%	7,3%	2,3%	13,0%	4,5%	0,4%
Australia	40	6,0%	5,1%	4,0%	19,0%	1,5%	1,0%
Chile	37	6,5%	6,5%	0,9%	8,4%	5,0%	0,0%
Uruguay	37	7,1%	7,0%	0,9%	8,8%	5,5%	0,1%
Poland	36	5,2%	5,0%	1,0%	7,5%	3,5%	0,2%
Peru	35	7,2%	7,4%	1,2%	8,9%	3,6%	-0,2%
Czech Republic	34	5,6%	5,4%	0,7%	7,2%	4,4%	0,2%
Indonesia	34	8,9%	9,0%	1,2%	12,5%	6,0%	-0,1%
Israel	34	5,2%	5,0%	1,1%	7,0%	3,2%	0,2%
Korea (South)	33	6,2%	6,0%	1,5%	10,0%	4,0%	0,2%
Netherlands	33	5,9%	6,0%	0,6%	6,8%	4,0%	-0,1%
New Zealand	31	6,6%	6,0%	1,3%	10,0%	5,5%	0,6%
Thailand	31	7,3%	7,5%	0,9%	8,2%	4,0%	0,0%
Turkey	31	9,3%	9,1%	2,5%	16,0%	5,7%	0,3%
Austria	29	5,7%	5,6%	0,3%	6,5%	5,2%	0,0%
Greece	29	14,3%	15,0%	5,8%	22,8%	0,3%	-0,7%
Colombia	28	8,3%	8,0%	1,4%	12,0%	6,0%	0,3%
Hungary	28	8,8%	8,9%	0,8%	10,1%	6,0%	-0,1%
Venezuela	28	19,6%	19,3%	3,7%	32,4%	14,3%	0,3%
Argentina	26	22,9%	20,1%	12,3%	46,2%	5,0%	2,7%

Appendix 18 – Beta for Mattel og Hasbro

Mattel, Beta



Hasbro, Beta





Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread

What is this? This is a table that relates the interest coverage ratio of a firm to a "synthetic" rating and a default spread that goes with that rating. The link between interest coverage ratios and ratings was developed by looking at all rated companies in the United States. The default spreads are obtained from traded bonds. Adding that number to a riskfree rate should yield the pre-tax cost of borrowing for a firm.

Date of Analysis: Data used is as of January 2016

For large non-financial service companies with market cap > \$ 5 billion

If interest coverage ratio is

<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
8.50	100000	Aaa/AAA	0.75%
6.5	8.499999	Aa2/AA	1.00%
5.5	6.499999	A1/A+	1.10%
4.25	5.499999	A2/A	1.25%
3	4.249999	A3/A-	1.75%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	2.25%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	3.25%
2	2.2499999	Ba2/BB	4.25%
1.75	1.999999	B1/B+	5.50%
1.5	1.749999	B2/B	6.50%
1.25	1.499999	B3/B-	7.50%
0.8	1.249999	Caa/CCC	9.00%
0.65	0.799999	Ca2/CC	12.00%
0.2	0.649999	C2/C	16.00%
-100000	0.199999	D2/D	20.00%

Appendix 20 – Mattels peers ifølge Bloomberg

