

A modern interior space with light-colored stone walls and floors. A large, white, three-dimensional 'X' shape is superimposed over the scene. In the background, there is a dark, rectangular structure with a light-colored, vertically-slatted front. To the right, a portion of a grey armchair is visible. The floor is made of light-colored tiles.

Strategisk analyse og værdiansættelse af

BANG & OLUFSEN

Hovedopgave – HD Finansiering

Institut for finansiering
Copenhagen Business School

Udarbejdet af: Bilal Ince

Vejleder: Mikael Qvist

Dato: 01-05-2020

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	4
2. Problemformulering.....	5
3. Afgrænsning.....	6
4. Model og metode.....	8
4.1 Præsentation af virksomheden	9
4.2 Strategisk analyse	9
4.3 Regnskabsanalyse.....	10
4.4 Budgettering.....	10
4.5 Værdiansættelse.....	10
4.6 Følsomhedsanalyse	11
5. Virksomhedsbeskrivelse	12
5.1 Historie	13
5.2 Ejerforhold.....	16
5.3 Ændringer i direktionen.....	17
5.4 Produkter.....	17
5.4.1 ON THE GO.....	17
5.4.2 FLEXIBLE LIVING.....	17
5.4.3 STAGED	18
5.4.4 Brand	18
5.5 Distribution.....	19
5.5.1 MONOBRAND	21
5.5.1 MULTIBRAND.....	21
5.5.3 ONLINE.....	21
5.6 Markedsfordeling	22
6. Strategisk analyse	23
6.1 PESTEL analyse.....	24
6.1.1 Politiske forhold.....	24
6.1.2 Økonomiske forhold	25
6.1.3 Sociokulturelle forhold	26
6.1.4 Teknologiske forhold	28
6.1.5 Miljømæssige forhold.....	29
6.1.6 Lovgivningsmæssige forhold	30
6.1.7 PESTEL Delkonklusion.....	31

6.2 Porters Five Forces	32
6.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	32
6.2.2 Forbrugernes forhandlingsstyrke	33
6.2.3 Truslen fra nye indtrængere.....	33
6.2.4 Truslen fra substituerende produkter	34
6.2.5 Rivalisering i branchen.....	34
6.3 Blue Ocean Strategi	34
6.4 SWOT-analyse.....	35
7. Regnskabsanalyse	37
7.1 Reformulering af regnskaber.....	38
7.2 Reformulering af Balance	38
7.3 Resultatopgørelse.....	39
7.4 Rentabilitetsanalyse	40
7.4.1 De-komponering af ROE	40
7.4.2 De-komponering af ROIC.....	42
7.5 Delkonklusion	43
8. Budgettering	45
8.1 Budgettering af nettoomsætningen.....	46
8.2 Budgettering af AOH.....	47
8.3 Budgettering af EBIT-margin	48
8.4 Budgettering af effektiv skatteprocent	48
8.5 Budgettering af driftsoverskuddet	48
8.6 Sammenfatning af budgettering	49
9. Værdiansættelse	51
9.1 WACC.....	52
9.2 Ejernes afkastkrav.....	53
9.2.1 Risikofri renten	53
9.2.2 Markedets risikopræmie	53
9.2.3 Beta (systematisk risiko).....	54
9.3 Lånerenten efter skat	55
10. Følsomhedsanalyse.....	59
11. Konklusion	61
11.1 Efterfølgende begivenheder.....	61
12. Litteraturliste	62

12.1 Bøger.....	62
12.2 Årsrapporter	62
12.3 Hjemmesider	62
13. Bilag	63
13.1 Finansiell information.....	64
13.2 Sammendrag af resultat og totalindkomst opgørelse	65
13.3 Reformulering af resultatopgørelsen (mio DKK)	65
13.4 Anden Total indkomst	65
13.5 Sammendrag af reformuleringen	66
13.6 Udvikling af ROE	66
13.7 Udvikling af nøgletal	66
13.8 DuPont Pyramide.....	67
13.9 10-årig rente fra Danmarks Statistik.....	67
13.10 Billeder af B&O fra Danmarkshistorien.dk	0
13.11 Company Fact Sheet – Morningstar	0

1. Indledning

Bang & Olufsen (herefter B&O) er et brand, som alle i Danmark kender. Det er et brand og en virksomhed, som de fleste i Danmark er stolte over, da det er i tråd med selvbevidstheden om, at vi i Danmark er nogle af verdens bedste indenfor design og bæredygtighed og intelligente løsninger.

Det falder desværre ikke i tråd med, at B&O ikke kan få driften til at levere stærke vækstrater og samtidig bevise, at forbrugerne i verden igen er vilde med B&O's fantastiske produkter.

For hvis ikke B&O ikke længere kan sælge deres fantastiske produkter som er udviklet og designet i Danmark mere, er vi så stadig gode til at udvikle og designe som B&O selv mener og som de fleste danskere generelt vil mene vi er gode til.

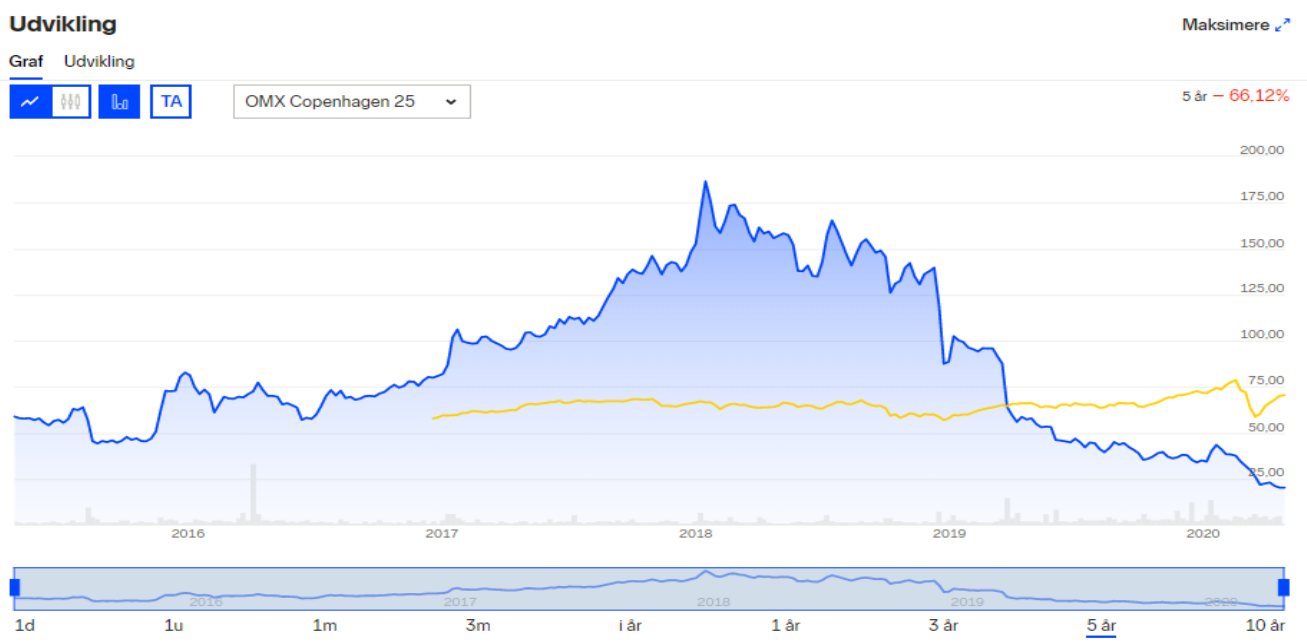
B&O har de sidste mange år fra finanskrisen i 2008 og frem til i dag, desværre ikke kunne levere et positivt resultat efter skat med undtagelse af årene 14/15 på 15 mio. 17/18 på 81 mio. og 18/19 på 19 mio.¹

B&O's operationelle udvikling har derfor stor betydning i Danmark for selvbevidsthed, og indtræden af den økonomiske krise i forbindelse med et generelt ændret forbrugsmønster har medført udfordringer for virksomheden. Det ses ofte, at store koncerner har svært ved at omdanne organisationen til en ny æra og teknologi, og dette er også tilfældet for B&O, som har haft svært ved at ramme de produkter, som kunderne efterspørger i dag.

Ledelsen i B&O har i 2011 lavet en 5-årig vækststrategi "Leaner, Faster, Stronger" som skulle løfte daværende omsætning fra 2,8 mia. kr. til 10 mia. kr. hvilket de stadig ikke er lykket med efter 9 år. Dette har også medført en faldende aktiekurs gennem hele perioden og dermed forsat ikke har fået investorernes tiltro. Dette kan også tydeligt ses i aktiens udvikling de sidste 5 år, hvor den er faldet med 66,12%².

¹ Årsrapport: 2018/2019 side 22 "Earnings for the years"

² Graf: <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099927-bang-olufsen-holding>



B&O aktiens udvikling sidste 5 år³

Med de store udfordringer som B&O's har stået overfor de sidste mange år og de strategiske tiltag som virksomheden har lanceret for at navigere sig igennem den "indre krise", kunne det være interessant at undersøge om aktiekursen er fordelagtigt prissat i markedet, set i forhold til en beregnet værdi af virksomheden.

Jeg synes derfor det kunne være interessant at bidrage til denne beslutningsproces med input, der forhåbentlig kan medvirke til en mere kvalificeret beslutning. Jeg vil i forbindelse med dette inddrage informationer fra B&O's sidste 5 årsregnskaber og artikler på nettet som måtte være relevante.

2. Problemformulering

Som investor er det afgørende med en så optimalt besluningsgrundlag som muligt før en investering træffes på en virksomhed. I mange tilfælde er det typisk ikke informationen som mangler for virksomheden, men i højere grad anvendelse af korrekt og bearbejdet information.

En måde at levere brugbar information til investorerne er ved at undersøge om den aktuelle aktiekurs på virksomheden er korrektprissat af markedet. Dette vil blive undersøgt i afgangsprojektet ved at værdiansætte B&O via DCF-modellen og dermed komme med en køb, sælg eller hold aktieanbefaling.

³ <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099927-bang-olufsen-holding>

For at kunne komme frem til en aktieanbefaling er det nødvendigt at inddrage emnerne strategisk analyse, regnskabsanalyse, budgettering og sidst en værdiansættelse af virksomheden. Efter at have behandlet emnerne vil nedenstående hovedspørgsmål blive besvaret.

"Hvad er den beregnede værdi af B&O aktien pr. 01.04.2020 med henblik på en anbefaling om køb, salg eller hold"

Nedenstående underspørgsmål er blevet stillet for at assistere med at besvare hovedspørgsmålet.

Strategi:

- Hvad er det for nogle faktorer som driver B&O

Regnskab:

- Hvordan har den økonomiske udvikling været de sidste 5 år?
- Hvordan er B&O's rentabilitet og hvordan kan det forklares.
- Hvordan forventes B&O udvikler sig budgetperioden.

Finansiering:

- Hvad er afkastkravet til B&O aktien som investor.
- Hvor meget bliver den fundne aktiekurs påvirket i forskellige scenarier.

3. Afgrænsning

Afgangsprojektet vil fokusere på en strategisk analyse og værdiansættelse af B&O på koncernniveau og dermed vil datterselskaberne ikke værdiansættes enkeltvis. Dataindsamlingen til afgangsprojektet vil udelukkende være på offentlig tilgængelige data og dermed ikke omfatte den interne rapportering. Det primære datagrundlag vil være på B&O's sidste 5 årsrapporter 2014/2015 – 2018/2019 på koncernniveau. Da B&O har et forskudt regnskabsår betyder det, at den seneste hele årsregnskab omfatter perioden 01.06.2018-31.05.2019, hvilket også betyder, at de allerede offentliggjorte 3 kvartals regnskaber ikke blive behandlet i afgangsprojektet, da det vil være svært at sammenligne ¾ år med hele regnskabsår. De sidste 3 kvartals regnskaber vil dog blive interessant at diskutere under eksamen til forsvaret af afhandlingen.

For at have tilstrækkelig tid til at bearbejde informationen der er offentliggjort, har jeg valgt at data og informationen efter d. 01-04-2020 ikke vil indgå i selve analysen og derved ikke påvirke værdiansættelsen.

Det forventes, at læseren har en generelforståelse for de benyttede modeller, hvorfor modellerne kun blive kort forklaret under de respektive afsnits og derfor vil afgangsprojektet ikke indeholde et teoriafsnit hvor alle modeller vil blive forklaret.

Budgetteringsperioden for værdiansættelsen afgrænses til 5 år som efterfølges af en terminalværdi.

4. Model og metode

A close-up, low-angle shot of a modern, cylindrical lamp. The lamp has a metallic, brushed finish and a series of vertical slats that create a rhythmic pattern of light and shadow. The lamp is positioned on the left side of the frame, and its light casts a soft, warm glow on the surrounding surfaces. The background is a dark, textured surface, possibly a wall or a piece of fabric, which adds depth and contrast to the scene.

For at give læseren et overblik og overskuelig gennemgang af projektet er der lavet nedenstående struktur og korte forklaringer til hvert af de afsnit som projektet omhandler.



4.1 Præsentation af virksomheden

Formålet med en præsentation af virksomheden er at give læseren et overordnet indblik i B&O. Afsnittet vil omhandle om B&O's historie og enkelte nøgletal.

4.2 Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er at analysere B&O's ikke finansielle værdidrivere, som ligger til grund for værdiskabelsen i virksomheden. Analyserne vil både omhandle eksterne som interne forhold.

Analysen af de eksterne forhold er vil blive udarbejdet på omverden- og branchen. Til omverdens analysen bruges der PESTEL-analyse, da den er velkendt og meget brugt i forbindelse med en omverdens analyser for virksomheder. Modellen er særlig velegnet til at sikre en systematisk analyse af fremtidige forhold, som kan påvirke en virksomhedsstrategi. Modellen tager en metodisk analyse af følgende områder: *Politiske-, økonomiske-, sociokulturelle-, teknologisk-, miljømæssige- og lovgivningsmæssige forhold.*

For at analysere branchen som B&O befinder sig i, er der valgt at bruge den mest velkendte branche analyse Porters Five Forces, som tager udgangspunkt i 5 markedskræfter der er afgørende for konkurrencesituationen indenfor branchen. Disse 5 markedskræfter er hhv. *leverandørernes forhandlingsstyrke, forbrugernes forhandlingsstyrke, truslen fra nye indtrængere, truslen fra substituerende produkter, rivalisering i branchen.*

4.3 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysens formål er at analysere virksomhedens rentabilitet. Derfor er det nødvendigt at opdele årsregnskaberne i hhv. i drift og finansielle aktiviteter, så det bliver sporbart og muligt at se hvordan værdiskabelsen i virksomheden skabes. Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i de sidste 5 *hele* års regnskaber fra 2014/2015 til 2018/2019. B&O har offentliggjort de seneste 3 kvartals regnskaber for regnskabsperioden 2019/2020, hvilket er forsøgt at fremskrive til 12 måneder, men grundet Corona krisen som har stået på i sidste pr. måneder har det været svært at estimere, hvordan årsregnskabet ville se ud. Kina som er et af deres største markeder for B&O haft oplevet Corona krisen længe og nedlukninger af butikker verden over har givet, og giver stadig store tab på B&O's 4 kvartals regnskab.

Under B&O's rentabilitetsanalyse, er det brugt den udvidede DuPont-pyramide for at opdele rentabilitetens bidrag i driftsaktiviteter og finansiellaktiviteter.

4.4 Budgettering

Formålet med budgettering er at estimere de fremtidige regnskabsmæssige poster, som skal danne de fundamentet i de fremtidige proforma regnskaber. Budgetperioden er er valgt som en periode på 5 år, da vækstudsigterne for branchen er lav og B&O kun har en lav konkurrencefordel på kort sigt.

4.5 Værdiansættelse

Formålet med afgangsprojekt er netop en værdiansættelse af virksomheden B&O's, de forudgående afsnit har dannet grundlag for en endelig værdiansættelse. På et overordnet niveau skelnes der mellem den *relative-* og den *absolutte værdiansættelsesmodeller*. De relative modeller er også ofte de mere enkle modeller, da informationen og analysebehovet er begrænset, som derudover ikke kræver en budgettering.

I de *relative værdiansættelsesmodeller* specificeres et aktivs værdi en virksomhed relativt med en anden sammenlignet virksomhedsaktivs værdi (peer group). Her gælder den økonomiske princip om, at to identiske aktiver skal handles til samme pris. Her sammenlignes virksomhedernes værdiindikatorer som f.eks. P/E, nettooverskud, bogførte værdi, salg, cash flow, pris over salg. Modellen har dog den svaghed, at output er forbundet med en vis usikkerhed. Det kan ofte være svært at finde sammenlignelige virksomhed, da

produkter som de handler være meget forskellige eller lande som de operer i, kapitalstrukturen mv. alt sammen faktorer som gøre, at det bliver svært at sammenligne med en peer group.

Den absolutte værdiansættelsesmodel har til formål at identificere den fundamentale værdi for en virksomhed. Modellen beskrives som *nutidsværdimodeller* og anses af mange analytiker/investorer som den grundlæggende tilgang til en aktievurdering. Overordnet kan modellen inddeles i den direkte – og indirekte model. Den direkte model specificerer eksplicit værdien af egenkapitalen, mens den indirekte model benyttes til at værdiansætte virksomheden. Begge modeller bruger en budgetperiode og en terminal periode. Budgetperioden viser som tidligere nævnt fremtidige regnskabsmæssige posters estimater, som f.eks. nettoomsætning, driftsoverskud, AOH mv. Budgetperioden vil løbe indtil det ikke giver længere mening at opstille budget for en virksomhed, da væksten efterfølgende i terminalperiode vil følge en konstant vækstrate som svarer til samfundets vækstrate.

Til værdiansættelsen af B&O er der valgt at bruge den *absolutte værdiansættelses model, med den indirekte model*. Her kan der vælges mellem 2 modeller, *Cash-flow modellen* eller *Residualindkomstmodellen (RIDO)*. DCF-modellen tager udgangspunkt i de fremtidige Frie Cash flow som bliver skabt via. driften fratrasket nye investeringer. Residualindkomstmodellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af virksomhedens netto driftsaktiver på værdiansættelsestidspunktet.

Brydes de interne sammenhænge mellem budget og afkastkrav mellem RIDO vs. DCF-modellen, viser empirisk forskning⁴, at RIDO giver mere en korrekt skøn over værdien af en virksomheden end DCF-modellen. Derfor bør RIDO modellen foretrækkes hvis der opereres med et simpelt budget og værdiansættelse. Endelig fokusere RIDO modellen på budgetteringen, med antal år med overnormalt afkast, mens DCF-modellen fokuserer på indtjeningen for hele virksomhedens levetid.

Der er i afgangsprojektet valgt at bruge DCF-modellen som værdiansættelsesmodel.

4.6 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen af B&O via DCF-modellen er ikke uden sikkerhed, da der er en lang række forudsætninger, som er gøre, at nogle af faktorer bliver estimeret med en vis usikkerhed. En følsomhedsanalyse hjælper med at forstå konsekvenserne for de valgte værdiestimater, hvis der sker ændringer i forudsætningerne. Følsomhedsanalysen giver dermed indblik i, hvor de største risici ligger for virksomheden, hvis de medtagne forudsætningerne ikke holder.

⁴ Thomas Plenborg: Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model side 245.
<https://rauli.cbs.dk/index.php/logue/article/download/94/104/>

5. Virksomhedsbeskrivelse

5.1 – Historie

5.2 – Ejerforhold

5.3 – Ændringer i direktionen

5.4 – Produkter

5.5 – Distribution

5.6 – Markedsfordeling



5.1 Historie

Bang og Olufsen (herefter B&O) blev grundlagt den. 17. november i 1925⁵ i Struer Danmark af to ingeniørstuderende Peter Bang (1900-1957) og Svend Olufsen (1897-1949) i familien Olufsens hjem. Aktiekapitalen på 10.000 kr. ejedes af 4.000 kr. hver af dem begge, mens de sidste 2.000 ejedes 1.000 kr. hvert af deres forældre. Kun to år senere talte virksomheden 30 medarbejdere og flyttede til en nyopført fabriksbygning i Struer, der hvor B&O den dag i dag har sit hovedsæde. B&O indledte først med at producere strømforsyning som gjorde det muligt at tilslutte batteridrevne radioer til lysnettet og derudover drosselspoler, transformatorer og højohmsmodstande. Den første radio er blev produceret i slut 1920'erne og fik succes. I 1930 blev produktionen udvidet med den første gramfon og året efter med forstærkningsanlæg til biografer⁶.



I 1930'erne og 1940'erne fortsatte væksten samtidig med, at produkterne løbende blev forbedret. B&O samarbejdede herefter mere med specialiserede forhandlere.

I 1945 blev B&O's hovedsæde sprunget i luften af nazi-kollaboratør som hævn for, flere af B&O's ansattes deltagelse i modstandsbevægelsen. Et år senere blev fabrikken genopført og var klar til at producere B&O's produkter igen.

I 1950'er blev produktsortimentet udvidet med tv-apparatet, båndoptager og stereogrammofonen.

Danmarks optagelse i EFTA i 1960 skærpede konkurrencen på det danske marked og dermed fik B&O til at udvikle en international strategi med fokus på eksport og en bestemt markeds niche.

Den internationale strategi var en stor succes. I 1960 udgjorde eksporten kun 4.5% af omsætning og allerede 2 år senere var eksporten steget til 20% af omsætningen. Den store gennembrug fik de via deres stereotransistorradio Beomaster 900 i 1964.

⁵ <https://bocopenhagen.dk/bang-olufsens-historie/>

⁶ <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/bang-olufsen-b-o-1925-2011/>



Beolab 5000 1967⁷

Kun 3 år senere i 1967 blev Beolab 5000 lanceret og blev markedets første transistorradio med high fidelity stereoanlæg og samme år blev det første farvefjernsyn lanceret, Beovision 3000.

I 1970'erne slog B&O for alvor i gennem med deres førende design og strategi som appellerede til en mere købedygtig forbrugergruppe. B&O henvendte til mere til forbrugere som var villige til at betale betydelig mere for anlæg end for et standardprodukt. I midt af 1970'erne steg omsætningen til over 500 mio. kr. og havde ca. 2.500 ansatte. I 1977 blev B&O børsnoteret med A og B aktier så ejerne sikrede kontrollen med B&O. I slutningen af 1970'erne lancerede B&O sit første kombinerede musikanlæg som havde radio, grammofon, båndoptager og fjernbetjening som et samlet system.

I 1980'erne blev indledt med en ny linje, som leverede sammenhængende systemer som de sidenhen har fulgt og passeret i 1981 en omsætning over 1 mia. kr. hvor eksporten udgjorde 75%. Nye produkter blev lanceret som cd-afspilleren i 1985.

I 1990 fordobles omsætningen til over 2 mia. kr. udover nye datterselskaber udvider B&O samarbejdet med Jysk Telefon med den svenske Ericsson og desuden indgår et samarbejde med Novo Nordisk for at udvikle en NovoPen, der sikrede patienten en præcis dosering af insulin.

B&O indgår et tættere samarbejde med elektronikgiganten Phillips, som tidligere har leveret billedrør til B&O's fjernsyn og overtager en stor aktiepost. I disse år bliver B&O omkostningstung samt oplever et stor konkurrencepres fra det asiatiske marked. I disse år kom B&O med et stort underskud som fortsatte i et par år, dette resulterede i, at ledelsen blev udskiftet og herefter gik i gang med en reorganisering af B&O som betød at forsyningskæden blev strammet op og flere tunge arbejdsopgaver blev outsourcet til lavtløns lande

⁷ <https://assets.catawiki.nl/assets/2016/10/30/d/f/a/dfa4ba58-9ed7-11e6-999e-8615be65b651.jpg>

og samspillet mellem forhandlere blev også trimmet, så de dårligste blev sorteret fra. Denne reorganisering gav allerede sin virkning på regnskabet i 1993/1994 med et solidt overskud, som fortsatte i mange år frem til år 2008.

I 2008 blev resultatet et underskud efter mange års overskud og varede frem til 2010/2011 som resulterede i et mindre overskud. I 2010 gik B&O til en mindre profitabel virksomhed men bibeholdt det stærke brand der havde taget godt fat i deres forbrugere i i-landede og på vej ind til nye vækstlande.

I 2012 lancerede B&O subbrandet B&O PLAY i CES Las Vegas. Subbrandet blev skabt med henblik på at øge omsætningen og tiltrække nye potentielle kunder med salg fra egen hjemmeside, forhandlere og B&O's egne butikker.

I 2015 frasælger B&O deres succesfulde Automotive-forretning som producerer lydudstyr til biler til højttalerproducenten Harman International Industries for 1.17 mia. kr. og endvidere en licensaftale på mindst 20 år med en årlig minimums beløb på 12.7 mio. kr. pr. år.

I 2016 frasælger B&O ICEpower forretningen der producere forstærkerenheder i en management buyout supporteret af Industri Udvikling til i alt 32 mio. kr.⁸

I 2018 vælger B&O at nedlægge subbrandet og samler mærkerne under et fælles brand Bang & Olufsen. Årsagen til nedlæggelsen af subbrandet B&O PLAY skyldes stor succes og dermed tæt på at overhale store bror. I 2017/2018 regnskabet fremgik det at B&O PLAY havde 47%⁹ af omsætningen.



Svend Olufsen (til venstre) og Peter Bang (til højre)

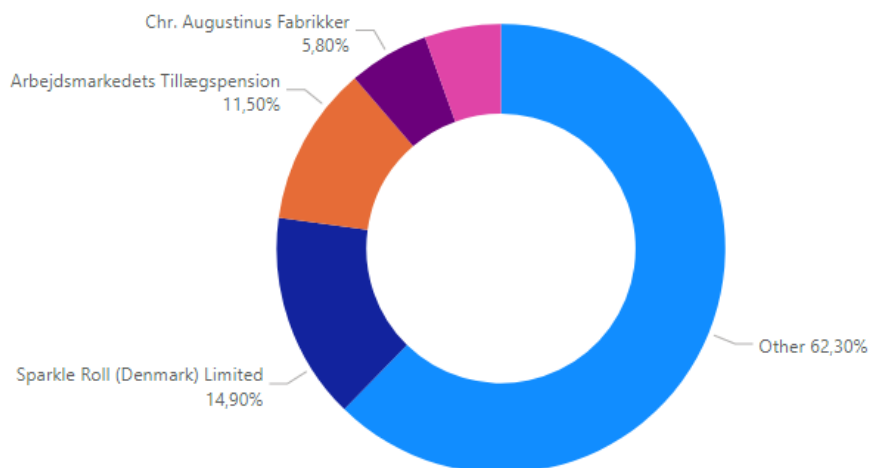
⁸ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/b-o-saelger-forstaerkerforretning-fra-for-32-millioner-6vlpw>

⁹ Årsregnskab 2017/2018 side 4

5.2 Ejerforhold

Ejerforhold pr. 31.05.2019

Ejerforhold procent %

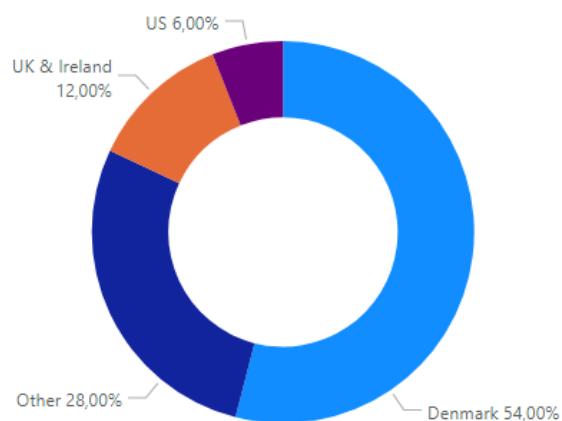


Egen tilvirkning

Som det ses ovenfor i visualiseringen er den største ejer pr. 31.05.2019 selskabet Sparkle Roll som er et kinesisk selskab som er ejet af den Kinesiske forretningsmand Qi Jianhong. Selskabet sælger luksusvarer som biler og dyre vine som desuden også har et samarbejdsaftale om salg af B&O's produkter i Kina.

Fordelingen på aktionærkompositionen mellem lande er vist herunder.

Aktionærkomposition %



Egen tilvirkning

5.3 Ændringer i direktionen

Den 8. oktober 2019 sagde Bang & Olufsen farvel til Henrik Clausen, den administrerende direktør, der har været administrerende direktør for virksomheden siden 2016. Han blev efterfulgt af svensken Kristian Teär fra Logitech¹⁰.

5.4 Produkter

Bang & Olufsen har en kunde-centrisk tilgang til produktudvikling baseret på virksomhedens kernefunktioner inden for lyd, design og håndværk. Bang & Olufsens fokus er at lancere innovative produkter, som manifesterer disse kernefunktioner under tre produktkategorier:

- ON THE GO
- FLEXIBLE LIVING
- STAGED

For B&O er det vigtig at tilbyde kunderne stærke produktlivscyklusstyring for at imødekomme kundernes behov. Dette indebærer farver, materialer og finish samt at sikre, at produkterne altid er innovative og har en førende position inden for deres egen produktsortiment. Det er desuden vigtigt for B&O, at kundernes engagement er i top, da det er en vigtig drivkraft for den fremtidige vækst. Derfor vil Bang & Olufsen sikre en ensartet tilgang til den måde, forbrugere interagerer med produkter via apps og forskellige produktplatforme. Derfor er målet at skabe den rette forbrugeroplevelse gennem alle Bang & Olufsen-produkter udsender luksus på den måde, de installeres, bruges og serviceres. Fremtidige produkter vil være baseret på teknologiske økosystemer for at sikre branchestandardkompatibilitet.

5.4.1 ON THE GO

Produkter, der er mobile som hørerelefoner og headset. Under produktkategorien findes f.eks. Beoplay H4 (hørerelefoner), og Beoplay E8 (in-ear-hørerelefon). Produktkategorien er specielt til den ungesegment og mere prisvenlig end de andre produktkategorier.

5.4.2 FLEXIBLE LIVING

Produkter til forbrugerens hjem som højtalere placeret i forskellige hjemlige omgivelser, men samtidig fleksible så de kan flyttes rundt. Under produkt kategorien findes f.eks. Beosound.

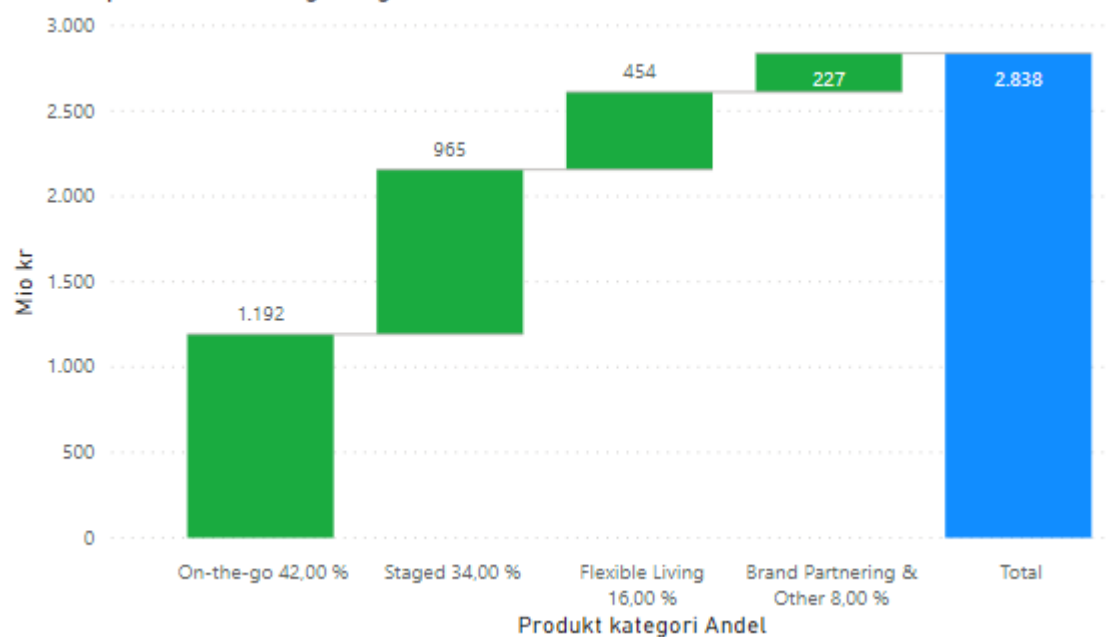
¹⁰ <https://www.tvmidtvest.dk/struer/bang-olufsen-fyrer-direktoren>

5.4.3 STAGED

Produkter, der bruges i stationære indstillinger i hjemmet som TV og f.eks. vægmonteret højttaler system. Under produktkategorien findes f.eks. Beosound Shape (Vægmonteret højttaler) og Beovision Harmony.

Herunder ses omsætningsfordelingen for de 3 produktkategorier (2018/2019):

Mio. kr. på Produkt kategori og Andel - 2018/19



Egen tilvirkning

5.4.4 Brand

B&O har en ambition om at blive det mest ønskede lydmærke i verden. For at opnå dette vil virksomheden fortsætte med at styrke luksuriøs livsstilspositionering og fortsætte med at skabe innovative og progressive produkter baseret på dets kernefunktioner lyd, design og håndværk. For at opnå det at være et luksusmærke sættes forbrugeren i centrum af teknologien og sikrer omhyggelig opmærksomhed på detaljer i produkter såvel som i den bredere forbrugeroplevelse.

De udviklede produkter er velegnede til en målgruppe, hvis livsstil involverer at prioritere kuraterede oplevelser og sætter pris på merværdien af god lyd, design og håndværk. Bang & Olufsen brandet fortsætter med at være virksomhedens største aktiv, og forsøger at styrke brandet især på vækstmarkeder uden for Europa, som er en nøgleprioritet. I 2018/19 begyndte virksomheden at operere under et enkelt mærke, Bang & Olufsen. Denne singlebrand-tilgang blev gradvist implementeret i løbet af året på tværs af markedsføring, produktemballage, indbydende visuel merchandise, digitale platforme og andre berøringspunkter. Denne mere ensartede tilgang til markedsføring er blevet godt modtaget af både brandpartnere og forbrugere og

har sikret en mere konsekvent forbrugeroplevelse på alle berøringspunkter. B&O vil fortsat fokusere på at opbygge og skabe opmærksomhed på mærket på tværs af alle berøringspunkter gennem øget vægt på at forbedre indholdsoprettelsen, en mere lokaliseret goto-market-tilgang og indsigt drevet brand-building-aktiviteter. Udnyttelse af brandpartnerskaber og samarbejder i de senere år har virksomheden indgået brandpartnerskaber med nogle af de største og mest innovative virksomheder i verden, såsom HP, HARMAN og LG. Brand partnerskaber er blevet en vigtig del af forretningen og en platform for at udsætte potentielle forbrugere for mærket og kernefunktionerne i Bang & Olufsen. Brandspartnering er en integreret del af virksomhedens strategi til at skabe opmærksomhed på mærket og give adgang til komplementære kapaciteter inden for teknologi. Ud over brandpartnerskaber fortsætter Bang & Olufsen med i mærkesamarbejde med mærker og kunstnere. I 2018/19 gennemførte virksomheden nye samarbejde med mærker og kunstnere som RIMOWA og David Lynch, der involverede særlige produktudgaver. Bang & Olufsen vil fortsætte med at engagere sig i disse typer samarbejder for at udvikle samt forstærke brandoplevelse og opmærksomhed.

5.5 Distribution

Potentialet for at øge brandet og markedsindtrængning er fortsat stort på mange markeder. Derfor beholder B&O niveauet for sine markedsføringsforbrug i de kommende år. Forbruget vil være en kombination af digital aktivering og udgifter til oprettelse af aktiver som f.eks. CRM og andre vigtige markedsføringsaktiviteter - alt sammen med det formål at manifestere brandets position som et luksuriøst livsstilsmærke og skabe trafik og salg på tværs af alle kanaler. B&O er fokuseret på centrale storbyområder i alle regioner med det formål at opnå skala i opbygning af opmærksomhed. For at understrege og styrke brandets position vil B&O koncentrere sine brandaktiviteter i centrale trendbyer som: London, New York, Paris, Shanghai og Tokyo og som inkluderer planer om at åbne en flagskibsbutik i hver af disse byer. Den første flagskibsbutik åbnede som en pop-up i New York og planlægges helt åben i 2019. Virksomheden vil styrke brandkonsistensen gennem et opdateret detailldesign på alle retail touchpoints, herunder nye detailkoncepter til multibrand-kanalen. Målet er at skabe et mere samlet visuelt udtryk for B&O brandpositionering over for forbrugere. B&O opererer i tre forskellige regioner; EMEA (Europa, Mellemøsten og Afrika), Asien og Amerika. I EMEA er hovedfokus at skabe stærke grupper af butikker i centrale placeringer og øge konsistensen på tværs af monobrand og multibrand detail- og onlinekanaler. Inden for EMEA er Europa det mest penetrerede marked og har den største mærkegenkendelse. En vigtig prioritet i 2018/19 var igangsættelsen af en ny kontraktmæssig ramme til alle europæiske monobrand-partnere, hvilket skabte et bedre grundlag for en mere ensartet brandoplevelse, vilkår og betingelser og merchandising af produkter. Derudover vil den nye opsætning muliggøre bedre indsigt i salgspræstationer, hvilket er en forudsætning for at blive mere detail handlet. I Asien vil der være fokus på voksende nøglelande gennem stærke

partnerskaber og baseret på de kompetente og fokuserede lokale organisationer, der er etableret på disse markeder i de sidste to år. I 2018/19 blev der etableret fem nye monobrand-partnere i Kina, og 19 nye monobrand-butikker blev åbnet i højdepunktsteder. For at støtte væksten i Japan er der udpeget et nyt managementteam til at støtte en masterforhandler. Et skift af detailpartner i Australien og New Zealand i 2018/19 havde en betydelig negativ effekt på ydelsen. Den nye partner forventes at udvikle dette marked yderligere med nye butiksåbninger i de kommende år. I Amerika blev der ombord påbegyndt et nyt managementteam i 2018/19, og der blev igangsat en oprydning af multibrandskanalen, hvilket betød store reduktioner af ikke-resultatmæssige salgssteder. Fokus for de kommende år vil være at opbygge tilstedeværelse i centrale byområder i USA og Canada.

B&O arbejder på at skabe en mere sømløs brandoplevelse på tværs af både fysiske og digitale kanaler. For at sikre større konsistens i det visuelle udtryk implementerer B&O også et stærkere omnichannel-fokus på ordreudførelse og service. For at få succes er det en forudsætning, at virksomheden flytter fra engrosfokus på "sell-in" til et mere detailldrevet "sell-out" -fokus. Monobrand spiller fortsat en vigtig rolle i virksomhedens samlede salg og positionering af mærker. For at lykkes og være rentabel kræver dette en distributionsopsætning med færre, men stærkere partnere, der opererer i grupper og har skalaen til at levere en ensartet forbrugeroplevelse og drive en effektiv detailvirksomhed. En vigtig drivkraft for omsætningsvækst i monobrand vil blive øget fokus på Fleksible Living- og On-the-go-produkter. Multibrand-butikker, der tiltrækker forbrugere, der søger et luksuriøst livsstilstilbud, såsom stormagasiner, lufthavnsforhandlere, udvalgte detailhandlere inden for elektronik og udvalgte retailere kører markant højere indtægter pr. butik og understøtter en meget mere ensartet brandoplevelse end ren forbrugerelektronik og telecom-butikker. Derfor prioriteres multibrand retail-tilstedeværelsen over for disse områder, og en mere direkte tilgang til multibrand inklusive nye detailkoncepter implementeres til multibrand-kanalen. Niveauet for direkte engagement vil afhænge af multibrand-partneren. B&O vil engagere sig direkte med store centrale multibrand-partnere uden brug af distributører. For række to multibrand-partnere vil B&O samarbejde med hver partner, men involverer dedikerede distributører på hvert marked for at understøtte blandt andet logistikken. Et antal mere opportunistiske multibrands partnere vil blive serviceret gennem udvalgte distributører. En ny e-handelsplatform blev lanceret i foråret 2019. B&O forventer, at denne platform over tid vil muliggøre øget e-handel på tværs af alle produktkategorier og styrke omnichannel-funktioner og funktionalitet, der sikrer tættere integration mellem on- og offline kanaler. Den øgede digitale interaktion har allerede indflydelse på, hvordan virksomheden fungerer, da det har ført til en dybere forståelse af forbrugerne og deres behov og sikrer realtid og mere kontekstuel forbrugerengagement.

5.5.1 MONOBRAND

Er en B&O butik som udelukkende sælger B&O produkter. Monobrandet har nedenstående 3 formål:

- Give forbrugeren den fulde brandoplevelse
- Catering til forbrugere, der allerede er bekendt med mærket og specielle ønsker
- Udsæt nye forbrugere for luksuriøs livsstiloplevelse af brandmærke

5.5.1 MULTIBRAND

Er B&O produkter som sælges i andre butikker. Multibrandet har nedenstående 3 formål.

- Manifest mærket og opbyg brand for forbrugerne
- Tiltrække nye forbrugere på hovedgade placeringer
- Forhøje salgsvolumen

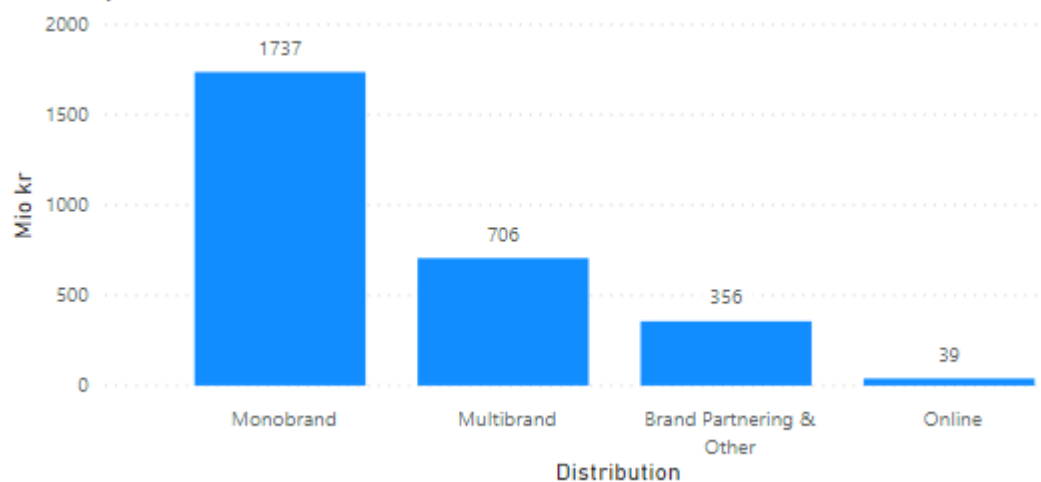
5.5.3 ONLINE

Er B&O produkter som sælges via. egen hjemmeside. Online har nedenstående 3 formål:

- Møde forbrugerne i deres eget rum og tid.
- Støtte forbrugerrejsen på tværs af alle omnikanals berøringspunkter
- Brand digital interface og oplevelse

Herunder ses omsætningsfordelingen for de 3 distributionskanaler (2018/2019):

Mio. kr. på Distribution - 2018/2019



Egen tilvirkning

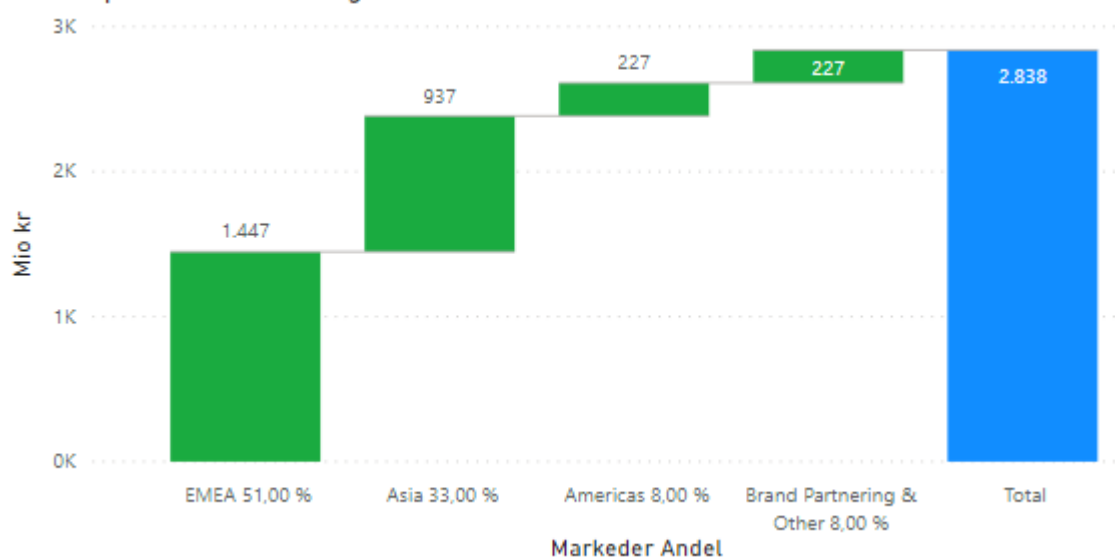
5.6 Markedsfordeling

B&O inddeler sine geografiske markeder i fire hovedgrupper som følgende:

- EMEA
- Americas
- ASIA
- Brand Partnering & Other activities

Herunder ses omsætningsfordelingen for de 4 markeder (2018/2019):

Mio. kr. pr. Markedsfordeling - 2018/2019



Som det ses ovenfor er EMEA klart det største marked for B&O, som har en andel 51%. Mens det asiatiske marked næststørste på 33% og America og Brand partnering har begge 8% af omsætningen.

6. Strategisk analyse

6.1 – PESTEL-analyse

6.2 – Porter Five Forces

6.3 – Blue Ocean Strategi

6.4 – SWOT-analyse



Afsnittet strategisk analyse har til formål at analysere B&O's ikke finansielle værdidrivere, som ligger til grund for virksomhedens værdiskabelse. Til besvarelsen af dette vil der blive brugt nedenstående strategimodeller:

- PESTEL
- Poters Five Forces
- Blue Ocean Strategi

De ovenstående strategiske modeller vil herefter blive opsummeret i en SWOT-analyse.

6.1 PESTEL analyse

Makromiljøet analyseres via en PESTEL-analyse, hvor der forsøges at vurdere hvilke faktorer, som har største indvirkning for den fremtidige værdiskabelse i B&O, som de ikke selv har kontrol eller indflydelse på.

Modellen har 6 forskellige områder som analyserer de makroøkonomiske forhold for omverden af en virksomhed. De 6 faktorer er de politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold. Under hvert område, vurderes de makroøkonomiske forhold, som har den største indflydelse på B&O.

6.1.1 Politiske forhold

B&O er en global spiller på markedet indenfor high-end medieprodukter som er underlagt utallige lovgivninger. Alle disse love som gælder B&O skal de overholde og samtidig vide hvilke love som ændres løbende, så de kan tilpasse deres forretning efter det, for at undgå restriktioner.

Når der skal vurderes hvilke politiske forhold som er gældende for B&O nu og i fremtiden, kan man ikke komme udenom skatteforholdene i Danmark hvor B&O har sit hovedsæde. Virksomhedernes konkurrenceevne i Danmark er afhængig af de generelle skatte og afgiftsmæssige forhold, da det har betydning for virksomhedernes omkostning. Ved en forhøjelse af disse bliver konkurrenceevnen for virksomhederne i Danmark forringet, da de skal betale flere penge til skatten, når de får et overskud. Samtidig bliver omkostningerne til produktionen af produkter højere og dermed forringes konkurrenceevnen på globalplan.

Skat og afgiftsforholdene vurderes derfor som den største risiko, når der ses på de politiske forhold i Danmark. En sænkelse af f.eks. personskatterne vil kunne give B&O og andre virksomheder i Danmark lavere produktionsomkostninger, da medarbejdernes rådighedsbeløb vil stige og dermed vil B&O undgå større lønstigninger fremadrettet og samtidig fastholde medarbejdernes købekraft.

B&O's store engagement uden for Europa og med Kina's stigende betydning fremadrettet for B&O, har den internationale politiske klima og ændringer til denne stor betydning for B&O. Hvis det internationale samarbejde forringes, kan det få stor betydning for B&O's vækstplaner udenfor EU. Dette kan have store konsekvenser for handelsbetingelserne for B&O.

På det europæiske eksportmarked, hovedsageligt på grund af virkningen af Brexit, er der en større risiko for politisk uro, som kan påvirke den fremtidige handel med England, som er et af de største markeder for B&O. I regnskaberne 2018/2019 var omsætningen fra England og Irland 218 mio., hvilket svarer til ca. 8% af omsætningen.

På et mere generelt niveau kan B & O's konkurrenceevne blive påvirket negativt af strengere regler, der er rettet mod produktionsselskaber, såsom vedtagelse af sundheds- og sikkerhedsbestemmelser eller beskatning af energi- og råvareforbrug. For eksempel er det ifølge EU-regler i 2010 ikke længere tilladt at importere eller fremstille elektronisk udstyr med standby-strømforbrug på mere end 1 watt

Handelsbarrierer opstår dog fortsat, da dette er landenes praksis med at beskytte deres økonomier, mens dette vil f.eks. påvirke andre landenes eksportpotentiale. Da Bang & Olufsen ønsker at udvikle sig globalt, vil det få alvorlige konsekvenser, hvis lande som USA eller Kina indfører alvorlige handelshindringer. Især i krisetider kan antallet af nye handelsbarrierer eskalere.

For Bang & Olufsen vil dette ødelægge deres muligheder for global udvikling, men kan også påvirke prisen på de komponenter, de bruger i produktionen.

6.1.2 Økonomiske forhold

Økonomien kan påvirkes på mange måder, hvad enten det er politisk eller i en finanskrisen. Dette vil være meget vigtigt for enhver virksomhed. f.eks. kan dette være pengepolitik, som er en handling, der er truffet af National Bank for at påvirke valutakurser og renter.

Valutapolitikken er relateret til Bang & Olufsen, fordi dens konsoliderede regnskab udtrykkes i danske kroner, og kun 10 % af dens omsætning handles i danske kroner, mens de resterende 90 % af omsætningen bliver skabt via EUR, USD og andre valutaer. Deres omfattende internationale aktiviteter betyder, at koncernens resultatopgørelse, balance og egenkapital udsættes for valutarisici.

F.eks. Konverteres et udenlandsk datterselskabs omsætning i en anden valuta end dansk krone til årets gennemsnitlige valutakurs. På denne måde forekommer valutakursjusteringer hvert år, og justeringsområdet kan være negativt eller positivt.

Store udsving i priser kan have fatale følger for B&O. I henhold til deres årsrapport er de fleste udenlandske valutaer i øjeblikket euro, fordi de fleste af deres aktiviteter kommer fra lande, der bruger valutaen. På denne måde bliver Danmarks faste valutapolitik for euroen meningsfuld. Danmark har indgået en fast valutapolitik med Den Europæiske Centralbank og Eurozone-landene med en volatilitet på +/- 2,25%¹¹

I januar 2015 var den danske krone under intenst pres fra udenlandske spekulanter. Den store erhvervelse af den danske krone medførte en kraftig stigning i valutakursen. Det spekuleres i, at kronekursen stiger så højt, at den mister båndet (fastkursen) med euroen og får en højere værdi. I den forbindelse tog Nationalbanken flere foranstaltninger: For det første sænkede de renten og solgte danske kroner for at imødekomme den voksende efterspørgsel.

Idet Bang & Olufsen fortsætter med at forfølge sit ønske om at vokse globalt, vil det blive særlig vigtigt at overvåge udviklingen i fremmed valuta. Global påvirkning kan føre til større usikkerhed i valutakursreguleringer relateret til finansiel rapportering. Derfor er det vigtigt, at Bang & Olufsen overvåger styrken af valutaen i de lande, hvor den findes, og dem, hvor den ønsker at eksistere.

Derudover kan rentepolitikken være afgørende for B&O, fordi ændringer i National Banks rentesats i forhold til Den Europæiske Centralbanks rentesats normalt påvirker kronekursen overfor euroen. Samtidig har rentetendenser indflydelse på ind- og udlånsrenterne for virksomheder og forbrugere, hvilket kan påvirke vækstpotentialer.

6.1.3 Sociokulturelle forhold

Som nævnt tidligere afsnits hører B&O's produkter til den dyre ende. Derfor skal forbrugerne være villige til at betale højere priser for deres kvalitetsprodukter. For at gøre det muligt skal der også være et fundament, hvor forbrugernes adfærd spiller en vigtig rolle.

De sociale og kulturelle forhold skaber grundlaget for den mulige efterspørgsel af branchens produkter.

I løbet af den velstående periode i 2000'erne er livsstil og boligindretning blevet stadig vigtigere emner, som kan ses på tv og sociale medier. Hjemmeindretning og møbler betragtes som statussymboler og indikatorer for personlig succes. Når faldskærms-tv og lydsystemer bliver mindre og mindre, og deres design konstant forbedres, er de blevet en integreret del af hjemmemøbler, og måden vi bruger digitale enheder på har også ændret sig over tid.

På mange forskellige enheder tv'er, medieafspillere, lydsystemer, smartphones osv. Øges kravet om produktintegration, så de kan "tale" sammen. Den digitale generation kaldes "forbrugergruppen", der stiller

¹¹ <http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/fastkursERM2/Sider/Default.aspx>

høje krav til produktintegration, tekniske kapaciteter og udvikling. Denne generation har nu udgjort en voksende forbrugergruppe verden over.

B & O kan tilpasse sig ændret forbrugeradfærd ved at lancere billigere produkter (som mere overkommelige for forbrugerne). Dette er den proces, hvor B&O forsøger at få flere forbrugere til at lancere billigere produkter. De lykkedes gennem undermærket B & O PLAY, der hurtigt tiltrak nye forbrugergrupper og senere gradvist eliminerede dette til fælles brandet Bang og Olufsen. At indse, at forbrugeradfærd kan være nøglen til bedre salg og øget omsætning. Bang & Olufsen påpeger klart i årsrapporten, at dette er et af deres fokusområder.

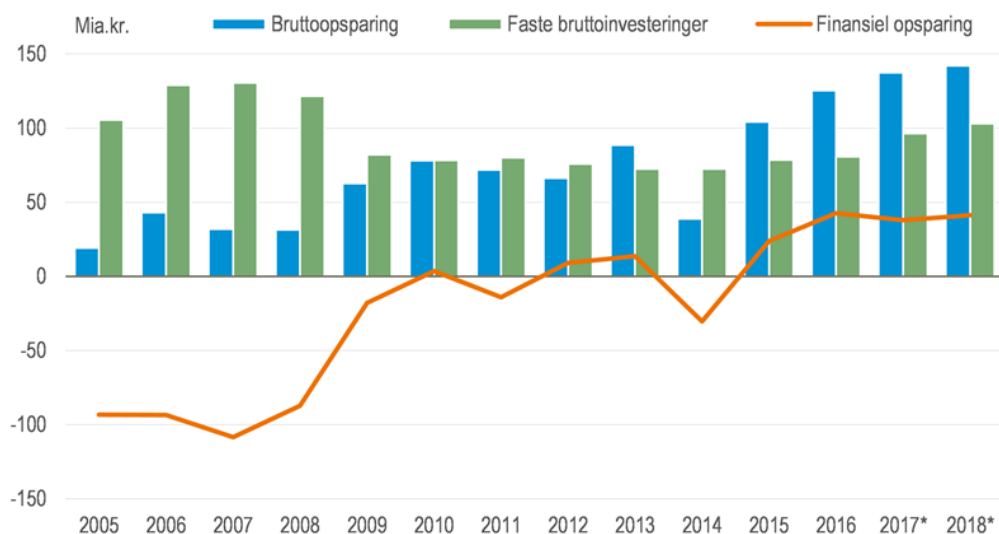
Da hovedkvarteret og kernen for B&O er beliggende i Struer i Vestjylland, er det vanskeligt at tiltrække kvalificerede arbejdstagere fra længere videregående uddannelser i København, Aarhus, Odense og Aalborg. Kernekompetence er at udvikle komplekse produkter, så det skal have arbejdskraft fra videregående uddannelser og tiltrække nogle af de bedste studerende. Efter at have besluttet at flytte salgs- og marketingaktiviteter til København, har udfordringen med at tiltrække arbejdskraft efter endt uddannelse allerede vist resultater.

I betragtning af den manglende mobilitet blandt dem, der netop er uddannet og / eller kvalificeret i branchen, kan det nu være vanskeligt at tiltrække dygtige ingeniører. Dette er meget vigtigt for B&O, og på grund af den generelle mangel på danske ingeniører¹² vil dette helt sikkert udgøre en risiko for B & O.

Finanskrisen i 2008 har forårsaget en ændret forbrugsadfærd som har ført til negative indkomstændringer, som forårsager at forbrugerne sparer mere op end nogensinde. Grafen herunder fra Danmarks Statistik viser at bruttoopsparingen (blå søjle) er på sit højeste niveau nogensinde. Grafen er for husholdningerne i Danmark og dermed kan det ikke forklare alle forbrugere i verden. Det danske marked fylder ca. 10% af B&O samlede omsætning.

¹² <https://www.dtu.dk/nyheder/2018/01/manglen-paa-ingenioerer-er-fortsat-alarmerende?id=539287a1-8a70-4f2c-ba06-92d389a59f14>

Husholdningernes faste bruttoinvesteringer samt brutto- og finansiel opsparing



6.1.4 Teknologiske forhold

I elektronikbranchen er den æra, vi er i, i dag, særligt præget af teknologi, og dermed også forventning til denne. Der er næsten ingen grænse for, hvad forbrugere kræver af deres nyindkøbte produkter - de skal i det mindste gøre deres daglige liv bedre og / eller lettere. Hvis derfor nye produkter ikke inkluderer nye teknologier, finder forbrugere ofte ikke det interessant at bruge penge på køb.

Teknologien er påvirket af den digitale revolution. Når du analyserer dette, er hovedbudskabet, at du ikke har tid til at vente. Hvis du ikke følger det nu, vil andre virksomheder overtage dine kunder.

Derfor vil det faktum, at forskning og udvikling er blevet kendetegnene for nutidens konkurrencen i industrien, ikke få mindre relevans i fremtiden. Derfor er det vigtigt, at B & O fortsat fokuserer på innovation og investering. I denne branche er dette forskellen mellem forretningsoverlevelse eller konkurs. Når det er sagt, at hvis B&O skal få succes blandt internationale konkurrenter, er dette en nøgelfaktor. Det er dog også dyrt at blive markedsførende inden for de seneste trends.

Når virksomheder forsker i nye teknologier, vil de støde på nogle faldgruber, f.eks. om at have foretaget forskning i et innovativt slutprodukt som aldrig bliver til noget. I denne proces kan de spildte midler være blevet ødelagt, og hvis dette ofte sker, kan det medføre kostbare tab for virksomheden. Derfor handler dette om konstant at opdatere dig selv, men uden fiaskoer undervejs, hvilket kan være svært i sig selv. Dernæst kan virksomheden aldrig være sikker på, om slutbrugeren vil finde det nye produkt lige så spændende som virksomheden selv.

Med hensyn til tidsforbrug fra opfindelsestrinnet til det endelige produkt er tid en vigtig faktor, f.eks. kan konkurrenter have lanceret lignende, men hurtigere produkter. Men tid er også kritisk for forældelsen af produkterne i sortimentet. Det er en skam at bruge en masse tid og penge på at udvikle produkter, der kun sælges på markedet i et år. På dette tidspunkt tjener udviklingsprocessen muligvis slet ikke penge. Derfor udgør hastigheden i den teknologiske udvikling en reel trussel mod B&O's fremtidige overlevelse.

Derudover er kvaliteten af det endelige produkt også kritisk. Produkter skal ikke kun indeholde den rigtige mængde teknologi, de skal også bruge ressourcer til at udvikle holdbare materialer, der ser godt ud. Derfor har forbrugere stillet enorme krav til producenterne i forhold til deres forventninger til produkter. Hvis disse krav ikke er opfyldt, er der ingen salg.

Dette fokus på teknologi kombineret med den hastighed, hvorpå nye produkter markedsføres, vil også påvirke forbrugernes tanker om, hvad der gør en god investering. De tror måske ikke længere på at foretage dyre investeringer i produkter af høj kvalitet, fordi kvalitet ikke kan klare produktets levetid. For B&O er dette en enorm udfordring, de skal ikke kun levere selve produktet, men også imødegå disse udfordringer.

Dette kan for eksempel give forbrugere et højt serviceniveau og videreudvikle eksisterende software til deres produkter. Sådanne softwareopdateringer kan forbedre kundeoplevelsen og kan opnås ved, at kunder blot kan downloade den. Resultatet skulle være, at deres produkter er mere attraktive for forbrugerne og derved styrke deres tillid til produktinvesteringer.

6.1.5 Miljømæssige forhold

De fleste menneskers adfærd og forbrugernes og politikernes bevidsthed om grøn energi og dens indvirkning på miljøet er i stigende grad bekymret. Dette stiller krav til B&O miljøbeskyttelsesarbejde. B&O nævner i deres årsrapport CSR som et vigtigt område i deres forretning.

B&O er forpligtet til at minimere den negative indvirkning på miljøet og klimaet, egen drift og dens forsyningskæde samt kontinuerligt at reducere miljøet fodaftryk af virksomhedens produkter over hele deres livscyklus.

Ressourceeffektivitet, tilgængelighed af tjenester og høje kvalitetsstandarder har været en integreret del af den daglige drift i årevis, og B&O er blevet bredt anerkendt fra et funktionelt, æstetisk og teknologisk perspektiv for at designe og skabe langvarige produkter. Det er dog ambition om at gøre endnu mere ved skabe mere bæredygtige produkter og forbedre brugeroplevelsen. Det her vil omfatte udforskning af brugen af mere genanvendte materialer, forbedret indkøb, bedre emballering og introduktion af flere cirkulære principper i designet af produkter.

B&O arbejder for at reducere CO2-emissioner eller dens operationer ved at styre dets energiforbrug og miljøpåvirkning i overensstemmelse med ISO 14001 standard.

Det opnåede certifikat er en international standard, hvilket indikerer, at B&O ønsker at overholde miljølovgivningen i det land, hvor det opererer. Disse certifikater afspejler, at virksomheden har opnået miljøcertificering i både interne og eksterne miljøer. Hvilket er et stærkt signal at sende til sine kunder, og konkurrenter.

B&O skal ikke mindske deres opmærksomhed på dette område og måske endda være mere opmærksomme på deres produkters bæredygtighed. Da det kan være afgørende for forbrugernes interesse for deres produkter.

6.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

Når en virksomhed udvikler et produkt, der er unikt for branchen, er det vigtigt for dem, at ingen og enhver kan efterligne produktet. Virksomheder kan beskytte deres opfindelser ved at få patenter. Denne beskyttelse betyder, at dens ejer kan forbyde andre at producere, sælge og importere teknologiske innovationer i lande, der er omfattet af patentet.

B&O har ikke mulighed for at ansøge om patenter som tv'er, men kan vælge at placere det på en del af det endelige produkt for at forbedre billedet eller lydkvaliteten. At opfinde noget lignende og opnå beskyttelsen af dette patent kan betyde, at konkurrenter kan opretholde en vis afstand på dette felt og forventes at medbringe en konkurrencefordel.

Når disse patenter ikke har nogen beskyttelse over landegrænser, opstår der problemer. I dette tilfælde kan kostbar forskning resultere i plagiering, eller omvendt kan de beskyjde nogen for at efterligne andre.

Den ene ting er at falde i denne form for patentfælde, og den anden ting er, hvis forbrugerne betragter produkter som kopier af andre produkter. Dette vil have en negativ indflydelse på brandets værdi, især når vi taler om avancerede produkter.

Derfor kan lovgivning på dette område være meget vigtig for B&O. Da de allerede er opmærksomme på dette forhold, kan de imidlertid forventes at blive beskyttet så meget som muligt, når de er inspireret af nye opfindelser.

6.1.7 PESTEL Delkonklusion.

Mange faktorer i PESTEL-modellen vist i det foregående afsnit påvirker eller vil påvirke B&O. Om disse faktorer vil påvirke alle deltagere i branchen, eller om det kun er B & O som vil blive påvirket, er afgørende. Selvfølgelig, hvis disse faktorer påvirker alle, kan dette være afgørende, men i dette tilfælde ikke kun de faktorer, der påvirker B&O, men også hele branchen. Hvis det skal eksistere, skal nogle grundlæggende vilkår overholdes i branchen.

Gennem PESTEL-analyse blev der undersøgt nogle af de vigtigste eksterne faktorer, der kan have indflydelse på B & O. Spørgsmålet er, hvilke er de mest kritiske i øjeblikket.

De meste relevante makroomgivelser som vil have den største effekt på B&O's i denne PESTEL-analyse er:

- Finanskrisen i 2008 har forårsaget en ændret forbrugsadfærd som har ført til negative indkomstændringer, som sparer mere op end nogensinde før. Hvis der opstår en ny krise, vil dette have en stor indflydelse på forbrugernes adfærd, især for avancerede B&O's produkter.
- Hastigheden i den teknologiske udvikling kræver større innovation. Forbrugernes forventninger stiger, mens troen på dyre investeringer er faldende.

Økonomiske, sociale, kulturelle og teknologiske faktorer er de største miljøfaktorer, der påvirker succesen med B&O's strategi. Fremskridt vil være relateret til deres strategiske syn og om de kan overleve.

For B&O handler det om at tilpasse sig disse forhold så meget som muligt, samtidig med at de overvåges for at forstå, om de fortsætter med at udvikle sig eller falde, og om nye udfordringer vil opstå i fremtiden.

6.2 Porters Five Forces

Porter Five Forces modellen skal hjælpe med at få en forståelse for hvilke brancheforhold der er gældende for B&O, samt hvilke forhold som har relevans for problemstillingen. Det vil også det afsnit, som skal hjælpe med at besvare underspørgsmålet "Hvad er det for nogle faktorer som driver B&O".

Der er i dette afsnit taget udgangspunkt i B&O's kerneprodukter TV og Radio som vil blive analyseret. Her afgrænses der ikke til et givent land eller region, da B&O betragtes som en international virksomhed og dermed er i konkurrence med alle konkurrerende produkterne der bliver solgt i hele verden indenfor TV og radio.

Porters Five Forces tager udgangspunkt i 5 faktorer som har en indflydelse på strukturen og styrkeforhold i en given branche som ses herunder.

- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Forbrugernes forhandlingsstyrke
- Truslen fra nye indtrængere
- Truslen fra substituerende produkter
- Rivalisering i branchen

6.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke tager udgangspunkt i hvor afhængige B&O er af deres leverandører. Leverandørerne har af forskellige grad forhold til om de er nøgleleverandører, systemleverandører, kapacitetsleverandører og standardleverandører. Nøgleleverandørerne har en særdeles høj forhandlingsstyrke idet de leverer specielt produceret halvfabrikat efter B&O's ønsker. Dermed kan det være svært for B&O at skifte eller etablere nye leverandøraftaler som kan give dem de samme eller bedre forhold, da den nye leverandør typisk skal udbygge eller ændre produktionslinjer som kan opfylde B&O's præferencer. De samme forhold vil også gælde for systemleverandørerne da de også leverer specielle produkter efter B&O's præferencer.

Ved standard og kapacitets leverandører som leverer standard produkter som nemt kan udskiftes hvis det kan findes billigere til samme kvalitet. Disse er typisk også mindre virksomheder som er mere afhængig af B&O's og dermed vurderes de at have en lav forhandlingsstyrke.

Generelt kan derfor konkluderes, at truslen fra leverandørerne er middel.

6.2.2 Forbrugernes forhandlingsstyrke

B&O opererer på et marked med meget små eller ingen konverteringsomkostninger, så det er umuligt at binde forbrugere til forbrugere af B&O-produkter.

Men i nogle tilfælde, hvis forbrugere bruger et sammenkoblet system produceret af B&O, vil omkostningerne til konvertering være høje, og kan ikke kun konverteres til et nyt system, men skal også konverteres sammen.

Der er mange leverandører på dette marked, der kan imødekomme den faktiske efterspørgsel, hvorfor forbrugere let kan skifte til andre leverandører, så forbrugerne har en høj forhandlingsstyrke. Da luksusvarer leveret af B&O hører til en lille del af markedet, har de en relativt lille markedsandel. Ser man på dette nichemarked, er der få udbydere, så det giver ikke forbrugerne en særlig høj forhandlingsstyrke.

Derudover har B&O stor forbrugerloyalitet, men denne loyalitet er mere almindelig i den ældre generation end den yngre generation, hvilket kan være skadeligt i fremtiden. Forhandlingsstyrken for store institutioner og hoteller kan være højere på grund af muligheden for at foretage store køb. Samtidig kan B&O få en stor mængde annonceringsværdi, hvis deres produkter repræsenteres i flere eksklusive hoteller.

Overordnet vil forbrugernes forhandlingsstyrke vurderet som middel.

6.2.3 Truslen fra nye indtrængere

B&O opererer i et differentieret oligopol, som indikerer, at der er få store udbydere på et heterogent marked, som betyder en høj adgangsbarriere, da der er høje etableringsomkostninger, både i forhold til produktionen og salg. Brand-værdien på B&O-niveau kræver en særlig og klar markedsføring, fordi B&O ikke kun er et brand, der hypes gennem større begivenheder, men også gennem dets liv og historie.

B&O skal fortsætte med at udvikle og fokusere på dette område for ikke at blive overgået af andre større leverandører. En udkonkurrering af B&O kræver en større indsats fra konkurrenter, da det vil kræve en seriøs innovations ændring.

Hvis det som udgangspunkt har et godt dækningsbidrag sammenlignet med høje priser, vil det være attraktivt for konkurrenterne at etablere deres egen appel på markedet, men ifølge den seneste årsrapport fra B & O er dette ikke tilfældet.

Truslen fra nye indtrængere vurderes som lav

6.2.4 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter er kombinationen af direkte og indirekte konkurrence. Direkte konkurrenter har set en voksende tendens i brugen af computere, bærbare computere, tablets, mobiltelefoner, projektorer og andre produkter, der kan se tv. Det skal dog nævnes, at disse produkter ikke kan eller ikke kan opfylde den samme kvalitet, billede og lyd specifikationer og krav som med f.eks. et B&O TV.

Derudover kan du også se mere og mere direkte valg af tv-pakker ved kun at bruge indirekte produkter såsom streamingtjenester.

B & O-produkter ses også som en del af indretningen af private boliger og har derfor intet at gøre med resten af direkte tv-tjenester, men giver signalværdien til forbrugerne i form af et malerier eller andre interiørprodukter / værdier.

Truslen fra substituerende produkter vurderes lav.

6.2.5 Rivalisering i branchen

I tv- og lydbranchen er der normalt høj konkurrence. I den fysiske ramme er der mange udbydere, der er målrettet mod det samme forbrugermarkedssegment.

Hvis der ses tv-delen, er der ingen stor konkurrence, fordi der er relativt få eksklusive tv-udbydere, og den største trussel kommer fra det tyske firma Loewe, som gik konkurs i 2019, hvilket er positiv for B&O.

Derfor betragtes konkurrence i branchen generelt som hård. På grund af valget af B & O's niche estimeres det imidlertid, at der er lav til middel rivalisering. B&O's on-the-go produktkategorier har derimod en stor rivalisering i markedet, da der er mange udbydere af lignende produkter.

6.3 Blue Ocean Strategi

Blue Ocean Strategi er en anden måde at se og evaluere virksomhedens strategiske position og muligheder. Traditionelle analyseværktøjer som PESTEL og Porters Five Forces bruges hovedsageligt til at vurdere virksomhedens potentiale og potentiale på eksisterende markeder og produkter, som Blue Ocean Strategi kalder det at være i Red Ocean.

Blue Ocean strategien handler om at være udkig efter og omforme virksomheden, så de i denne markedsfyldte situation ikke konkurrerer med andre konkurrenter med samme produkter. Under Red Ocean markedet handles der benhårdt på prisen og dermed skabes der kun vækst ved at tage markedsandele fra konkurrenterne. Med Blue Ocean skal du konstant finde nye måder at kommunikere og udvikle nye produkter, som konkurrenter endnu ikke har udviklet, så virksomheden har sit eget marked og dermed kan

sælge produkter til højere priser med henblik på at forhøje marginen. Som et resultat har kunderne lav forhandlingsstyrke, og virksomheden kan prissætte produkter i større grad, fordi de selv kan kontrollere udbuddet, så de kan styre teorien om udbud og efterspørgsel. Amerikanske Apple har udviklet sig i mange år. Med udviklingen af den første iPhone af smartphones og tablets er Apple kommet ind i et Blue Ocean, mens konkurrenterne er først dukket op efter lang tid. Dette giver virksomheden en klar fordel, hvilket også i høj grad bidrager til, at de 2018 var det første selskab i verden med en markedsværdi over 1 trillion dollar.

Selvom de ikke var de første til at udvikle og sælge tablets, og smartphones, lykkedes det Apple at ændre måden, hvorpå folk bruger elektroniske produkter rundt om i verden. Apple har været utrolig dygtige til at ændre de sociale og kulturelle forhold i forbindelse med brugen af teknologi. Indtil videre har et så højt niveau af ny udvikling og innovation bragt høje overskud til industrien og bragt en høj forventet fremtidig indtjeningsvurdering til industrien.

B & O har arbejdet hårdt på at udvikle nye produkter og finde nye markeder, hvorfor de delvis bruger Blue Ocean Strategi. Næsten alle større virksomheder, der sælger konkrete forbrugsvarer med et internationalt perspektiv, inkluderer Kina og BRIC-landene i deres fremtidige vækststrategier i deres budgetplaner. I denne sammenhæng kan der siges, at ved at investere i B & O, vil det vækstafkast, du får i Kina, ikke være højere end det, der opnås ved at investere i et andet firma.

B&O har tidligere forsøgt at operere i Blue Ocean markedet via deres Automotive forretning som udviklede skrædder syet lyd-systemer til blandt andet Audi, Mercedes og BMW. Denne forretningsben blev en stor succes hvilket resulterede i, at B&O valgte at sælge forretningsbenet til Harman International Industries for 1.17 mia. kr for at fokusere på kerneforretningen.

B&O har dermed været på nye markeder (B2B) hvor de har haft en lavere konkurrence, som f.eks. Automotive og ICEpower som begge er solgt for at fokusere yderligere på kerneforretningen. Det positive ved frasalget er at der skabes likviditet til videre udvikling af deres kerneforretning og endvidere formindskes omkostningerne. Mens det negative ved frasalgene er, at kerneforretning alene kan give udfordringer, da der er hårdt konkurrence på markedet, selvom B&O forsøger at differentiere sig vil deres produkter med høje priser have en negativ effekt, da teknologien ændres hurtigt og dermed bliver produkterne hurtigere forældet.

6.4 SWOT-analyse

SWOT-analyse er en situationsanalyse, der kan bruges til at beskrive, analysere og evaluere de interne og eksterne forhold i en virksomhed.

Sammenlign virksomhedens fordele med virksomhedens ulemper under interne forhold. Her blev virksomhedens tekniske, økonomiske og menneskelige ressourcer evalueret. Andre faktorer, såsom produkt, koncept, distribution, placering osv. kan også overvejes.

Under eksterne forhold vurderes muligheder og trusler i omverden. Her blev virksomhedens kunder, konkurrenter, leverandører, økonomiske og sociale forhold evalueret. Eksterne forhold er alle faktorer, der påvirker virksomheden, men virksomheden er ikke kan styre.

SWOT-analysen bruges her til formål at opsamle analyserne fra PESTEL, Poters Five forces og Blue Ocean strategi.

Styrker	Svagheder
• Stærkt brand • Know How • Unik design og kvalitet • Lydkvaliteten i produkterne er unik • Stærk distributionskæde og samarbejde med store brands.	• Konjunktur følsomme produkter • Skiftende ledelse • Manglende tiltrækning af nye kundesegmenter • Høje priser
Muligheder	Trusler
• Økonomisk vækst i BRIK lande • Mere brug af elektroniske produkter • Yderligere fokus på teknologi og design.	• Lovgivning som øger produktionsomkostninger • Demografisk udvikling • Valutakurser som påvirker negativt. • Faldende kundeloyalitet • Faldende afkast til aktionærer • Samsung og Sonos opprioriterer design

7. Regnskabsanalyse

7.1 – Reformulering af regnskaber

7.2 – Reformulering af balance

7.3 – Resultatopgørelse

7.4 – Rentabilitetsanalyse

7.5 – Delkonklusion



Formålet med regnskabsanalysen er at vurdere hvordan udviklingen i virksomheden har været de forudgående år, hvorimod de strategiske modeller som er udarbejdet i de tidligere afsnit ovenfor, giver en fremadrettet syn på virksomheden. Hvorfor en kombination af disse giver en samlet forståelse for virksomheden og dermed gøre i stand til at kunne lave en mere retvisende værdiansættelse af virksomheden fremadrettet.

7.1 Reformulering af regnskaber

En resultatopgørelse eller balance adskiller ikke tilstrækkeligt mellem værdiskabelse fra drift og finansiering og dermed er det nødvendigt at reformulere disse, så det bliver tydeligt om det er driften eller finansiering som er drivmotoren for værdiskabelsen. Når dette er fortaget, kan der laves en rentabilitetsanalyse af virksomheden.

7.2 Reformulering af Balance

Den officielle balance inddeler aktiver og forpligtelserne i henholdsvis kort og langfristede. Denne inddeling laves primært for at afdække kreditorernes information ved kreditværdighedsanalyse. Denne gruppering er dog ikke brugbar i forhold til at skelne mellem bidrag fra drift og finansiering. Derfor reformuleres balancen ved at opdele aktiv siden på henholdsvis *driftsaktiver* og *finansielle aktiver*, og passiv siden opdeles i *driftsforpligtelser*, *finansielle forpligtelser* og *egenkapital*, og desuden omgrupperes aktiv siden i balancen i henholdsvis *nettodriftsaktiver* og *nettofinansielle forpligtelser* i passiv siden, mens egenkapitalen flyttes til passiv siden.

Grundet manglende oplysning vedrørende driftslikviditet er der valgt at bruge 1% af omsætningen som driftslikviditet, hvilket er taget udgangspunkt i tommelfingerreglen mellem 0,5-2% af nettoomsætningen¹³.

¹³ Lærebog regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen 5. udgave side 207

Reformulering af balance (mio.DKK)	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Driftlikviditet	5	12	11	8	12
DA	1.970	1.765	1.768	2.044	2.251
DA inkl. driftslikviditeter	1.975	1.777	1.779	2.051	2.263
FA	-				
FA inkl. driftslikviditeter	487	1.143	1.068	781	1.186
Aktiver i alt	2.462	2.920	2.848	2.832	3.449
DF	960	1.041	1.082	916	1.118
FF	83	171	181	191	411
EK	1.419	1.709	1.586	1.725	1.921
Passiver i alt	2.462	2.921	2.849	2.832	3.450
NDA = (DA - DF)	1.015	736	697	1.135	1.145
NFF	(404)	(972)	(888)	(590)	(775)
<i>kontrol = EK = NDA - NFF</i>	<i>1.419</i>	<i>1.708</i>	<i>1.585</i>	<i>1.725</i>	<i>1.920</i>

Egen tilvirkning: Reformulering af balance¹⁴

7.3 Resultatopgørelse

Formålet med at reformulere resultatopgørelsen som nævnt kort i afsnittet reformulering af regnskaber bruges til at spore kilderne til virksomheden samlede overskud – totalindkomsten. Ved at opdele resultatopgørelsen i driftsoverskud og finansielle omkostninger, kan der beregnes nøgletal til en vurdering af rentabiliteten for virksomheden. Virksomhedens samlede overskud – totalindkomsten, indeholder udover resultatet fra resultatopgørelsen også poster som betegnes som *dirty-surplus accounting*¹⁵, for B&O drejer det sig om posterne:

- *Valutakursregulering af udenlandske enheder*
- *Dagsværdireguleringer af derivater*

Værdireguleringer af derivater om klassificeret i:

- *Omsætning*
- *Produktionsomkostninger*
- *Skat af anden totalindkomst*

Poster, der ikke vil blive omklassificeret efterfølgende til resultatopgørelsen:

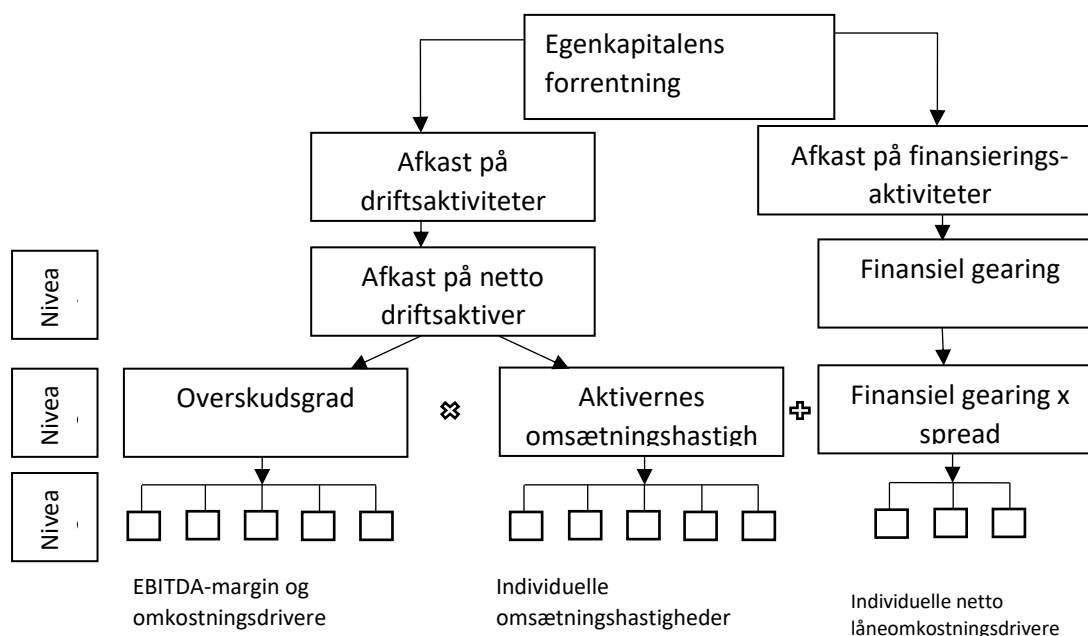
- *Aktuarmæssige gevinster / tab på ydelsesbaserede planer*
- *Skat af anden totalindkomst*

¹⁴ Egen tilvirkning

¹⁵ Figur 6. se bilag 2 for beregning

7.4 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalyse tilrettelægges på baggrund af egenkapitalens forrentning og dens underliggende finansielle med de driver som vist herunder:



Den venstre side af figuren viser driftsaktivitets værdidrivere med udgangspunkt i afkastet på nettodriftsaktiver ROIC. Mens højre side af figuren viser afkastet fra de finansielle værdidrivere. Strukturen inddeler værdidrivere i tre analyse niveauer hvor analyse på et lavere niveau er hægtet sammen med de overliggende analyseniveauer. Figuren er kendt som Dupont-pyramide.

I det følgende vil B&O historiske performance blive behandlet med udgangspunkt i de reformulerede resultatopgørelser og balancer for perioden 2014/15 til 2018/19. Rentabilitetsanalysen tilrettelægges på baggrund af egenkapitalforrentningen og dens underliggende værdidrivere. Egenkapitalforrentningen udtrykker ejernes afkast af deres investering i virksomheden og påvirkes af driften lånerenten og den finansielle gearing.

7.4.1 De-komponering af ROE

Niveau et er en analyse af selskabets egenkapitalforretning og hvad der driver udviklingen af denne. Afsnittet vil derfor nedbryde egenkapitalforrentningen i to de-komponenter, nemlig afkastningsgraden finansiell gearing.

Egenkapitalens forretning (ROE)

Egenkapitalens forrentning viser udviklingen i egenkapitalens værdi opnået i en periode som resultat af virksomhedens værdiskabende aktiviteter, i forhold til værdien af den kapital som ejerne har investeret i virksomheden i en tilsvarende periode. Det vil sige at egenkapitalens forrentning med andre ord viser hvor meget selskabet tjener i forhold til hver krone aktionærerne investerer. Egenkapitalens forrentning kan dekomponeres i tre dele afkastningsgraden, den finansielle gearing samt forskellen mellem afkastningsgraden og netto lånerenten.

Formlen for ROE kan dermed skrives som følgende:

$$ROE = ROIC + [FGEAR \times (ROIC - r)]$$

Herunder ses, udviklingen i for B&O egenkapitalens forretning de sidste fem år.

Rentabilitet	2018/2019 (gns. tal)	2017/2018 (gns. tal)	2016/2017 (gns. tal)	2015 / 2016 (gns. tal)	2014 (ulti. tal)
Egenkapitalforrentning (ROE)	0,96%	26,93%	-19,24%	-21,77%	-73,53%

ROE har udviklet sig positivt fra år 2014/15 til 2017/18 dog med negativt ROE de første 3 år af perioden. I år 2017/18 har de fået vendt den negative ROE til et positivt år på 26,92%, hvorefter ROE i 2018/19 falder til 0,96%. Som nævnt ovenfor kan udviklingen i egenkapitalens forrentning forklares ud fra udviklingen i afkastningsgraden og gearingen.

Afkastningsgraden (ROIC)

Afkastningsgraden ROIC er en vigtig værdidriver for driften og udtrykker afkastet forretningen på den investerede kapital i virksomhed. Afkastningsgraden har relation til forklaringen af udviklingen i egenkapitalens forrentning, men kan desuden også selv dekomponeres i to underliggende værdidrivere, nemlig overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Herunder ses udviklingen for ROIC de sidste fem år.

Formlen for ROIC kan dermed skrives som følgende:

$$ROIC = \frac{\text{Samlet driftoverskud}}{\text{gns. NDA}} + \frac{\text{Samlet driftoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} * \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}} \rightarrow$$

$$ROIC = \text{Overkudgrad} * \text{Aktivernes omsætningshastighed}$$

Rentabilitet - ROIC	2018/2019 (gns. tal)	2017/2018 (gns. tal)	2016/2017 (gns. tal)	2015 / 2016 (gns. tal)	2014 (ulti. tal)
Afkastet af den investerede kapital (ROIC)	1,82%	17,39%	-11,76%	-14,28%	-52,17%

Som det ses ovenfor, har ROIC udviklet sig positivt i perioden 2014 – 2016/2017, med alle år som negativt. I år 2017/2018 har B&O fået skabt en positiv ROIC på 17,39%, mens den har udviklet sig negativt til 1,82% i år 2018/2019, dog med et positivt afkast.

Finansiel gearing (FGEAR)

Finansiel gearing viser netto finansielle forpligtelser i forhold til virksomhedens egenkapital. Det er et nøgletal som viser hvordan virksomheden er gældsats, set i forhold til virksomhedens egenkapital.

Formlen for FGEAR kan skrives som følgende:

$$FGEAR = \frac{\text{Gns. Netto finansielle forpligtelser}}{\text{Gns. ordinær egenkapital}}$$

Herunder ses udviklingen for FGEAR de sidste fem år.

Rentabilitet - FGEAR	2018/2019 (gns. tal)	2017/2018 (gns. tal)	2016/2017 (gns. tal)	2015 / 2016 (gns. tal)	2014 (ulti. tal)
Finansiel gearing (FGEAR)	-44,00%	-56,44%	-44,62%	-37,43%	-40,34%

Den gennemsnitlige lånerente i procent r

r måler hvor meget de netto finansielle omkostninger udgør i forhold til de netto finansielle forpligtelser og kan beregnes med følgende formel:

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger}}{\text{Gns. netto finansielle forpligtelser}}$$

7.4.2 De-komponering af ROIC

Som tidligere nævnt kan ROIC dekomponeres henholdsvis i overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Overskudsgraden måler hvor meget overskud der bliver skabt for 1 krones salg fra virksomhedens driftsaktivitet, mens AOH måler hvor meget salget pr. 1 kr. investeret i netto driftsaktiver.

Samlet kan det siges, at jo højere OG og AOH er desto højere bliver ROIC. Derfor er en dekomponeres ROIC alfa og omega for at få indblik i, hvorfor ROIC har udviklet sig som den har.

Herunder ses hvordan udviklingen i B&O's overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed for de sidste 5 år.

ROIC	2018/2019 (gns. tal)	2017/2018 (gns. tal)	2016/2017 (gns. tal)	2015 / 2016 (gns. tal)	2014 (ulti. tal)
Afkastet af den investerede kapital (ROIC)	1,82%	17,39%	-11,76%	-14,28%	-52,17%
<i>Procent udvikling af ROIC</i>	-89,51%	247,93%	17,70%	72,62%	
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	3,242	4,586	3,224	2,310	2,058
<i>Procent udvikling af AOH</i>	-29,30%	42,24%	39,59%	12,23%	
Overskudsgraden (OG)	0,56%	3,79%	-3,65%	-6,18%	-25,35%
<i>Procent udvikling af OG</i>	-85,16%	204,00%	41,04%	75,60%	

Som det ses i tabellen ovenfor, har ROIC været stigende i periode fra 2014 til 2017/18 og faldet drastisk med hele 89,51% til 1,82%. Årsagen til udviklingen i ROIC kan findes ved at se på nøgletallene OG og AOH.

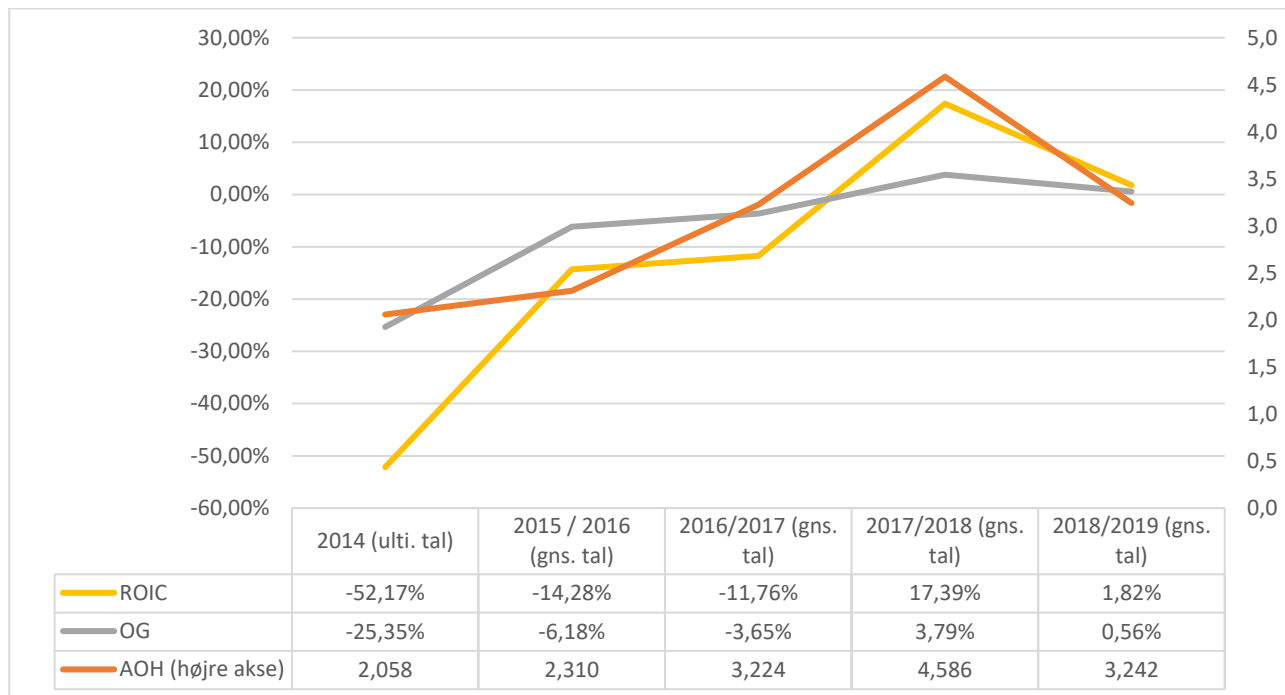
Udviklingen for AOH har i perioden nogenlunde været stabilt på ca. 2-4,5 i hele perioden, mens overskudsgraden har været stærkt negativt fra 2014 til mindre negativt i 2016/17, herefter stiger overskudsgraden i 2017/18 til 3,79%, hvilket er det højeste i perioden og faldende til 0,56% i 2018/19.

Der kan derfor generelt siges, at ROIC's dårlige performance primært skyldes en den negative overskudsgrad i perioden. B&O formår altså ikke skabe overskud fra virksomheden omsætning, når driftsomkostningerne er betalt. Dermed kan det også siges, at B&O driftsomkostninger har været alt for høje så de ikke har formået at skabe overskud.

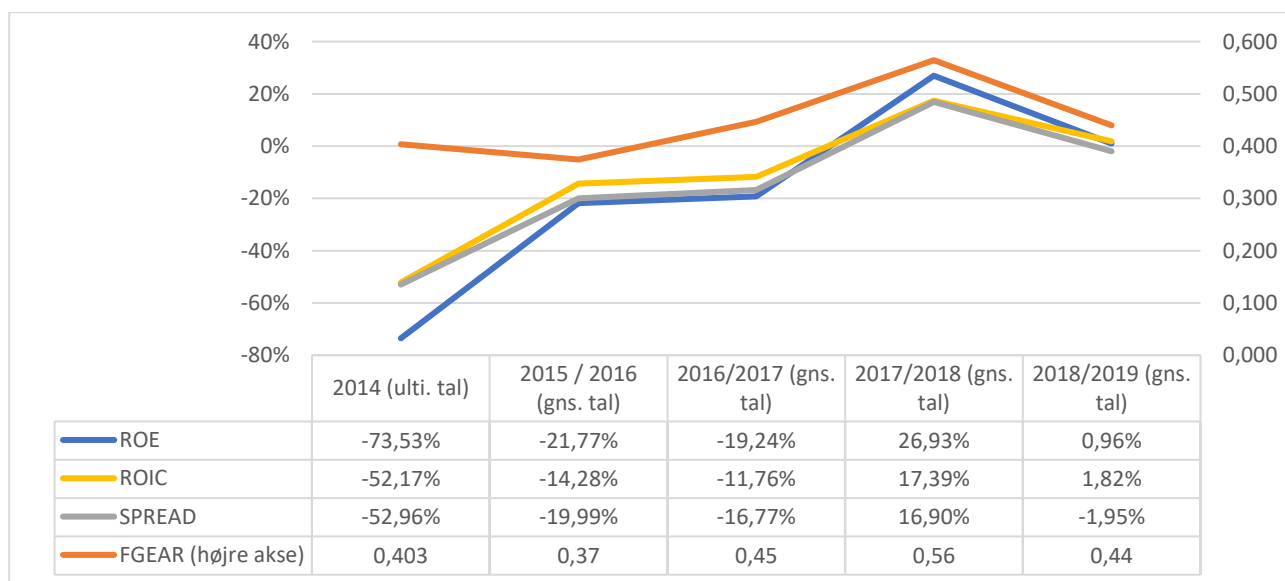
7.5 Delkonklusion

I analysen af egenkapitalens forrentning, er der foretaget en vurdering af de enkelte elementer i balancen og resultatopgørelsen med henblik på at kunne foretage de nødvendige reformuleringer, hvilket gøre regnskabsmaterialet anvendeligt til en rentabilitetsanalyse.

Rentabilitet analysen har givet et klart billede af B&O's udfordringer på at skabe overskud i perioden 2014-2018/19. De har kun et enkelt år i 2017/18 hvor de formår at skabe det højeste positive overskudsgrad på 3,79% og det højeste AOH på 4,58, hvilket giver det højeste ROIC i hele den 5-årige periode.



ROE's udvikling viser herunder tydeligt at år 2014 har været det værste år hvor alle faktorerne som ROIC, FGEAR og SPREAD har været meget negative og dermed bidraget negativt til ROE. Endvidere ses det at ROE's toppunkt i 2017/2018 i hele perioden kan tilskrives alle underliggende faktorer som alle bidrager positivt til ROE. Der er derfor ikke tale om at nogle faktorer trækker negativt, mens andre faktorer trækker positivt.



8. Budgettering

8.1 Budgettering af nettoomsætningen

8.2 Budgettering af AOH

8.3 Budgettering af EBIT-margin

8.4 Budgettering af effektiv skatteprocent

8.5 Budgettering af driftsoverskuddet

8.6 Sammenfatning af budgettering

I dette afsnit udarbejdes et budget som skal danne grundlag for værdiansættelsen af B&O. Budgettet udarbejdes som estimater baseret på de forudgående afsnit fra både den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Derudover vil B&O egne forventninger til fremtiden fra deres seneste regnskab også have indflydelse på estimaterne.

Budgetteringen er foretaget på koncernniveau som alle andre analyser også er baseret på.

Budgetperioden er valgt som en periode på 5 år, da vækstudsigterne for branchen er lav og B&O kun har en lav konkurrencefordel på kort sigt, da de befinder sig i en branche med høj grad af produkt og procesudvikling. Dette er valgt da Samsung, LG, Phillips og Sony har mulighed for at lave bedre design og kvalitetsprodukter i fremtiden, hvilket vil udjævne B&O's konkurrencefordel.

Efter budgetteringsperioden på 5 år vil der bruges en terminalværdi på 3% som indeholder realvæksten samt inflationen.

8.1 Budgettering af nettoomsætningen

For at vurdere B&O's fremtidige omsætningspotentiale, må udviklingen af koncernens nuværende fire forretningsområder vurderes ud fra følgende:

- Den historiske udvikling i nettoomsætningen
- B&O's forventninger
- Forventet udvikling af BNP i Europa, ASIA og US

Den historiske nettoomsætning ses nedenfor:

Regnskabsperiode (mio. DKK)	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Nettoomsætning	2.838,0	3.285,5	2.954,0	2.633,4	2.356,5
Ændring	-13,6%	11,22%	12,17%	11,75%	

Ovenfor ses at omsætningen for 2018/19 blev på 2.838 mio. hvilket var et fald på hele -13,62%, hvilket er meget højt. Årsagen til det store fald kan forklares ved mindre salg og færre produktlanceringer på alle markeder EMEA, Americas, Asia og Brand partnering & others er faldet i forhold til året før.

Nedenfor ses det samlede nettoomsætning pr. region, hvor det er tydeligt at alle regioner er faldet i 2018/19 forhold til året før. Den størst procentmæssige fald er regionen America, mens den højeste absolutte fald er EMEA på 278 mio.

Nettoomsætning pr. region mio. DKK	2018/19	2017/2018	ændring
EMEA	1459	1737	-16%
Americas	223	302	-26%
ASIA	927	1008	-8%
Brand partnering & other activities	229	238	-4%
Total	2838	3285	-13,61%

B&O forventer i 2019/20, at nettoomsætningen vil stige med encifret vækst¹⁶, og et EBIT-margin på over 2,1% samt udtrykker at de har et uudnyttet vækstpotentiale.

BNP¹⁷ forventningerne for EU, USA vil være moderat lave og dermed ikke have en stor effekt i B&O's nettoomsætningen, mens der i ASIA herunder Kina og Japan som de største markeder vil have en BNP vækst i gennemsnit på ca. 3%.

Sammenholdes forventningerne fra B&O med den historiske udvikling på nettoomsætning samt BNP udviklingen de kommende år estimeres nettoomsætningen med at stige ca. 5% over de næste 5 år også grundet det store fald i 2018/19.

8.2 Budgettering af AOH

Ved at budgettere kerne AOH beregnes netto driftsaktiverne ved følgende formel:

$$Kerne\ NDA = Salg_t * \frac{1}{AOH}$$

¹⁶ Årsregnskab 2018/19 side 6

¹⁷ <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>

1/AOH forventes at være stabil over hele perioden på 0,33 følge udviklingen som vist i tabellen ovenfor.

Estimatet på 0,33 er udregnet som gennemsnittet af AOH de seneste 5 år.

8.3 Budgettering af EBIT-margin

B&O har en forventning om, at EBIT-margin vil være over 2,1% i 2019/20, hvilket derfor estimeres til at være stabilt på 2,1% gennem hele perioden. Dermed kan driftsoverskuddet før skat beregnes med nedenstående formel.

$$EBIT_t = Salg_t * EBIT - margin$$

	Budgetperiode					
Regnskabsperiode (mio. DKK)	2019/2020E	2020/2021E	2021/2022E	2022/2023E	2024/2025E	Terminalår
Nettoomsætning	2979,90	3128,90	3285,34	3449,61	3622,09	3730,75
EBIT-margin	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%	2,10%
EBIT	62,58	65,71	68,99	72,44	76,06	78,35

Ovenfor ses at når nettoomsætningen stiger med 5% i budgetperioden med en stabil EBIT-margin på 2,1%, vil EBIT også stige med 5% over budgetperioden.

8.4 Budgettering af effektiv skatteprocent

Under reformulering af resultatopgørelsen er den effektive skatteprocent beregnet som:

$$Effektive\ selskabsskatteprocent = \frac{\text{skat af årets resultat}}{\text{resultat før skat}}$$

Under budgetperioden estimeres den effektive selskabsskatteprocent stabil som 22% gennem hele perioden.

8.5 Budgettering af driftsoverskuddet

For at komme fra driftsoverskuddet fra salg før skat til efter skat bruges nedenstående formel:

$$NOPAT_t = EBIT * (1 - effektiv\ skatteprocent)$$

Regnskabsperiode (mio. DKK)	2019/2020E	2020/2021E	2021/2022E	2022/2023E	2024/2025E	Terminalår
NOPAT	48,81	51,25	53,81	56,50	59,33	61,11

8.6 Sammenfatning af budgettering

Efter at have budgetteret Netto omsætningen, AOH, EBIT-margin, EBIT, den effektive selskabsskatteprocent og NOPAT, kan vi nu sammenfatte disse i en tabel der giver et overblik over udviklingen i budgetperioden samt terminalperioden, med henblik på at udarbejde en proforma-opgørelse der senere skal bruges i forbindelse med værdiansættelsen.

Udvikling i budget- og terminalperiode		Forecast					
		Budgetperiode					Terminalperiode
	2018/2019	2019/2020E	2020/2021E	2021/2022E	2022/2023E	2024/2025E	Terminalværdi
Nettoomsætning vækst %	2.838	5%	5%	5%	5%	5%	3%
EBIT		2%	2%	2%	2%	2%	2%
Effektiv skatteprocent		22%	22%	22%	22%	22%	22%
NOPAT		48,81	51,25	53,81	56,50	59,33	61,11
1/kerne AOH		0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33

Proforma opgørelse		Forecast					
		Budgetperiode					Terminalperiode
Regnskabsperiode (mio. DKK)	2018/2019	2019/2020E	2020/2021E	2021/2022E	2022/2023E	2024/2025E	Terminalværdi
Nettoomsætning	2.838	2979,9	3128,9	3285,3	3449,6	3622,1	3730,7

EBIT		62,6	65,7	69,0	72,4	76,1	78,3
Skat af driftsoverskud		13,8	14,5	15,2	15,9	16,7	17,2
NOPAT		48,8	51,3	53,8	56,5	59,3	61,1
Kerne NDA	1.970	2068,5	1853,4	1856,7	2145,7	2318,5	2356,5

9. Værdiansættelse

9.1 WACC

9.2 Ejernes afkastkrav

9.3 Lånerenten efter skat



I forrige afsnit blev budgetperioden estimeret til 5 år med baggrund i regnskabsanalysen med det formål at kunne værdiansætte B&O. DCF-modellen anvendes som værdiansættelses model som findes vha. følgende formel:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_t}{(1+WACC)^T}$$

Som det kan ses i formlen ovenfor, er det nødvendigt at beregne FCF samt en estimering af WACC før formelen kan anvendes.

FCF findes vha. følgende formel:

$$FCF = EBIT * (1 - t_c) + D - (\text{nettoinvestering} + D)$$

Modellen bruges til at beregne kapitalværdien af de fremtidige frie cash flow til ejere og långivere.

9.1 WACC

For at kunne lave en værdiansættelse af B&O, er det nødvendigt at vurdere hvad de gennemsnitlige kapitalomkostninger er, som viser hvad ejernes og fremmedkapitalens afkastkrav er, med henblik på at beregne om virksomheden skaber større værdi end afkastkravet.

WACC findes vha. følgende formel¹⁸.

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$$

Hvor

Wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdien af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdien af netto finansielle forpligtelser

V_0^{EV} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = lånerente efter skat

¹⁸ Formel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 5. udgave side 42

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger kan først estimeres, når de underliggende variabler er beregnet. Disse vil blive gennemgået herunder.

9.2 Ejernes afkastkrav

Egenkapitalværdien beregnes ved at tilbagediskontere de fremtidige Cash flow, som tilfalder ejerne, som svarer til ejernes afkastkrav r_e ved alternative investeringer med samme risiko. For at kunne beregne denne størrelse kan der med fordel benyttes CAPM¹⁹ modellen. Modellen bruger sammenhængen mellem afkastet på en given aktie med afkastet på hele aktiemarkedet (markedsporteføljen)

$$r_e = r_f + \beta * (E(r_m) - r_f)$$

Hvor

r_e = ejernes afkastkrav

R_f = risikofrie rente

β = beta (systematisk risiko)

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

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

9.2.1 Risikofri renten

Den risikofrie rente skal i teorien have den samme tidshorisont på hver af de pengestrømme, som skal tilbagediskonteres. I praksis vil det betyde, at der skulle bruges mange forskellige rente på nul kupon obligationer teorien anbefaler derfor at anvende den effektive rente for den toneangivende 10-årig statsobligation som estimat for den risikofrie rente.

Den risikofrie rente på Danmarks Statistik fremgår som **-0,3%**²⁰

9.2.2 Markedets risikopræmie

Markedsrisikopræmien er det tillæg investorerne kræver for at investere i aktier fremfor at investere i risikofri aktiver som statsobligationer. Denne kan findes ved forskellige metoder²¹ som:

- En række investorer spørges over hvad de skønner risikopræmien til og herefter tages en gennemsnit af de adspurgtes vurderinger som et estimat over risikopræmien. En undersøgelse fra 2016 viste, at investorerne anvender en markedsrisikopræmie på 5,3% på det danske marked.

¹⁹ Formel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 5. udgave side 38

²⁰ <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

²¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 5. udgave side 39

- Risikopræmien estimeres ud fra historiske data. Metoden er svag, da den valgte historiske data kan have stor indflydelse på estimatet. Desuden antages der, at den forventede risikopræmie er den samme som den historiske risikopræmie. De historiske risikopræmie for Danmark har været følgende²²:
 - 1970-1982: 2,1
 - 1983-2002: 7,2
 - 1970-2002: 5,2
- Den implicitte risikopræmie kan beregnes vha. residualindkomsten
- Den kan findes udregnet på Aswath Damodaran's excel ark²³. Her findes den risikofri rente på det danske aktiemarked til 5,2%
- Skats længere varende undersøgelse gennem en længere årrække og ligeledes nærværende er konsensus om en markedsrisikopræmie på mellem 4 % - 5 %, og dermed anbefaler som udgangspunkt en markedsrisikopræmie på 4,5%.²⁴

Der er valgt at bruge skats anbefaling på **4,5 %** som markedsrisikopræmien.

9.2.3 Beta (systematisk risiko)

Beta viser en akties systematiske risiko, set i forhold til markedsporteføljen. Den systematiske risiko kan forklares ved generelle markedsudsving og dermed ikke muligt at bortdiversificere ved køb af andre aktier. Beta skal ses som et risikomål i forhold markedet eller branchen og kan opdeles i 4 risikoniveauer i forhold til markedsporteføljen²⁵.

- Beta = 0 Risikofri investering
- $0 < \text{Beta} < 1$ Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
- Beta = 1 Risiko som markedsporteføljen
- Beta > 1 Investering med større risiko end markedsporteføljen

Betaværdier kan estimeres ved at anvende en simpel regression model som aktiens afkast som den afhængige variabel og afkastet på indekset som den uafhængige variable. Denne metode er ofte den mest brugte model til estimering af beta for en given aktie. Dog er problemet ved denne fremgangsmåde, at der bruges historiske afkast af både aktien og indekset, der nødvendigvis ikke er anvendeligt ved estimering af det fremtidig Sam variation. Denne metode kan heller ej ikke bruges på ikke noterede virksomheder, idet der

²² http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2003/02/2003_KVO1_ris73.pdf side 8

²³ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

²⁴ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219&chk=216301>

²⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 5. udgave side 40

ikke findes historiske afkast. Derfor foretrækker mange praktikere at bruge en common sense-metode, hvor virksomheden vurderes ud fra kvalitative parametre som både er driftsmæssige og finansielle risici, som efterfølgende konverteres til et beta-estimat. En 3. model for estimering af beta er, at beta estimeres ud fra nogle fundamentale faktorer. Dette kan gøres ved at estimere historiske betaværdier med fundamentale karakteristika som gearing, nettoomsætningsvæksten mv. på tværs af virksomheder i markedet eller branchen. De estimerede koefficienter anvendes herefter til at forudsige betaværdien for en given virksomhed, når der forekommer nye ændringer til de fundamentale karakteristika.

Betaværdien for B&O er estimeret til 1,93²⁶, hvilket er en risikoprofil der næsten dobbelt så højt som markedsporteføljen som har en beta på 1.

Hermed er alle faktorer på ejernes afkastkrav estimeret og dermed kan beregnes som følgende:

$$r_e = -0,3\% + 1,93 * 4,5\% = 8,39\%$$

9.3 Lånerenten efter skat

Lånerenten efter skat er den rente som virksomhederne kan låne til. De finansielle institutioner som låner penge ud til virksomhederne, kræver forskellige afkastkrav og dermed tilrettelægger lånerenten med mere eller mindre risikotillæg afhængig af hvilken virksomhed som låner. Den selskabsspecifikke risikotillæg bliver bestemt af virksomhedens kredit rating som viser hvor solid eller svag en virksomhed er. En AAA-virksomhed vil have et lille eller ingen tillæg, mens BB-virksomhed vil have noget større tillæg, da kreditinstitutterne vil have en yderligere kompensation til den øgede risiko.

Lånerenten kan estimeres med vha. følgende formel.²⁷

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

Hvor

$r_g =$ lånterente

$r_f =$ risikofri rente

$r_s =$ selskabsspecifikt risikotillæg

$t_s =$ selskabsskatteprocent

²⁶ Beta: <https://www.reuters.com/companies/BO.CO/key-metrics>

²⁷ Formel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 5. udgave side 43

Den risikofri rente er tidligere blevet estimeret til -0,3%, selskabsskatteprocenten er 22%, og herved mangles kun den virksomhedsspecifikke risikotillæg. Denne kan findes ved at se på virksomheden historiske procentuelle renteomkostninger og dermed beregne lånerenten. Alternativt kan den estimeres fra estimater som kredit rating bureauer som foretager for virksomhederne.

Oplysningerne om en eventuel kredit rating eller selskabsspecifikt risikotillæg er ikke tilgængelig, og dermed et internt forhold som er mellem långivere og B&O. Derfor estimeres risikotillægget ved at anvende B&O's historiske gennemsnitlige procentuelle renteomkostninger som nedenfor.

	2018/2019	2017/18
Realkreditinstitutter	69	161
Øvrige langfristede forpligtelser	11	1
Realkreditinstitutter	3	9
Gæld i alt	83	171
Gns. Rentebærende forpligtelser	127	
Finansielle omkost i alt	15	3
Gns. Rente omkostninger	9,1	
Procentuel renteomkostning	7,15%	

7,15% afspejler en høj rente i en tid hvor renten er så lav. Derfor må der antages at B&O's kredit rating er lav sat af kreditinstitutterne og dermed kræver en høj risikotillæg. Den risikofri rente på -0,3% skal fratrækkes lånerenten på 7,15% da den indeholder den og dermed kan beregnes som:

$$7,5\% + (-0,3\%) = 6,85\%$$

Lånerenten kan hermed beregnes som:

$$r_g = (-0,3\% + 6,85\%)(1 - 22\%) = 5,11\%$$

WACC kan endeligt beregnes eftersom alle de underliggende parametre er estimeret.

Sammenfatning af de fundne estimater:

$$Wacc = vægtede\ gennemsnitlige\ kapitalomkostninger$$

$$V_0^E = 1.006,5\ mio$$

$$V_0^{NFF} = 404 \text{ mio}$$

$$V_0^{EV} = 1.006,5 + 404 = 1.410,5 \quad (V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF})$$

$$r_e = 8,39 \%$$

$$r_g = 5,11\%$$

$$\frac{1.006,5}{1.410} * 8,39\% + \frac{404}{1.410} * 5,11\% = 7,45\%$$

Markedsværdien af egenkapitalen på 1.006,5 mio. findes ved at gange udestående aktier **43.197.478²⁸** med lukke kursen pr. 01-04-2020 på **23,30**.

På baggrund af de ovenstående beregninger samt estimater som er fundet, er der nu muligt at lave selve værdiansættelsen af B&O.

DCF							
	2018/2019	2019/2020E	2020/2021E	2021/2022E	2022/2023E	2024/2025E	T-værdi
DO		62,58	65,71	68,99	72,44	76,06	78,35
NDA	993,30	1.042,97	1.095,11	1.149,87	1.207,36	1.243,58	1.263,95
FCFF = DO - delta-NDA		12,91	13,56	14,24	14,95	39,84	57,98
Diskonteringsfaktor		1,075	1,155	1,241	1,333	1,432	1,539
PV FCFF		12,02	11,74	11,48	11,21	27,82	
PV FCFF t.o.m 2025		74,27					
Terminalværdi							922,21
PV Terminalværdi		599,2					
Enterprise Value		673,5					
NFF		404,0					
Egenkapitalværdi		269,5					
Værdi pr. aktie		6,239					

²⁸ <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=CSE3202>

Som det fremgår i ovenstående værdiansættelse, så kommer DCF modellen frem til en aktie-værdi på 6,2 DKK pr. 01-04-2020, hvilket er betydelig lavere end lukke kursen samme dag på 23,30. Modellen har tydeligvis estimeret værdien af aktien meget lavere end markedet og dermed nok ramt forkert. Det kan der være gode grunde til. I de forudgående afsnit må der have været estimeret en til flere faktorer forkert, da en da en sådan stor forskel ikke bør finde sted.

10. Følsomhedsanalyse



I en budgettering og værdiansættelse vil der af naturlige årsager være indbygget usikkerhed på de estimerede faktorer som senere bruges i blandt andet WACC og vækstraten som bestemmer den endelige værdi af B&O. Derfor vil der i dette afsnit være nogle scenarier som viser hvad markedsværdien vil blive, hvis WACC falder eller stiger med -2/+2, hvor udgangspunktet er WACC på 7,45%

Ændring	WACC	Aktiekurs
-2,00%	5,45%	17,67
-1,75%	5,70%	15,32
-1,50%	5,95%	13,37
-1,25%	6,20%	11,72
-1,00%	6,45%	10,31
-0,75%	6,70%	9
-0,50%	6,95%	8
-0,25%	7,20%	7,07
0	7,45%	6,239
0,25%	7,700%	5,487
0,50%	7,950%	4,81
0,75%	8,200%	4,198
1,00%	8,450%	3,64
1,25%	8,700%	3,13
1,50%	8,950%	2,6
1,75%	9,200%	2,2
2,00%	9,450%	1,83

Følsomhedsanalysen på wacc.

Tabellen viser, at ved forskellige WACC værdier +/- 2 omkring udgangspunktet på 6,2 vil ved WACC +2 have en værdi på 1,83 og ved -2 have en kursværdi på 17,6. Scenarie udspillet herunder viser et klart billede af, at ved små ændringer på +/- 2 ændrer aktiekursen sig markant. Den store forskel kan forklares ved at når WACC stiger så betyder det at tilbagediskonteringsrenten stiger, hvilket naturligvis betyder at de fremtidige beløb bliver forringet når de bliver tilbage diskonteret til år nul, og omvendt kan det siges når WACC falder.

På samme måde kan der opstilles scenarier for, hvad der sker f.eks., sker med aktiekursen ved ændring af beta, markedsrisikopræmien, selskabsspecifikt risikotillæg, omsætningsvæksten i nettoomsætningen mv. alle disse faktorer bestemmer i sidste ende hvad værdien for selskaber bliver, derfor er der utrolig mange indbyggede usikkerheder i værdiansættelser.

11. Konklusion

Hovedformålet med projektet er at give nyttige oplysninger til nuværende og potentielle investorer i B&O. Baseret på offentlig information, hovedsageligt årsrapporter og artikler, foretog jeg en strategisk analyse af ikke-økonomiske værdidrivere og en regnskabsanalyse af regnskaberne for de sidste 5 år.

Disse analyser blev brugt til at opstille reformulering af balancen og resultatopgørelsen med henblik på at lave en rentabilitetsanalyse af B&O, som blev brugt til at opstille et budget af forskellige nøgletal til værdiansættelse af B&O.

Rentabilitetsanalysen viste, ved nedbrydningen af ROE og ROIC i har givet et klart billede af B&O's udfordringer på at skabe overskud i perioden 2014-2018/19. De har kun et enkelt år i 2017/18 hvor de formår at skabe højt positive overskudsgrad på 3,79% og det højeste AOH på 4,58, hvilket giver det højeste ROIC i hele den 5-årige periode. 2014 har været det værste år hvor alle faktorerne som ROIC, FGEAR og SPREAD har været meget negative og dermed bidraget negativt til ROE, mens 2017/2018 har været det bedst i hele perioden som kan tilskrives alle underliggende faktorer som alle bidrager positivt til ROE.

For at kunne komme med en endelig performance analyse af B&O er der nødvendigt til at foretage en benchmarking analyse, hvilket vil kræve et stort arbejde i at fremskaffe konkurrenternes årsregnskaber og ligeledes reformulere disse i samme 5-årige periode, for endeligt at lave en rentabilitetsanalyse for at kunne sammenligne hvordan de har performet i forhold til B&O.

I budget perioden blev valgt som en 5-årige periode hvor væksten i nettoomsætningen var på 5% hvert år i perioden, mens den var 3% i terminalperioden. Herefter blev der foretaget en proforma opgørelse som indeholdte de nye budget værdier for den 5-årige periode. Disse blev senere brugt i værdiansættelsen via DCF-modellen som kom frem til en værdi pr. 01-04-2020 **på 6,2 kr. pr. aktie**, samme dag havde B&O aktien en lukkekurs på 23,30. Dette indikerer at aktien er overvurderet i marked og set i forhold til en nuværende investor vil anbefalingen derfor være "Sælg", mens anbefalingen til de for potentiale investor være at hold, altså vente med at købe, da den er prissat for højt.

Mange faktorer er undervejs blevet estimeret med henblik på at værdiansættelsen og dermed er markedsværdien forbundet med en række usikkerheder. Derfor blev der afslutningsvis lavet en scenarieanalyse på WACC der blev brugt i DCF-modellen. Scenarie analysens formål var at vise hvad markedsværdien bliver når WACC ændres. Denne viste, at ved en WACC ændring på +200 basispoint blev **17,67 kr. pr. aktie**, mens en WACC ændring på -200 basispoint blev **1,83 kr. pr aktie**. Jeg synes personligt, at den bedste scenarie hvor aktiekursen er 17,67 lyder noget mere retvisende som den aktuelle aktiekurs pr. 01-04-2020.

11.1 Efterfølgende begivenheder.

B&O nedjusterer forventningerne til 2019/2020 grundet den igangværende pandemi som kommer til at sætte dybe aftryk på B&O's finanser. Den administrerende direktør Kristian Teär siger nedenstående:

" Vi må konstatere, at vores arbejde er blevet overhalet af den globale situation, hvor vi nu har en pandemi, som rammer rigtig mange mennesker, virksomheder og samfundet. Vi bliver selvfølgelig som rigtig mange andre også påvirket af det, og det gælder både i forhold til foranstaltninger og forbrugeradfærd"

B & O forventer nu, at omsætningen vil falde med 20% til 29%. Tidligere forventedes det at falde med 13% til 18%. På samme tid blev guidance sænket til driftsresultatet (indtjening før renter og skatter) fra forventede

negative 4% til 9%. Nu falder det til minus 10% og 15%. Derudover forventes den frie Cash Flow nu at være negativ med 20-350 mio. Tidligere 100-150 millioner DKK.²⁹

12. Litteraturliste

12.1 Bøger

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang 5. udgave (2017) af Ole Sørensen

Finansiell rapportering – teori og regulering 4. udgave (2017) af Jens O. Elling

12.2 Årsrapporter

Bang og Olufsen – Årsrapport 2014/2015

Bang og Olufsen – Årsrapport 2015/2016

Bang og Olufsen – Årsrapport 2016/2017

Bang og Olufsen – Årsrapport 2017/2018

Bang og Olufsen – Årsrapport 2018/2019

Bang og Olufsen – Kvaltal 1,2 og 3 2019/2020

12.3 Hjemmesider

<https://www.bang-olufsen.com/da>

<https://www.flickr.com/>

<https://borsen.dk/>

<https://finans.dk/>

<https://danmarkshistorien.dk/>

<https://reuters.com>

²⁹ <https://finans.dk/erhverv/ECE12008104/botopchef-efter-nedjustering-vores-arbejde-er-blevet-overhalet-af-den-globale-situation/?ctxref=ext>

13. Bilag



13.1 Finansiell information

Finansiell information

Morningstar faktaark [↗](#)

Årsregnskab (kDKK)

	2019	2018	2017	2016
Omsætning	2.838.000	3.285.500	2.954.000	2.633.400
Omkostninger	1.461.000	1.941.300	1.827.900	1.681.500
Bruttoresultat	1.377.000	1.344.200	1.126.100	951.900
Driftsomkostninger	1.318.000	1.222.200	1.255.100	1.154.200
Driftsresultat	59.000	122.000	-129.000	-202.300
Resultat før skat	33.000	117.500	-166.000	-241.600
Resultat efter skat	19.000	81.500	-116.500	-207.700

Balance (kDKK)

	2019	2018	2017	2016
Anlægsaktiver	683.000	755.900	901.000	921.000
Omsætningsaktiver	1.779.000	2.164.900	1.946.500	1.910.800
Egenkapital	1.419.000	1.709.500	1.586.100	1.724.900
Langfristet gæld	157.000	295.900	348.700	388.600
Kortfristet gæld	886.000	915.400	912.600	718.300
Gældsgrad (%)	2,92	5,82	6,3	6,69

Cash flow-analyse (kDKK)

	2019	2018	2017	2016
Cash flow fra driften	-131.000	247.700	352.300	-5.000
Cash Flow fra investeringer	-141.000	-163.000	-45.000	-181.600
Cash flow fra finansieringer	-391.000	-9.200	-16.500	-222.800

B&O Finansiell information³⁰

³⁰ <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099927-bang-olufsen-holding>

13.2 Sammenlægning af resultat og totalindkomst opgørelse

Sammenlægning af resultat- og totalindkomst opgørelse (mio.DKK)	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Nettoomsætning	2.838,0	3.285,5	2.954,0	2.633,4	2.356,5
Produktionsomkostninger	-1.461,0	-1.941,3	-1.827,9	-1.681,5	-1.776,2
Udviklingsomkostninger	-321,0	-400,9	-408,9	-314,8	-448,5
Salgs- og distributionsomkostninger	-875,0	-734,5	-778,2	-740,3	-861,7
Administrationsomkostninger	-146,0	-104,3	-107,7	-104,3	-77,1
Andre operationsomkostninger	24,0	17,5	39,7	5,2	0,0
Resultat før finansielle poster	59,0	122,0	-129,0	-202,3	-807,0
Resultat efter skat af kapitalandele	0,0	0,0	0,0	-0,4	10,5
Netto Finansielle omkostninger	-33,0	-17,9	-39,4	-40,5	-30,9
Netto Finansielle indtægter	7,0	13,3	2,4	1,6	24,8
Resultat før skat	33,0	117,4	-166,0	-241,6	-802,6
Skat af årets resultat	-14,0	-36,0	49,4	43,8	195,4
Årets resultat	19,0	81,4	-116,6	-207,7	57,1
Anden totalindkomst efter skat (relateres til driften)	-18,0	40,0	-17,1	3,1	5,3
Totalindkomst	1,0	121,4	-133,7	-204,6	62,4

13.3 Reformulering af resultatopgørelsen (mio DKK)

Reformulering af resultatopgørelsen (mio DKK)	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Resultat før finansielle poster	59	122	-129	-202	-807
Resultat efter skat af kapitalandele	0	0	0	0	11
Anden totalindkomst efter skat (dirty surplus)	-18	40	-17	3	5
Samlede driftsresultat (DO) før skat	41	162	-146	-200	-791
Skat af driften	-25	-37	38	37	194
Driftsresultatet efter skat (DO).	16	125	-108	-163	-597
Netto finansielle omkostninger	-26	-5	-37	-39	-6
Skatteværdien (skatteskjold)	11	1	11	7	1
Netto finansielle omkostninger efter skat	-15	-3	-26	-32	-5
Totalindkomsten	1	121	-134	-195	-602
<i>Den effektive selskabsskatteprocent</i>	<i>42,42%</i>	<i>30,66%</i>	<i>29,76%</i>	<i>18,13%</i>	<i>24,35%</i>

13.4 Anden Total indkomst

Anden total indkomst	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Valutakursregulering af udenlandske enheder	4	-2	-2,3	-3,5	12,1
Dagsværdireguleringer af derivater	-94	94	-28,9	1,9	-8,8
Værdireguleringer af derivater omklassificeret i:					
- Omsætning	-5	13	2,9	6,3	-8,2
- Produktionsomkostninger	69	-54	6,3	-0,5	12,4
Skat af anden totalindkomst	7	-12	4,4	-1,7	1,1
Poster, der ikke vil blive omklassificeret efterfølgende til resultatopgørelsen:					
- Aktuarmæssige gevinster / tab på ydelsesbaserede planer	1	1	0,7	0,8	-4,2
- Skat af anden totalindkomst	0	0	-0,2	-0,2	0,9
Årets anden totalindkomst fratrullet skat	-18	40	-17,1	3,1	5,3

13.5 Sammendrag af reformuleringen

Sammendrag af reformuleringen (mio. DKK)	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
udvikling pct. i nettoomsætning	-13,62%	11,22%	12,17%	11,75%	
Nettoomsætning	2.838	3.286	2.954	2.633	2.357
Driftsoverskud efter skat (DO)	16	125	-108	-163	-597
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFO)	-26	-5	-37	-39	-6
Totalindkomst (TI)	1	121	-134	-195	-602
Netto driftsaktiver (NDA)	1.015	736	697	1.135	1.145
Netto finansielleforpligtelser (NFF)	404	972	888	590	775
Egenkapital (EK)	1.419	1.709	1.586	1.725	1.921

13.6 Udvikling af ROE

Udvikling af ROE	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Totalindkomst (TI) udvikling	-99,2%	-190,8%	-31,3%	-67,7%	
Egenkapital (EK)	-17,0%	7,7%	-8,0%	-10,2%	

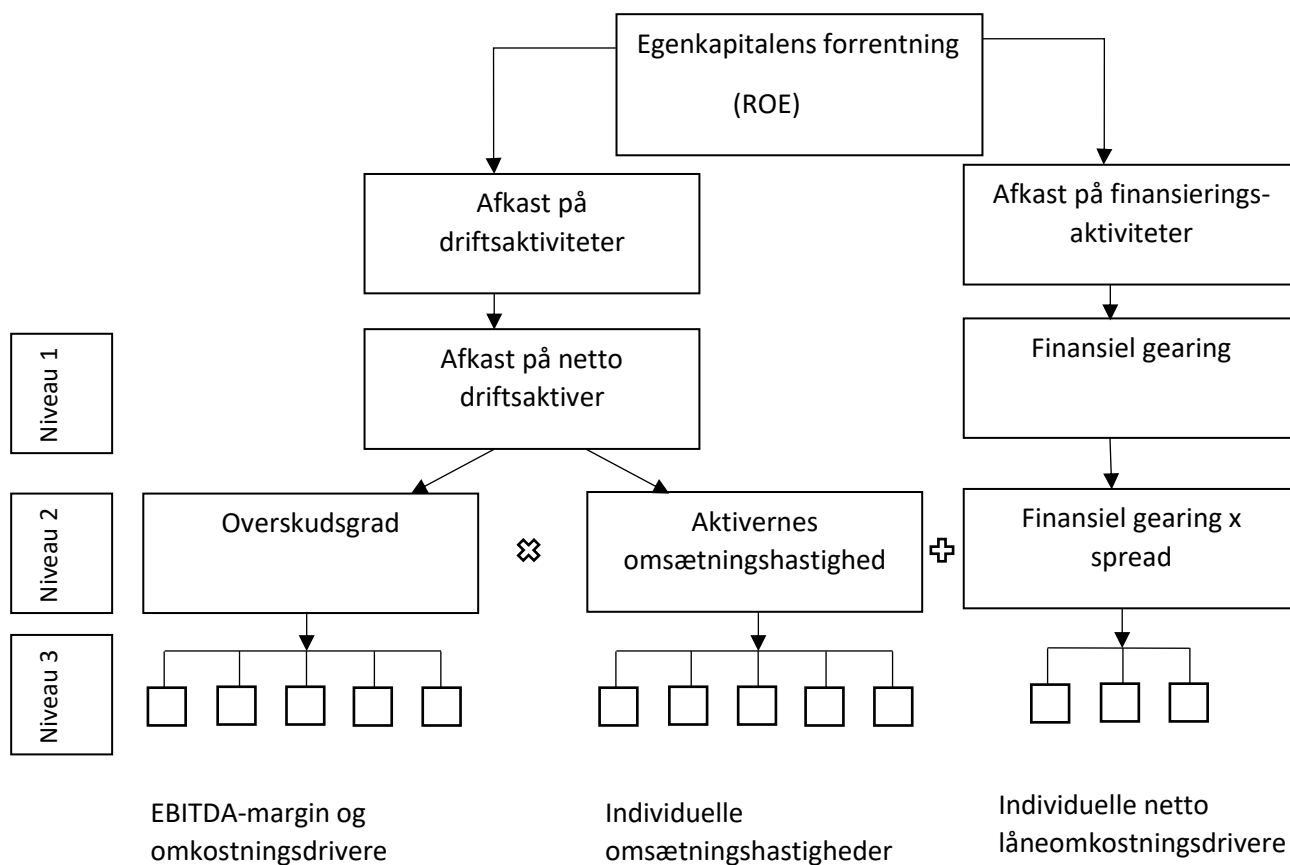
13.7 Udvikling af nøgletal

FGEAR	2018/2019	2017/2018	2016/2017	2015/2016	2014/2015
Finansiel gearing (FGEAR)	0,440	0,56	0,45	0,37	0,40
Procent udvikling af FGEAR	-22,04%	26,48%	19,19%	-7,20%	
Netto finansielleforpligtelser (NFF)	404	972	888	590	775
Procent udvikling af NFF	-58,43%	9,54%	50,45%	-23,87%	
Egenkapital (EK)	1.419	1.709	1.586	1.725	1.921
Procent udvikling af EK	-16,97%	7,74%	-8,04%	-10,21%	

ROIC	2018/2019 (gns. tal)	2017/2018 (gns. tal)	2016/2017 (gns. tal)	2015 / 2016 (gns. tal)	2014 (ulti. tal)
Afkastet af den investerede kapital (ROIC)	0,018	0,17	-0,12	-0,14	-0,52
Procent udvikling af ROIC	-89,51%	247,93%	17,70%	72,62%	
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	3	5	3	2	2
Procent udvikling af AOH	-29,30%	42,24%	39,59%	12,23%	
Overskudsgraden (OG)	0	0	-0	-0	-0
Procent udvikling af OG	-85,16%	204,00%	41,04%	75,60%	

SPREAD	2018 (gns. tal)	2017 (gns. tal)	2016 (gns. tal)	2015 (gns. tal)	2014 (ulti. tal)
Afkastet af den investerede kapital (ROIC)	0,018	0,17	-0,12	-0,14	-1,04
Procent udvikling af ROIC	-89,51%	-247,93%	-17,70%	-86,31%	
Lånerenten "r"	3,8%	0,5%	5,0%	5,7%	1,6%
Procent udvikling af r	663,76%	-90,12%	-12,13%	262,07%	
SPREAD	-1,95%	16,90%	-16,77%	-19,99%	-105,91%
Procent udvikling af Spread	-111,56%	-200,78%	-16,11%	-81,13%	

13.8 DuPont Pyramide



13.9 10-årig rente fra Danmarks Statistik

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid

	2020M03
10 årig statsobligation	-0,30

13.10 Billeder af B&O fra Danmarkshistorien.dk



Svend Olufsen – Peter Bang



Første værksted (Svend Olufsens hjem)
Herregården Quistrup



Hovedbygning - 1929



Eliminatoren – første opfindelse



Beolit – 1939



Beolab 5000 – 1967

Fra Danmarkshistorien.dk³¹

³¹ <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/bang-olufsen-b-o-1925-2011/>

13.11 Company Fact Sheet – Morningstar



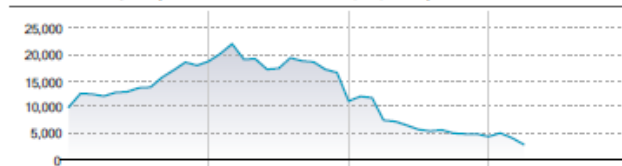
Report as of 30 Apr 2020

Company Fact Sheet

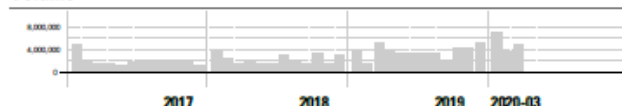
Bang & Olufsen A/S BO (DK0010218429)



Growth of 10,000 (Total return DKK since 31/12/2016)



Volume



Yearly Performance % (DKK)

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-03
-32.1	-21.2	128.5	-3.0	86.9	-40.5	-60.6	-33.77

Trailing Returns % (DKK)

29/04/2020

1 Week	1 Month	3 Months	6 Months	YTD	1 Year	3 Years	5 Years
9.1	4.7	-47.9	-45.5	-37.4	-62.1	-40.1	-17.6

Financials (DKK)

Years	5 Yr Trend	2017	2018	2019
Revenue (Mil)		2,954	3,286	2,838
Gross Operating Profit (Mil)		1,126	1,344	1,377
Operating Income (Mil)		-129	122	59
Operating Margin %		-4.4	3.7	2.1
EBIT (Mil)		-155	128	66
Income before income taxes (Mil)		-166	118	33
Net Income (Mil)		-117	82	19
Operating Cash Flow (Mil)		352	248	-131
Free Cash Flow (Mil)		111	81	-285
Basic Earn. Per Share		-2.70	1.90	0.50
Dividend Per Share		0.00	0.00	0.00

Profitability and Valuation (DKK)

Years	5 Yr Trend	2017	2018	2019
Return on Assets %		-4.1	2.8	0.7
Return on Equity %		-7.0	4.9	1.2
Return on Invested Capital %		-5.9	4.8	2.3
Price / Earnings		-59.9	28.7	-17.5
Price / Sales		2.1	1.2	0.5
Price / Book		4.2	2.2	1.1

Company Profile

Bang & Olufsen A/S designs, develops and markets audio and video products including music systems, loudspeakers, television sets and multimedia products through two segments Bang & Olufsen and B&O PLAY. Bang & Olufsen represents the core business and sells through Bang & Olufsen's B1 stores. B&O PLAY products are sold through the traditional Bang & Olufsen distribution channels and third party distribution and e-commerce. The company has presence in Europe, North America, BRIC and rest of the world.

Key Stats

Website	http://www.bang-olufsen.com
Headquarter country	Denmark
Employees	919
Market Cap (at close 29/04/2020)	DKK894.27Mil
Morningstar Sector	Technology
Morningstar Industry	Consumer Electronics
Stock Style	Small-Value
Fiscal Year Ends	May

Board of Directors and Management

Chairman	Ole Andersen
President and Chief Executive Officer	Henrik Clausen
Chief Financial Officer	Anders Aakær Jensen

Source: Annual Report, Fiscal Year 2018

Dividends (DKK)

Ex Date	Payment	Type	Currency	Amount
29/09/2008	01/10/2008	Cash	DKK	1.47
01/10/2007	04/10/2007	Cash	DKK	9.81
29/09/2006	04/10/2006	Cash	DKK	7.85
29/09/2005	04/10/2005	Cash	DKK	5.89
30/09/2004	05/10/2004	Cash	DKK	3.43

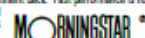
If data are missing or you find incorrect information in the Fact Sheet, please send an email to: support.nordics@morningstar.com

Please find the FAQ and Methodology at: www.nasdaqomxnordic.com/fact-sheet

Nasdaq Disclaimer:
Nasdaq makes no representations or warranties with respect to the information and disclaims all liability for any use made of the contents of this document. All information is provided "as is" without warranty of any kind. Nasdaq assumes no responsibility for any errors or omissions. This information is provided for informational purposes only.

Morningstar Disclaimer:
© 2020 Morningstar. All Rights Reserved. The information, data, analysis and opinions ("information") contained herein (1) includes the proprietary information of Morningstar and Morningstar's third party licensors; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorised; (3) do not constitute investment advice; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) may be drawn from fund data published on various dates.

Nasdaq & Morningstar Disclaimer:
Assume no liability for the accuracy of the information provided and make no warranties, express or implied that the information is error free, timely, accurate or contains no omissions. This document does not contain legal advice, nor does it contain investment advice and should not be relied upon for these purposes. Investing in securities involves risks. We are not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to the information or its use. Securities can increase and decrease in value and there is no guarantee that you will get your investment back. Past performance is no guarantee of future returns. Advice from a securities professional is strongly advised before taking or refraining from taking any action as a result of the contents of this document.



Bang & Olufsen A/S, BO, (DK0010218429)

Last Price DKK 21.24

Compound Annual Growth Rates(DKK)

	1Y	3Y	5Y	10Y
Revenue %	-13.62	2.53	-0.18	0.17
Operating Income %	-51.64	-	89.73	-
Earnings/Share %	-	-	-	-
Dividend Yield %	-	-	-	-
Net Income %	-76.69	-	-	-
Free Cash Flow %	-	-	-	-
Stock Total Return %	-62.14	-40.12	-17.56	-10.24

Profitability Analysis(DKK)

	Current	3 Yr Avg	5 Yr Avg	10 Yr Avg
Return on Equity %	-40.48	-0.29	-1.81	-1.65
Return on Assets %	-22.15	-0.19	-1.08	-0.96
Return on Invested Capital %	-35.06	0.40	-1.00	-0.77
Fixed Asset Turnover	6.56	16.50	13.77	9.86
Inventory Turnover	2.60	4.32	3.84	3.34
Gross Margin %	43.39	42.52	37.67	39.02
Operating Margin %	-11.99	0.48	-8.10	-4.22
Net Margin %	-22.00	-0.26	-1.25	-1.08
F. Cash Flow/Rev %	-	-	-	-

Financial Position(DKK, Mil)

	2018	2019
Cash and cash equivalents	1,155	492
Inventory	352	596
Accounts receivable	510	566
Current Assets	2,165	1,779
Net PP&E	184	167
Intangibles	268	228
Total Assets	2,921	2,462
Accounts Payable	517	710
Current Debt	9	3
Current Liabilities	915	886
Long Term Debt (Mil)	161	69
Total Liabilities	-	-
Total Equity (Mil)	1,710	1,419

Quarterly Results(DKK)

	Q2	Q3	Q4	Q1
Revenue Mil	618	419	-	613
Most Recent	830	601	-	710
Prior Year	-	-	-	-
Revenue Growth %	Q2	Q3	Q4	Q1
Most Recent	-12.96	-32.20	-	-2.23
Prior Year	-4.08	-27.54	-	-21.89
Earnings Per Share	Q2	Q3	Q4	Q1
Most Recent	-1.40	-2.60	-	-6.70
Prior Year	1.20	-0.10	-	0.40

Options & Futures

Instrument	Yes/No
Options	No
Forwards	No
Futures	No

For more information and prices go to:

www.nasdaqomxnordic.com/optionsandfutures

Market Cap

DKK 894.30Mil

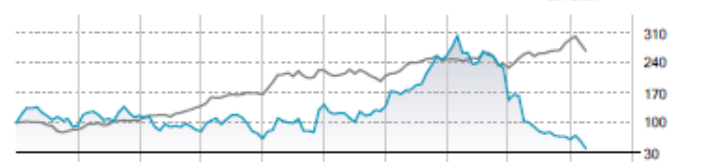
Morningstar Sector

Technology

Morningstar Industry

Consumer Electronics

Index

NASDAQ OMX Copenhagen
GR DKK


2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020-03	(DKK)
-6.9	25.0	-32.1	-21.2	128.5	-3.0	86.9	-40.5	-60.6	-33.77	Equity
-16.3	26.6	30.6	19.8	34.0	-5.7	18.4	-7.9	28.8	-8.78	Index
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	Dividend Yield %
1.955	2.651	1.799	1.559	3.562	3.454	6.455	3.724	1.429		Market Cap (DKK, Mil)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Financials (DKK)
Revenue (Mil)	2,867	3,008	2,814	2,864	2,357	2,633	2,954	3,286	2,838	Revenue (Mil)
Gross Margin %	40.3	40.4	38.9	42.8	24.6	36.1	38.1	40.9	48.5	Gross Margin %
Operating Income (Mil)	60	122	-188	2	-807	-202	-129	122	59	Operating Income (Mil)
Operating Margin %	2.1	4.1	-6.7	0.1	-34.2	-7.7	-4.4	3.7	2.1	Operating Margin %
EBITDA (Mil)	307	386	140	337	-355	18	173	404	256	EBITDA (Mil)
Net Income (Mil)	28	73	-160	-29	57	-208	-117	82	19	Net Income (Mil)
Basic Earn. Per Share	0.70	2.00	-4.30	-0.70	1.30	-4.80	-2.70	1.90	0.50	Basic Earn. Per Share
Dividend Per Share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Dividend Per Share
Avg. Diluted Shares Outstanding (Mil)	36	36	37	39	43	43	43	43	41	Avg. Diluted Shares Outstanding (Mil)
Operating Cash Flow (Mil)	320	225	127	184	55	-5	352	248	-131	Operating Cash Flow (Mil)
Capital Expenditure (Mil)	-350	-417	-347	-393	-292	-212	-242	-167	-154	Capital Expenditure (Mil)
Free Cash Flow (Mil)	-30	-192	-221	-209	-237	-217	111	81	-285	Free Cash Flow (Mil)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Profitability
Return on Assets %	1.0	2.7	-5.7	-1.0	1.8	-6.6	-4.1	2.8	0.7	Return on Assets %
Return on Equity %	1.8	4.6	-9.8	-1.8	3.2	-11.4	-7.0	4.9	1.2	Return on Equity %
Net Margin %	0.9	2.4	-5.7	-1.0	2.4	-7.9	-3.9	2.5	0.7	Net Margin %
Asset Turnover	1.1	1.1	1.0	1.0	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	Asset Turnover
Financial Leverage	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7	Financial Leverage

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Financial Health (DKK)
Working Capital (Mil)	521	507	449	455	1,277	1,193	1,034	1,250	893	Working Capital (Mil)
Long Term Debt (Mil)	220	213	206	198	191	181	170	161	69	Long Term Debt (Mil)
Total Equity (Mil)	1,538	1,626	1,641	1,604	1,921	1,725	1,586	1,710	1,419	Total Equity (Mil)
Debt/Equity	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	Debt/Equity

Valuation Analysis

	Current	3 Yr Avg	5 Yr Avg	10 Yr Avg
Price/Earnings	-	-	-	8.79
Forward Price/Earnings	-	-	-	-
Price/Free Cash Flow	-	-	-	-
Dividend Yield %	-	-	-	-
Price/Book	0.92	2.51	2.31	1.77
Price/Sales	0.33	1.27	1.31	1.00

Sector Peers by Market CapDKK

	Mkt Cap (Mil)	P/E	ROE%
Solar A/S	1,668	25.3	4.0
RTX A/S	1,577	21.7	22.6
Columbus A/S	965	45.5	3.2
Bang & Olufsen A/S	894	-	-40.5
Konsolidator AS	615	-	-38.0
Agilic A/S	169	-	-
Scape Technologies AS	158	-	-140.5

Nasdaq Disclosure:
Nasdaq makes no representations or warranties with respect to the information and discloses all liability for any use made of the contents of this document. All information is provided "as is" without warranty of any kind. Nasdaq assumes no responsibility for any errors or omissions. This information is provided for informational purposes only.

Morningstar Disclosure:
© 2020 Morningstar. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions ("information") contained herein: (1) includes the proprietary information of Morningstar and Morningstar's third party licensors; (2) may not be copied or redistributed, except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) may be drawn from fund data published on various dates.

Nasdaq & Morningstar Disclosure:
Assume no liability for the accuracy of the information provided and a make no warranties, express or implied that the information is error free, timely, accurate or contains no omissions. This document does not contain legal advice, nor does it contain investment advice and should not be relied upon for these purposes. Investing in securities involves risks. We are not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to the information or its use. Securities can increase and decrease in value and there is no guarantee that you will get your investment back. Past performance is no guarantee of future returns. Advice from a securities professional is strongly advised. Before taking or refraining from taking any action as a result of the contents of this document.

