

Værdiansættelse af Bang og Olufsen



HD 2. del studiet i Regnskab og Økonomistyring

Aalborg Universitet

8. semester 2016

Opgaveløsere:

Emil Kusk, studienr. 20126704

René Kiil, studienr. 20126691

Vejleder:

Per Vestergaard Andersen

Antal anslag 219.361 / 2400 = 91,4 normalsider

Indholdsfortegnelse

1 English summary	1
2 Problem og teori.....	3
2.1 Indledning.....	3
2.2 Problemformulering.....	5
2.2.1 Underspørgsmål	5
2.3 Rapport struktur.....	6
2.4 Afgræsning.....	6
2.5 Metodeovervejelser	8
2.5.1 Strategisk analyse.....	9
2.5.2 Regnskabsanalyse	11
2.5.3 Budgettering	11
2.5.4 Værdiansættelse	11
2.6 Teori- og kildekritik.....	12
2.6.1 Kritik af modeller	12
2.6.2 Kritik af kilder	14
3 Analyse	16
3.1 Virksomhedsbeskrivelse	16
3.2 Strategisk analyse.....	20
3.2.1 Ekstern analyse	20
3.2.1.1 PESTEL-analyse.....	20
3.2.1.2 Porters Five Forces	36
3.2.2 Interne forhold.....	46
3.2.2.1 Værdikæde analyse.....	46
3.2.2.2 Konkurrence- vækststrategi	60
3.2.2.3 SWOT-analyse.....	67
3.3 Regnskabsanalyse	72
3.3.1 Vurdering af regnskabsmateriale.....	72
3.3.2 Reformuleringer	75
3.3.3 Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst.....	79
3.4 Budgettering og værdiansættelse	93

3.4.1 Budget- og terminalperiode	93
3.4.2 Budgettering af nøgletal	96
3.4.3 Værdiansættelse efter DCF-modellen	103
4. Konklusion	113
5. Perspektivering	116
6. Litteraturliste	117
7. Bilag	121
Bilag 1 – Officiel resultatopgørelser	121
Bilag 2 – Officiel balance	122
Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse	124
Bilag 4 – Reformuleret balancer	125
Bilag 5 – Nøgletal	126
Bilag 6 – Værdiansættelsesberegning	127
Bilag 7 – Beregning af ejernes afkastkrav (WACC)	130

1 English summary

This report is based on the Danish company Bang & Olufsen and it deals with valuation of the Company, including market value of the Company's listed shares.

In this report, valuation is performed based on a strategic and accounting analysis which forms the basis for strategic and financial value drivers, which are applied in the budgeting phase. Based on budgeting, the value of shares is computed based on the Discounted Cash Flow model.

The strategic analysis is prepared by applying five analytical models of which the PESTEL analysis and Porters Five Forces treat Bang & Olufsen's external conditions. Bang & Olufsen's internal conditions are analysed by using the value chain analysis as well as competition and growth strategies. The strategic analysis is concluded with a SWOT analysis which summarizes the most important conclusions of the four applied analytical models.

The SWOT model shows that Bang & Olufsen has constructed a strong and well-known brand and the Company manufactures exclusive quality products in an elegant design within television and sound. Moreover, the model shows that Bang & Olufsen has staged the second phase of "Leaner, Faster, Stronger" which is to improve Bang & Olufsen's possibilities of profitable growth. This is to take place by further developing "sound as our hero" as well as to continue creating unique Bang & Olufsen store experiences. Bang & Olufsen will once more make television the Company's growth engine. Furthermore, an increasing number of product launches is to take place by speeding up product development as well as production in order always to be able to meet the technological development on the market. Bang & Olufsen also expects increasing sales in BRIC-countries, in particular including China. Chinese private consumption still increases and Bang & Olufsen has a serious growth potential on the Chinese market.

The financial analysis is prepared based on redrafted balances and income statements regarding the last five financial years for Bang & Olufsen. The analysis showed that Bang & Olufsen during the financial years 2012/13 and 2013/14 experienced negative financial development due to declining revenues as well as B&O did not manage to adjust the Company's expenses. Moreover, the analysis shows that Bang & Olufsen in the last financial

year, 2014/15, managed to improve its adaptability of expenses to the lower revenues – this is reflected in a positive development in key figures. The analysis also showed that Bang & Olufsen has low financial gearing and high self-financing via a large shareholders' equity.

The budgeting and the following computation of value of shares shows a computed market value of DKK 24,92 per share. Compared with the factual market value on 29 February 2016, the computed value of shares is DKK 44,58 lower than the market's perception of the value of shares. This indicates that the market overestimates the share and in theory, there is another view regarding the future series of payments than indicted in the budgeting.

Subsequently, the report illustrates the difference between the computed and the factual market value as well as which reasons may be and typically are the basis for the deviation between the theoretical valuation and the factual market value. The report assesses that the primary reason for the difference in market value is the individual views, assumptions and assessments performed by analysts in relation to the valuation. These are all matters with great influence on valuation, which is clarified further through sensitivity analysis.

2 Problem og teori

2.1 Indledning

Siden den verdensomspændte finanskrisen har det danske aktiemarked været præget af usikkerhed og nervøsitet fra aktieinvestorerne side for at tabe penge.

Finanskrisen vidste, at handel på det danske aktiemarked er med stor risiko. Flere af de største danske virksomheder kom under pres, hvilket forplantede sig i resten af aktiemarkedet. Krisen viste, at aktiehandel i Danmark er forbundet med stor risiko, da en af de største virksomheder i Danmark reelt kan påvirke aktieudviklingen på hele markedet.

Siden det blev muligt at foretage aktiehandel på internettet er handel med aktier eksploderet. Den stigende aktiehandel har naturligt medført, at en stor del af den danske befolkning interesserer sig for værdien af de børsnoterede virksomheder. Derudover har virksomhedernes nuværende ejere og eventuelle nye investorer også en stor interesse i hvad virksomhedernes reelle værdi samt hvor stor en risiko der er forbundet med en eventuel investering i den enkelte virksomhed.

Der findes et stort udbud af værdiansættelsesmodeller, hvilket naturligt har medført flere diskussioner om hvilken model der bør foretrækkes til at estimere en virksomheds værdi. De mest anvendte modeller er kapitalværdibaserende værdiansættelsesmodeller, hvor det oftest er DCF-modellen der er valgt i praksis¹. Hovedparten af aktieanalytikere og professionelle investorer verden over er enige om, at de økonomiske principper, teorier og tanker DCF-modellen er baseret på er de grundlæggende styringsfaktor for aktiekursdannelsen på aktiebørser².

Der vil altid blive sat spørgsmålstegn omkring aktiekurser, derfor synes det interessant at værdiansætte en aktiekurs med udgangspunkt i DCF-modellen. Det opnåede resultat for aktieværdien ud fra den udarbejdede analyse og beregning vil blive sammenholdt med den aktuelle aktieværdi på fondsbørsen. Sammenholdelsen vil enten bekræfte eller afkræfte DCF-modellens teori samt det udførte arbejde i samme forbindelse.

¹ http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html

² Køb og salg af virksomheder, Per Vestergaard Andersen, 1. udgave, 2. oplag, Jurist- og Økonomforbundet

Valget af aktie og virksomhed er faldet på Bang & Olufsen Holding A/S (herefter kaldet B&O). B&O er en virksomhed som i en årrække har ledt efter den rette strategi for at tilpasse virksomheden nutidens marked og tendenser samt sikre virksomhedens eksistens i fremtiden. B&O-aktien har inden for en 5 årig periode haft væsentlig udsving, hvorfor det synes interessant, at undersøge om markedsværdien på B&O-aktien er retvisende i forhold til virksomhedens reelle værdi ud fra en analyse og værdiansættelse af B&O med udgangspunkt i DCF-modellen.

2.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i forhold og antagelser i forgående afsnit er følgende problemformulering udarbejdet:

Er markedsværdien på Bang & Olufsen aktier den 29. februar 2016 retvisende i forhold til virksomhedens reelle værdi?

2.2.1 Underspørgsmål

Følgende underspørgsmål er udarbejdet med det formål at kunne besvarer problemformulering. Svarene på underspørgsmålene skal fremhæve resultaterne i analysen og bidrage til den samlede konklusion på problemformuleringen. Hvert af følgende underspørgsmål kan henføres til de efterfølgende udarbejdede analyser, beregninger samt den endelig værdiansættelse af B&O.

1. Strategisk analyse

- a. Hvilken strategisk position har Bang & Olufsen, herunder hvilke eksterne og interne faktorer der påvirker virksomheden?
- b. Hvilke kernekompetencer har Bang & Olufsen, herunder hvilke faktorer der skaber konkurrencemæssige fordele og værdi for virksomheden?
- c. Hvilken konkurrence- og vækststrategi anvender Bang & Olufsen?

2. Regnskabsanalyse

- a. Hvordan har virksomhedens økonomiske situation udviklet sig med udgangspunkt i offentlig tilgængelige årsrapporter?

3. Budgettering

- a. Hvordan påvirkes den fremtidige budgettering med udgangspunkt i valuedrivere defineret i den strategiske og regnskabsmæssige analyse?
- b. Hvilke forudsætninger, antagelser, skøn og vurderinger synes væsentlige i budgetteringsfasen?

4. Værdiansættelse

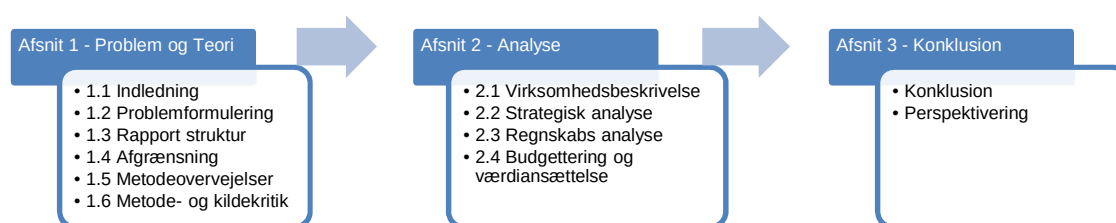
- a. Hvad er markedsværdien på Bang & Olufsen aktier ud fra DCF-modellen?

5. Følsomhedsanalyse

Hvor stor en følsomhed er der på størrelsen af ejernes afkastkrav (WACC)?

2.3 Rapport struktur

Rapporten er opbygget efter strukturen illustreret i figur 1 nedenfor. Rapporten er inddelt i 3 afsnit, hvor afsnit 1 består af indledning, problemformulering samt metode- og teori overvejelser. Afsnit 2 vil være rapportens rygrad og vil bestå af en strategisk analyse, en regnskabsanalyse og afsluttende budgettering og værdiansættelsesberegning. Som opfølgning på rapportens indhold og resultater vil sidste afsnit bestå af perspektivering og konklusion med kommenteringer af rapportens endelige resultat.



Figur 1 – Rapport struktur, egen tilvirkning

Ydermere vil rapporten indeholde litteraturliste og diverse bilag, disse afsnit vurderes ikke at være en del af rapportens egentlige formål, hvorfor de ikke er fremgået af rapportens struktur illustreret i figur 1.

2.4 Afgrænsning

Rapportens omfang er begrænset, derfor er efterfølgende afsnit udarbejdet for at definere rapportens overordnede rammer.

Rapporten omhandler analyse og værdiansættelse af en børsnoteret virksomhed, hvor der løbende i skriveperioden vil blive offentliggjort nyt materiale og viden, som kan have betydning for rapportens indhold og konklusion.

Med udgangspunkt i ovenstående har vi valgt, at afgrænse rapporten for oplysninger udgivet efter den 29. februar 2016.

PESTEL-analysen

PESTEL-analysen er en omfattende analyse, der har til formål at beskrive forholdene i virksomhedens omverden. Rapporten vil derfor tage udgangspunkt i fokusområder, der vurderes relevante for værdiansættelsen af B&O. Afgrænsningen synes nødvendigt, da rapportens ellers vil blive for omfattende i forhold til Aalborg Universitets krav om formalia til rapportens omfang. Afgrænsning til vurderet fokuspunkter er også gældende for de øvrige modeller i den strategiske analyse.

Ydermere afgrænses der fra lovgivningsmæssige forhold i PESTEL-analysen, idet de lovgivningsmæssige forhold ikke har den store relevans for B&O's omverden i forbindelse med udarbejdelse af værdiansættelsen.

Regnskabsanalyse

Det vil udelukkende være med udgangspunkt i historiske offentlige årsrapporter for B&O i perioden 2010/11 til 2014/15 at regnskabsanalysen vil blive udarbejdet, dette betyder samtidig at der afgrænses for offentliggjorte kvartalsregnskaber i skriveperioden.

Endvidere afgrænses der for inddragelse og sammenligning med konkurrerende virksomheder, idet det ikke vurderes relevant i forhold til rapportens formål.

Budgettering

Omfanget af budgetteringsfasen formindskes markant, idet der afgrænses fra linje-til-linje budgettering, og kun foretages budgettering for de tal, som er nødvendige i forhold til værdiansættelsen.

Hvis en linje-til-linje budgettering skal være brugbar og retvisende kræver det stor indersider kendskab og viden til virksomheden. Et kendskab og en viden som vi ikke er i besiddelse af, hvorfor en sådan budgettering ikke er mulig. Ydermere vurderes det, at en sådan budgettering ikke vil forbedre vores resultat af budgetteringsfasen væsentligt på grund af de manglende forudsætninger og det manglende indersider kendskab til udarbejdelsen.

Værdiansættelse

Afsnittet afgrænses til kun at indeholde værdiansættelsesberegning ud fra DCF-modellen, hvilket betyder, at der afgrænses for anvendelse af andre værdiansættelsesmodeller.

DCF-modellen anvendes i rapporten, fordi det vurderes at denne model er den mest præcise samtidig med at modellen tager højde for mange faktorer. Modellen er indirekte og beregner markedsværdien, og ikke egenkapitalværdien som den direkte metode. Endvidere vurderes det, at modellen vil give en overbevisende værdi af B&O's aktie pr. 29. februar 2016.

Betaværdien indgår i beregningen af diskonteringsfaktor (WACC), beta beregnes ikke i rapporten. Dette vil kræve en omfattende analyse, og det vurderes at eksterne analytikere kan beregne den mere præcist, hvorfor der tages udgangspunkt i en ekstern beregnet betaværdi.

Rapportens beregnet markedsværdi af B&O sammenlignes med den faktuelle markedsværdi pr. 29. februar 2016

Materiale

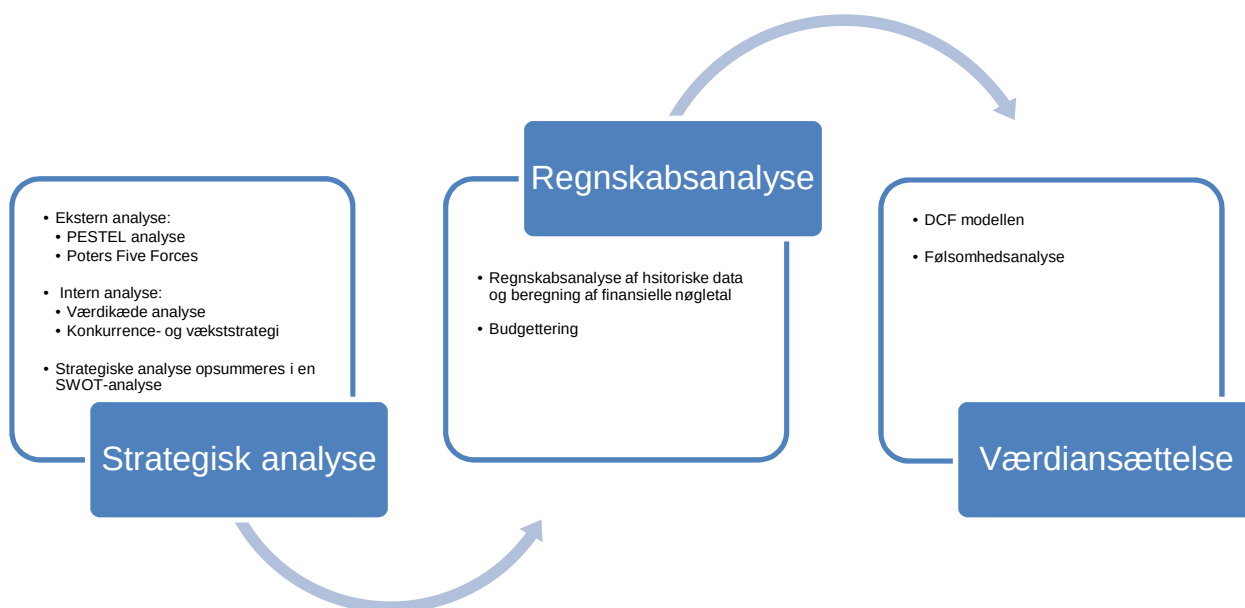
Rapporten vil udelukkende blive udarbejdet på baggrund af offentliggjort materiale, dette vil især påvirke den interne analyse af virksomheden, idet det afgrænser den interne analyse for at indeholde intern viden og kendskab. Offentligt materiale er typisk præget af, at det ikke er alt information virksomheden ønsker at eksterne parter skal have kendskab til.

Som følge af ovenstående forhold tages der ikke kontakt til B&O.

2.5 Metodeovervejelser

Afsnit 2.3 illustrerer rapportens struktur, hvoraf fremgår at rapporten indeholder flere afsnit. Rapportens endelig konklusion er afhængig af model- og teorivalg, hvorfor dette afsnit er et vigtigt element i rapporten.

I figur 2 illustreres anvendte teorier- og modeller.



Figur 2 – anvendt teori- og modeller i rapporten.

2.5.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal sammen med regnskabsanalysen danne grundlag for budgetteringen, som er det væsentligste element i værdiansættelsen af B&O. Resultatet af analysen skal være, at få belyst alle de ikke-finansielle drivere som påvirker værdien af B&O.

Værdiansættelse af en virksomhed vil i praksis typisk indeholde et stort antal af forskellige analytiske modeller – dette vil i højere grad sikre kvaliteten, følsomheden samt fuldstændigheden af de forhold der afledes af analysen.

Rapportens opstillede omfang begrænser antallet af modeller rapporten kan indeholde – de valgte modeller vurderes at være de bedste til at give et bredt og retvisende billede af B&O's strategiske situation.

Den strategiske analyse omdeles i en ekstern- og intern analyse.

Ekstern analyse

Den eksterne analyse vil bestå af en PESTEL-analyse samt Porters Five Forces. Formålet med anvendelse af disse to modeller er at give et klart billede af, hvilke eksterne faktorer der påvirker B&O's strategiske position. PESTEL-analysen og Porters Five Forces vurderes, at give en overbevisende analyse af B&O's omverden og eksterne forhold, således at resultaterne kan benyttes ved budgettering senere i rapporten.

Intern analyse

Den interne analyse vil påbegyndes af en værdikædeanalyse, der vil analysere på interne forhold, som B&O selv kan påvirke. Værdikædeanalysen tager udgangspunkt i 9 aktiviteter, fordelt i primære- og støtteaktiviteter. Formålet med værdikædeanalysen er at danne et overblik over, hvor og hvordan B&O kan skabe konkurrencemæssige fordele gennem forbedring af aktiviteterne i værdikæden.

Dernæst vil Porters generiske strategier blive analyseret, som i forlængelse af værdikædeanalysen skal belyse hvilke kernekompetencer og konkurrencemæssige fordele B&O besidder.

Herefter vil Ansoffs vækstmatrix blive inddraget til at analysere, hvordan B&O positionerer sig på markedet for at skabe vækst. Analysen vil tage udgangspunkt i B&O's strategi "Learner, Faster, Stronger", hvor B&O er noget til anden fase ud af tre, disse vil blive gennemgået yderligere i rapporten.

Ovenfor oplistede modeller vurderes at give et godt grundlag og en fyldestgørende analyse til at vurdere hvilke ikke-finansielle valuedrivere der har betydning for B&O's markedsværdi og fremtidige indtjening.

Afslutningsvis opsummeres den eksterne- og interne analyse i en SWOT-analyse for at give et samlet overblik over den strategiske analyse.

Hvis der ses bort fra anvendelsen af SWOT-analysen, så anvendes analysemodellerne i deres oprindelige teori- og form. SWOT-analysen anvendes ikke med dens oprindelige teori og formål. Modellen anvendes blot som et opsummeringsværktøj for at give læseren et overskueligt overblik over den strategiske analyse.

2.5.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen anvendes til at vurdere virksomhedens historiske rentabilitet samt driftsmæssig- og finansiell risiko. Analyseperioden udgør en 5 årig periode og inkluderer regnskabsårerne 2010/11 til 2014/15.

Inden analysen foretages en reformulering af balancer og resultatopgørelser for at kunne udlede de finansielle valuedrivere som skal anvendes i regnskabsanalysen. Endvidere gives der en vurdering af det indhentet regnskabsmateriale.

2.5.3 Budgettering

Budgetteringen foretages med udgangspunkt i resultater fra foretagne strategiske- og regnskabsmæssige analyse. Resultatet af analyserne har belyst B&O's strategiske- og finansielle valuedrivere, netop disse er væsentlige faktorer i budgetteringen.

Området er det væsentligste element i forhold den endelige værdiansættelse af B&O, og resultatet af budgetteringen er afgørende for den værdi der fremkommer af værdiansættelsesberegningerne.

2.5.4 Værdiansættelse

Der findes flere værdiansættelsesmodeller, hvor de typisk opdeles i 3 modeller, nemlig de absolutte modeller, de relative modeller og realoptions modeller. Realoptions modellerne vil ikke blive nævnt i rapporten, fordi disse ikke findes relevant, idet modellerne anvendes til prisfastsættelse af finansielle optioner og forsikrings- og pensionsoptioner.

De absolutte modeller	De relative modeller
Discounted Cash Flow (DCF-modellen)	P/E-metoden
EVA- og Dividende-modeller	EV/EBITDA og EV/EBIT-Metoden
Substansværdien-modellen	K/IV-metoden

- *Figur 3 – Værdiansættelsesmodeller (Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag side 26)*

I denne rapport anvendes DCF-modellen, der er en indirekte metode, der først beregner virksomhedsværdien ved at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme, der fordeles mellem ejere og långivere, herefter fratrækkes netto finansielle forpligtelser for at komme til

markedsværdien for B&O. I den forbindelse anvendes den diskonteringsfaktor, som betegnes ved WACC.

Efter beregning af værdiansættelsen foretages en kortfattet følsomhedsanalyse, hvor "ejerens" afkastningskrav ændres med +/- 1% i diskonteringsfaktoren WACC, der skal angive, hvor følsom rapportens værdiansættelse er.

2.6 Teori- og kildekritik

Efterfølgende afsnit vil indeholde en kritisk gennemgang af anvendelsen af de forskellige teorier- og kilder i rapporten.

2.6.1 Kritik af modeller

PESTEL-analyse

Resultatet af PESTEL-analysen afhænger af den information og data som er til rådighed for brugeren. Hvis resultatet af analysen skal være brugbart er det en forudsætning af brugeren forholder sig kritisk til de input der anvendes. Modellen kritiseres for at være baseret på fortidens begivenheder, hvilket kan betyde at modellen viser et forkert billede af virksomhedens nuværende omverden. Det kan dog argumenteres for, at fremtiden bedst kan forklares ud fra fortidens begivenheder. Hvis denne argumentation skal holde, så kræver det at omverden for den gældende virksomhed er forholdsvis stabil, da en meget ustabil omverden ikke vil kunne baseres på fortidens begivenheder. Det vurderes, at B&O's omverden er stabil, hvormed vi finder PESTEL-analysen og resultatet heraf brugbart videre i rapporten. Modellen giver et brugbart billede af B&O's omverden, hvor begivenheder tidligere år kan vendes i budgetteringsfasen.³

Porters Five Forces

Modellen anvendes med det formål at give et indblik i de konkurrencemæssige forhold i branchen B&O befinder sig i. Modellen er flere gange kritiseret for at give et statisk billede af konkurrencesituationen i den enkelte branche. Kritikken går på, at konkurrencen i branchen udvikler sig konstant, hvorfor et billede af konkurrencen i branchen nu og her ikke gi-

³ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/pest-analyse.html>

ver værdi i forhold til den egentlige værdiansættelse, som baseres på den fremtidige konkurrence situation for B&O. Michael Porter (modellens opfinder) har selv reageret på kritikken, ved at foreslå at modellen kan bruges til at analysere de forskellige faktorer i branchen og deres fremtidige udvikling – på den måde kan man forsøge at forudsige konkurrencemæssige faktorer i fremtiden.⁴

Trods kritik vurderes Poters Five Forces, at give et brugbart og fyldestgørende billede af konkurrencen i branchen, som er et vigtigt element i den strategiske analyse.

Et andet kritikpunkt modellen har mødt, er at alle fem konkurrencefaktorer vægtes lige højt i analysen, selvom dette for alle virksomheder ikke er tilfældet. Alle faktorer er anvendt i rapporten, hvilket sikrer et bredt indblik i branchen og et brugbart resultat til videre brug i rapporten.

Værdikæde analyse

Modellen anvendes til at identificere interne aktiviteter der skaber værdi for B&O, herunder hvilke aktiviteter og kernekompetencer der skaber værdi over for kunden og giver B&O konkurrencemæssige fordele i forhold til konkurrenterne i branchen. I lighed med forgående modeller giver værdikæden også et nu og her billede af B&O's aktiviteter i værdikæden. Værdikæden kritiseres for kun, at belyse allerede eksisterende aktiviteter, hvilket resulterer i at modellen giver et billede af værditilførselen nu og her. Med udgangspunkt i kritikken udbygges modellen med et fremtidsperspektiv, hvor der ses på nye aktiviteter og analyseres på allerede eksisterende aktiviteter som B&O med fordel kan videreudvikle for at skabe ekstra værdi til virksomheden. Tilførslen af fremtidsperspektivet vil også give et billede af hvor omstillingsparat B&O er i forhold til strategiske ændringer samtidig kan resultatet anvendes videre i budgetteringsfasen.⁵

⁴ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-five-forces.html>

⁵ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-v-rdik-de.html>

Konkurrence- og vækststrategi

Analysen af virksomhedens konkurrence- og vækststrategier giver analytiker en forståelse af, hvordan virksomheden ønsker at agere og skabe vækst i fremtiden. Grundet formålet vurderes der ikke at være kritik af konkurrence- og vækststrategi afsnittet, idet virksomheden har taget stilling til fremtidens strategi, som gerne skal bidrage positivt til virksomhedens markedsværdi.

SWOT-analyse

Som det fremgår af rapportens afsnit 2.5.1 anvendes SWOT-analysen ikke med dens oprindelige teori og formål. Modellen anvendes blot som et opsummeringsværktøj for at give læseren et overskueligt overblik over den strategiske analyse. Grundet den alternative anvendelse af modellen afledes der ikke kritik af modellen.

2.6.2 Kritik af kilder

Rapportens udarbejdelse vil tage udgangspunkt i teori- og modeller fra HD-studiet. Teori- og modeller fra HD pensummet suppleres med ekstern litteratur og lærebøger – dette gøres for at inddrage flere synspunkter på de anvendte teorier og modeller, hvormed kritik af pensummet for HD også imødekommes. Rapportens problemformulering besvares gennem beskrivelser, analyser, vurderinger samt perspektiveringer.

Rapportens beskrivende del vil primær bestå af information fra B&O's hjemmeside samt årsrapporter for perioden 2010/11 til seneste offentliggjorte årsrapport for 2014/15. Disse egne udgivne informationer vil typisk være præget af et særligt positivt syn på virksomheden, og der kan ved anvendelse af disse informationer i de øvrige analyse fremkomme et misvisende billede af B&O's situation. Derfor vil det som udgangspunkt kun være den beskrivende del af rapporten som vil bestå af B&O's egne informationer, syn og holdninger.

Alle øvrige eksterne kilder som anvendes i rapporten er kritisk vurderet inden anvendelse.

Ud over data fra B&O's hjemmeside og offentliggjorte årsrapporter, så er der anvendt eksterne kilder, som vurderes troværdige. Der er eksempelvis inddraget data fra Børsen, Berlingske Tidende og TV2-Finans. Data fra aviser og nyhedssites er inddraget med et kritisk

synpunkter, idet der kan være politiske holdninger og manglende objektivitet i artiklerne, hvilket eksempelvis kan medføre, at et lille problem bliver fremlagt som et stort problem.

Ydermere vurderes indhentet regnskabsmateriale til regnskabsanalysen troværdigt og uden væsentlige fejl og mangler, idet anvendte årsrapporter alle indeholder en revisionspåtegning uden supplerende oplysninger eller forbehold. Revisorpåtegningen er i perioden afgivet af Deloitte og Ernst and Young, som begge er blandt Danmarks største revisions- og rådgivningsvirksomheder og vurderes som pålidelige revisionsfirmaer.

3 Analyse

3.1 Virksomhedsbeskrivelse

Historie

Bang og Olufsen blev grundlagt i 1925 i Struer af to unge ingeniører, Peter Bang og Svend Olufsen. Peter og Svend lærte hinanden at kende på ingeniørstudiet og delte begge en begejstring for datidens fænomen, nemlig radioen. Deres første opfindelse sammen var den såkaldte "eliminator", som var en lysnetsenheds radio, der havde til formål at erstatte batterier. Timingen af udviklingen af "eliminatoren" var perfekt, da elektriciteten blev mere og mere almindeligt i danske hjem. I 1927 startede B&O produktionen af "eliminatoren", hvilket blev starten på et stort radioeventyr, der gav virksomheden den nødvendige kapital for at kunne videreudvikle radioen.⁶

B&O blev i løbet af 1950'erne og 1960'erne en veletableret virksomhed på det danske marked, og blev kendt som "Det Danske Kvalitets mærke". I slutningen af 1960'erne blev konkurrencen fra Asien markant, hvilket betød flere radio- og tv-fabrikker måtte lukke i Danmark og Europa. B&O valgte at gå en anden vej ved, at alliere sig med arkitekter og designere for at fokusere på produktionernes ide, design og kvalitet, hvilket skulle gøre B&O konkurrencedygtig over for konkurrencen fra Asien.⁷

B&O har i hele sin levetid ikke altid været en succeshistorie. I slutningen af 1980'erne og starten af 1990'erne oplevede B&O store indtjeningsproblemer, hvilket pressede den daværende ledelse til at ændre virksomhedens strategi. B&O produkter skulle ikke længere sælges i radio- og tv-butikker, der solgte et bredt sortiment af elektronikmærker, men i stedet af butikker der "alene" forhandlede B&O produkter. Butikkernes omtales i dag som B1 butikker og udgør stadig en væsentlig andel af B&O's samlede salg.⁸

B&O ønskede efter årstusindskiftet, ligesom mange andre virksomheder, ekspansion og eksport af deres produkter. Dette har resulteret i at B&O har åbnet en række butikker i BRIK-

⁶ Bang og Olufsen, Årsrapport 2010/11 – side 6

⁷ Bang og Olufsen, Årsrapport 2010/11 – side 6

⁸ Bang og Olufsen, Årsrapport 2010/11 – side 7

landene.⁹ Succesen med ekspansion og eksport til udlandet åbnede op for et nyt forretningsområde, nemlig eksklusive lydsystemer til biler i den mere eksklusive klasse, samt audio- og videoprodukter til luksushoteller og ejendomsprojekter.¹⁰

B&O oplevede ved finanskrisens indtog i 2008 et drastisk fald i omsætningen, som var en konsekvens af en mindre succes fuld periode med manglende produktlanceringer. Begge forhold var medvirkende til, at B&O i 2008 valgte at koncentrere sig om færre produktkategorier samtidig med, at produktudviklingen skulle op i tempo. B&O formåede i de efterfølgende to regnskabsår at forbedre resultatet væsentligt.¹¹

I august 2011 lancerede B&O en ny 5-årige strategi "Leaner, Faster, Stronger", som havde til formål at genetablere selskabets ledende position inden for B&O's styrkeområder, samt opbygge en mere global kundeorienteret virksomhed. I forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten for 2013/14 fremlagde B&O's ledelse anden fase af "Leaner, Faster, Stronger", hvor B&O vil viderebygge på resultaterne fra første fase samt øge selskabets omsætning og lønsomhed¹². Strategien vil blive yderligere uddybet undervejs i rapporten.

Bestyrelse og direktion

B&O's bestyrelse består følgende medlemmer ved aflæggelse af årsrapporten for 2014/15.

Forman Ole Andersen Valgt i 2009	Næstformand Jim H. Snabe Valgt i 2011	Jesper Jarlbæk Valgt i 2011
Majken Schultz Valgt i 2013	Albert Bensoussan Valgt i 2014	Mads Nipper Valgt i 2014
Knud Olesen Valgt i 2013 (medarbejder- valgt)	Jesper Olesen Valgt i 2007 (medarbejdervalgt)	Per Østergaard Frederiksen Valgt i 2011 (medarbejdervalgt)

Figur 4 – B&O's bestyrelse¹³

⁹ B&O definere BRIK-landene som: Brasilien, Rusland, Indien, Kina, Taiwan, Hong Kong og Korea

¹⁰ Bang og Olufsen, Årsrapport 2010/11 – side 7

¹¹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2010/11 – side 7

¹² Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 30-31

¹³ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 36

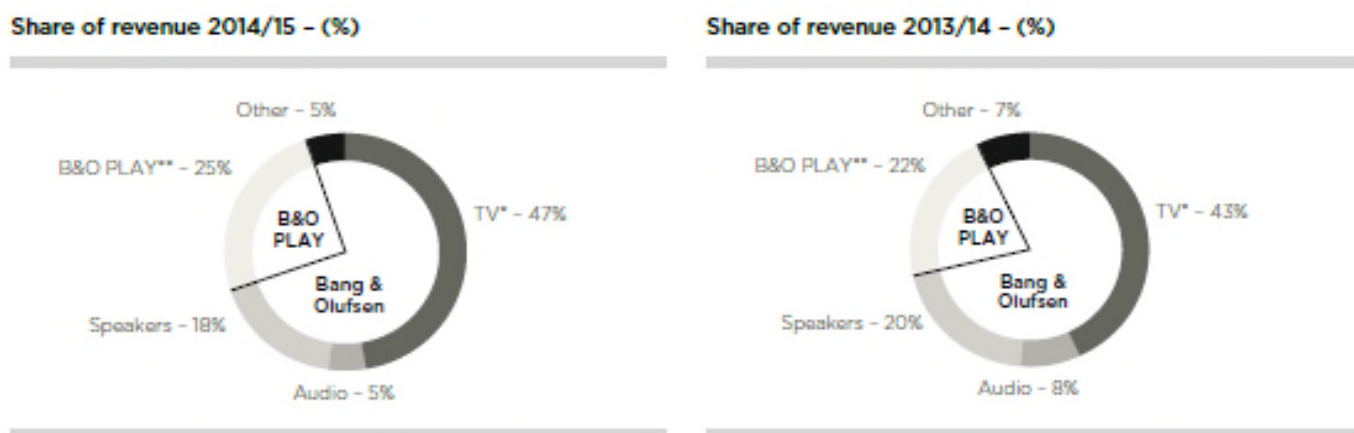
B&O direktion består af følgende medlemmer ved aflæggelse af årsrapporten for 2014/15.

Tue Manton	Anders Aakær Jensen	Stefan Persson
President, CEO	Executive Vice President, CFO	Executive Vice President, COO
Ansæt siden 1. marts 2011	Ansæt siden 1. august 2014	Ansæt siden 1. Oktober 2014

Figur 5 – B&O's direktion¹⁴

Omsætning

I årsregnskabet for 2014/15 udgør B&O's samlede omsætning 2,3 mia. kr. mod 2,1 mio. kr. i 2013/14.¹⁵ Fremgangen skal primær henføres til fremgang for B&O PLAY og TV-produkterne, mens øvrige forretningsområder er gået en smule tilbage, hvilket fremgår af figuren nedenfor. Figur 5 viser hvor stor en andel de enkelte forretningsområder udgør af den samlede omsætning i årene 2014/15 og 2013/14.



Figur 6 – omsætningen fordelt i % pr. segment

B&O's salgskanaler og forretningsområder

I forlængelse af ovenstående omsætningsoverblik synes det relevant, at se på udviklingen i antal butikker. B&O havde pr. 30. maj 2015 i alt 714 butikker (525 B1 og 189 Shop-in-shop

¹⁴ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 36

¹⁵ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 46

butikker)¹⁶ mod i alt 724 butikker pr. 30. maj 2014 (549 B1 og 189 Shop-in-shop butikker).¹⁷ B&O har været tvunget til at lukke flere butikker, da salget ganske enkelt ikke levede op til forventningerne. En af årsagerne er bl.a., at B&O har haft svært ved at indtage Kina og specielt samarbejdet med Sparke Roll har ikke givet det udbytte man forventede, hvilket uddybes senere i rapporten.¹⁸

B&O opererer både på B2C og B2B markederne, hvor virksomhedens produkter er forskellige på de to markeder.

B2C består af forretningsområderne AV og B&O PLAY, hvor AV er audio- og videoprodukter, som er de mere velkendte produkter i form af fjernsyn og musikanlæg. B&O PLAY henvender sig som tidligere nævnt til den digitale generation og bygger på et koncept med høj kvalitet, men til lavere priser end øvrige B&O produkter.¹⁹

B&O benytter sig af to salgskanaler på B2C forretningsområdet, nemlig B1 butikker og shop-in-shops. B1 butikkerne er B&O's egne butikker eller butikker som udelukkende sælger B&O's produkter. Shop-in-shops er butikker der er indrettet til kun at varetage B&O's interesse, fx større butikcentre mv. B&O har blandt andet indgået et samarbejde med Apple, hvor B&O PLAY serien sælges i Apples butikker.²⁰

B2B består ligeledes af to forretningsområder, nemlig Automotive og ICEpower. Det Automotive forretningsområde består af udvikling, produktion og salg af eksklusive lydanlæg til biler i samme kategorier, blandt andet topmodellerne fra Mercedes, BMW, Aston Martin og Audi. Forretningsområdet ICEpower består af udvikling, produktion og salg af digitale forstærkerenheder.²¹ B&O har i regnskabsåret 2014/15 indgået et partnerskab med HARMAN International Industries Inc., som fremadrettet skal producere B&O's produkter på det Automotive marked, således at B&O mindsker risikoen for kompleksitet i deres forretningsmodel. Aftalen stabiliserede B&O's økonomiske situation væsentligt, da HARMAN betalte en up front betaling på 1.105 mio. DKK for fremtidige licensbetalinger.²²

¹⁶ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 16

¹⁷ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 17-18

¹⁸ <http://nyheder.tv2.dk/2015-03-12-bo-succes-udebliver-maa-lukke-butikker>

¹⁹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 13

²⁰ http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/212955/b_o_til_salg_i_apple-butikker.html

²¹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 13

²² Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 4-5

3.2 Strategisk analyse

Som beskrevet i afsnittet metodeovervejelser, vil den strategiske analyse bestå af en intern og ekstern analyse. Der henvises til afsnit 1.5.1 og 1.6.1 for begrundelse og kritik af de anvendte modeller i efterfølgende afsnit.

Hovedformålet med den strategiske analyse er, at danne den mest korrekte og realistiske baggrund for værdiansættelsen. Analysen skal give et grundigt kendskab til virksomhedens marked- og vækstmuligheder, konkurrencesituation og øvrige forhold, der vil påvirke virksomhedens fremtidige indtjeningsmuligheder. Ydermere skal analysen give et indsigts i virksomhedens interne og eksterne forhold²³.

En værdiansættelse uden en strategiske analyse, vil betyde at værdiansættelsen hovedsageligt kun være baseret på talberegninger ud fra historiske data. Dette vil resultere i, at værdiansættelsen ikke kan anses for realistisk, hvorfor den strategiske analyse er et vigtigt element i den samlede værdiansættelse²⁴.

3.2.1 Ekstern analyse

3.2.1.1 PESTEL-analyse

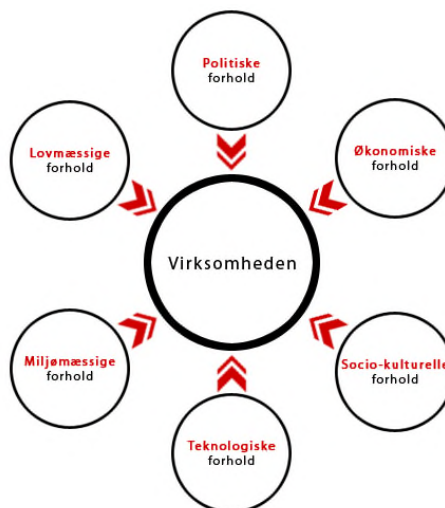
PESTEL-analysen har til formål at undersøge forskellige forhold i virksomhedens omverden, som kan have indflydelse på strategiprocessen i B&O. Analysen er relativ simpel og tager udgangspunkt i de 6 forhold som fremgår af figur 6. Alle forhold vurderes væsentlige i forhold til B&O.

Modellen er meget relevant for B&O, da virksomheden i høj grad er afhængig af kundernes privatøkonomi og lyst til at købe dyre luksus produkter. Ydermere er B&O i bred konkurrence med andre udbydere af fjernsyn samt tilhørende lydprodukter. B&O er derfor meget afhængige af at kunder vælger deres eksklusive produkter frem for andre tv- og lydprodukter fra billigere konkurrenter, såsom Bose, Samsung, Sony og Phillips mfl.

²³ Køb og salg af virksomheder, Per Vestergaard Andersen, 1. udgave, 2. oplag, Jurist- og Økonomforbundet

²⁴ Køb og salg af virksomheder, Per Vestergaard Andersen, 1. udgave, 2. oplag, Jurist- og Økonomforbundet

Som tidligere nævnt i afgrænsningen, så har vi valgt kun at tage udgangspunkt i 5 faktorer i analysen for B&O, hvilket medfører de lovgivningsmæssige forhold er undladt i analysen.



Figur 7 – PESTEL-modellen²⁵

Politiske forhold

De politiske forhold beskriver hvad virksomheder specielt skal være opmærksomme ved ændringer i skattemæssige, erhvervsmæssige og arbejdsmarkedsmæssige forhold, der kan få betydning for B&O's strategivalg, herunder vil nedenstående fokuspunkter blive analyseret:

- Åbne grænser/handelsbarriere for eksport
- Politiske hjælpepakker som ved seneste finanskriser

Åbne grænser/handelsbarriere for eksport

Med EU's indre marked kan mennesker, varer og tjenesteydelser og penge bevæge sig frit omkring i EU²⁶. Det indre marked betyder, at B&O ikke skal forholde sig til om eksport af varer skal fortolkes mv. i de enkelte EU-lande. Dette medfører ikke kun nemmere eksport af varer, dette øger også muligheden for at tiltrække kvalificeret arbejdskraft fra øvrige EU-lande.

²⁵ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/pestel-analyse.html>

²⁶ http://europa.eu/pol/singl/index_da.htm

Omsætningen til Europa udgjorde i seneste regnskabsår hele 60 % af den samlede omsætning for året. EU's indre marked må derfor anses for, at være en væsentlig faktor for B&O. Som det ses i figur 8 nedenfor, så kommer 2.044,1 mio. kr. svarende til ca. 87 % af virksomhedens samlede omsætning fra eksport omsætning i 2014/15.

	Total revenue	
	2014/15	2013/14
Geographical information*		
Europe	1,421.7	1,335.0
North America	165.2	159.8
BRIC	307.3	306.1
Rest of world	218.0	225.2
Total Bang & Olufsen distribution	2,112.2	2,026.0
B&O PLAY	244.3	135.7
Total third party distribution and e-commerce	244.3	135.7
Total - Group	2,356.5	2,161.7
Denmark	312.4	272.2
Rest of world	2,044.1	1,889.5
Total	2,356.5	2,161.7

Figur 8 – B2C omsætning mio. dkk. – segmentfordelt

Med udgangspunkt i ovenstående eksport oplysninger opfattes handelsbarriere uden for EU som et yderst vigtigt fokuspunkt for B&O. I B&O's strategi "Leaner, Faster, Stronger" var et af målene at etablere flere butikker i BRIK-landene med henblik på at øge eksporten. Flere danske virksomheder har haft svært ved for alvor at få gang i eksporten til BRIK-landene i modsætning til mange europæiske virksomheder.²⁷

Det kinesiske marked

I Kina har mange danske virksomheder oplevet problemer med lovgivning- og reguleringsmæssige forhold, som ofte har betydet ulige vilkår for udenlandske virksomheder i Kina. Flere udenlandske virksomheder har gennemgået langtrukne forhandlinger for at få de fornødne godkendelser til salg i Kina. Godkendelsesprocessen der knytter sig til etablering af virksomhed i Kina, slipper de kinesiske virksomheder lettere igennem.

²⁷ <http://www.netpublikationer.dk/um/11154/html/chapter05.htm>

Forretningskulturen i Kina er anderledes, hvilket betyder at relationspleje, promotion og større marketingsindsatser er mere påkrævet for at slå igennem som ny og ukendt virksomhed i Kina. Den geografiske afstand mellem Danmark og Kina vanskeliggøre også indtrængningen på det kinesiske marked.

Kina opretholder stadig høje indtrængningsbarrierer og en række komplicerede regelsmekanismer, som gør det ekstra svært for udenlandske virksomheder at erobre markedsandele i Kina.

Der er også store udfordringer knyttet til lovgivningen i Kina, idet den kinesiske regering kan gennemføre lovændringer med kort varsel og uden yderligere høring. Dette har bl.a. medført lempelige love for piratkopiering, krænkelse af ophavsrettigheder samt store problemer med varemærkere registrering i ond tro.²⁸

B&O har i lighed med mange andre danske virksomheder også haft en svær start på det kinesiske marked. En del af strategien "Leaner, Faster, Stronger" har været at etablere et salgskontor i Shanghai, ligesom B&O allerede har i Hong Kong og Sydkina med det formål at styrke samarbejdet med samarbejdspartnere i Kina. B&O indgik den 19. juli 2012 et strategisk samarbejde med Sparkle Roll Holdings Limited (Sparkle Roll) for at fremskynde udviklingen af B&O's brand i Kina. Sparkle Roll har været en førende forhandler af luksusbi-ller, dyre smykker, ure og vine i Kina i over 15 år og gennem årene opbygget en stærk kundekreds af meget velhavende personer og et stærkt netværk i store kinesiske storbyer med luksus indkøbscentre. B&O ser derfor Sparkle Roll som en vigtig faktor til virksomhedens fortsatte etablering på det kinesiske marked. Der blev ikke kun indgået et strategisamarbejde med Sparkle Roll, men Sparkle Roll blev også medejer af B&O. Bestyrelsen i B&O besluttede nemlig at forhøje aktiekapitalen med 8,35 %, hvoraf 6,12 % tilfaldt Sparkle Roll.²⁹

B&O's direktør, Tue Mantoni, udtalte i børsmeddelelsen følgende: *"Det strategiske samarbejde vil være vigtigt for at fremskynde vores vækst i Kina. Vi er meget imponeret over Sparkle*

²⁸ Vækstmarkedsstrategi Kina. Maj 2012, side 21-22.

²⁹ <http://investorbriefing.com/da/exchangereleases/bang-olufsen-fremskynder-vaekstplaner-i-kina-gennem-strategisk-samarbejde-med-sparkle-roll-og-a-capital-nettoprovenu-pa-dkk-177-mio-forventet-fra-kapitalforhojelse-alene-rettet-mod-de-kinesiske-samarbejdspartnere>

Rolls track-record og resultat i Kina, især over deres indsigt i og erfaring med det kineske luksusmarked. Sparkle Rolls rådgivning om udvikling af vores brand, detail netværk og kendskab til vores brand blandt velhavende personer, vil få positiv betydning for Bang og Olufsens udvikling på et strategisk vigtigt marked ved markedsføringsmuligheder.³⁰

Samarbejdet med Sparkle Roll har ikke levet op til forventninger, som Tue Manton og B&O's bestyrelse havde ved indgåelsen af samarbejdsaftalen tilbage i 2012. Målet var at B&O skulle åbne 50 nye butikker før 2014. Det er foreløbigt kun blevet til omkring 30 butikker, mens B&O har været nødsaget til at lukke flere butikker igen, fordi salget ikke har levet op til forventningerne. Trods manglende resultater oplyser B&O, at man "er fuldt tilfredse med samarbejdet".³¹

Politiske hjælpepakker ved finansielle kriser

Inden finanskrisen begyndelse i 2008³² var mange lande præget af økonomiske højkonjunkturer, hvilket betød et stigende forbrug og lav arbejdsløshed. Under finanskrisen blev mange virksomheder i hele verden presset på indtjening og likviditet. Virksomhederne har derfor skulle finde nye metoder at tjene penge på. Dette har i mange tilfælde udmøntet sig i effektivisering af produktionen, hvilket har betydet lønbesparelser som naturligt har medført fyringer af personale. Krisen førte endvidere til, at bankerene satte en stopper for at låne penge, hvilket gjorde det vanskeligt for virksomheder at sætte gang i nye projekter, som også påvirkede arbejdsløsheden negativt. Det store problem for den danske regering under finanskrisen har været det faldende privatforbrug og befolkningens større lyst til at spare op, idet finanskrisen gjorde mange danskere usikre på deres arbejdsmæssige fremtid. Høj arbejdsløshed og faldende privatforbrug rammer B&O hårdt, da de sælger luksusprodukter til høje priser – og mange vil fravælge luksusprodukter i tider med lavkonjunktur. Hjælpe- og vækstpakkerne blev gennemført af regeringer over hele verden, i et forsøg på at få sat gang i økonomien igen. Bankpakker var et af tiltagene fra den danske regering, hvis formål var at få bankerene til igen at låne penge til virksomheder, så der kunne sættes

³⁰ <http://investorbriefing.com/da/exchangereleases/bang-olufsen-fremskynder-vaekstplaner-i-kina-gennem-strategisk-samarbejde-med-sparkle-roll-og-a-capital-nettoprovenu-pa-dkk-177-mio-forventet-fra-kapitalforhojelse-alene-rettet-mod-de-kinesiske-samarbejdspartnere>

³¹ <http://nyheder.tv2.dk/2015-03-12-bo-succes-udebliver-maa-lukke-butikker>

³² http://denstoredanske.dk/Samfund_jura_og_politik/%C3%98konomi/Samfunds%C3%B8konomiske_forhold/Finanskrisen

skub i væksten igen. Et andet tiltag var skattelettelser, hvor man hævede topskattegrænsen, som skulle give folk et større rådighedsbeløb. Et større rådighedsbeløb vil betyde, at befolkningen vil få flere penge mellem hænderne, som gerne skal medføre en general større forbrugsløst, hvilket vil være fordelagtig mulighed for B&O at udnytte.³³

Økonomiske forhold

De økonomiske forhold beskriver udviklingen i den internationale økonomi som har påvirkningen på B&O's omverden. Nedenstående fokusområder vurderes at have størst påvirkning på B&O's strategi:

- Høj- og lavkonjunkturer
- Udvikling i BNP

Høj- og lavkonjunkturer

En virksomhed som B&O der brander sig på kvalitet- og luksusprodukter i den høje ende af prisklassen er dybt afhængig af økonomiske faktorer i samfundet. B&O kan opleve stor fremgang i salget ved højkonjunkturer, mens de omvendt i lavkonjunkturer kan opleve stor tilbagegang i salget.

Indtil finanskrisen indtog i 2008, var verdensøkonomien i en periode præget af højkonjunkturer og lav arbejdsløshed, hvor B&O i perioden fra 2003/04 til 2007/08 oplevede stor stigning i omsætning.³⁴ B&O havde en omsætning i 2007/08 på 4.092 mio. DKK mod 2.356 mio. DKK i 2014/15³⁵, hvilket tydeligt fortæller at B&O har haft nogle svære år under og efter finanskrisen.

Det er ikke kun B&O som har haft det svært under og efter finanskrisen. Mange virksomheder kom i store økonomiske problemer, hvilket flere gange medførte konkurser. Antallet af konkurser i Danmark har siden finanskrisen været stigende frem til 2012, hvorefter antallet konkurser er begyndt at falde igen, men stadig på et niveau langt højere end perioden

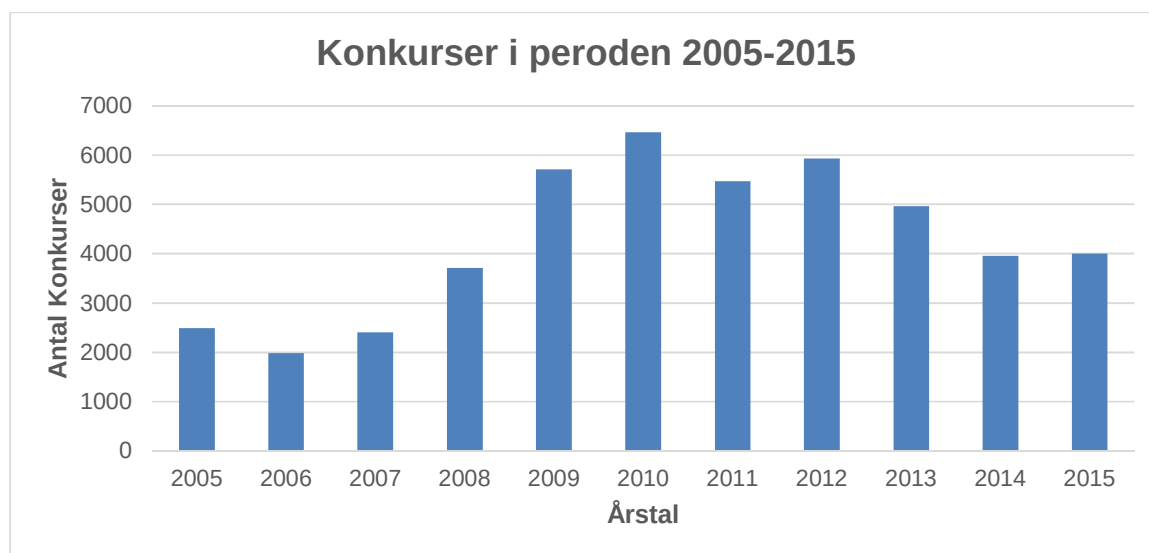
³³ http://borsen.dk/uploads/cmslinkupload/37_file_6302.pdf

³⁴ Bang og Olufsen, Årsrapport 2007/08 – side 15

³⁵ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 8

før finanskrisen. Udviklingen i antal konkurser illustreres i figur 9. Det er både små erhvervsdrivende og større virksomheder som har haft det svært.

Konjunktur forholdene har stor betydning for B&O, og er forhold ledelsen i B&O skal følge nøje og hele tiden forsøge at være på forkant med udviklingen.



Figur 9 – Konkurs 2005-2015 i Danmark (Danmarks Statistik, 2016)

Udvikling i BNP

Fra perioden 2009 til 2013 har Danmark tabt omkring 400 mia. kr. i BNP, som er fordelt på ca. 200 mia. kr. i tabt produktion og ca. 200 mia. kr. i nedskrivning inden for banksektoren, ifølge Jesper Rangvid, der er professor ved Copenhagen Business School. Danmark har i samme periode oplevet, at BNP har været 2,25-2,5 % under det niveau BNP ville have været hvis finanskrisen ikke var kommet.³⁶ Som nævnt ovenfor, så er mange danske virksomheder gået konkurs under finanskrisen, hvilket blandt andet kan henføres til det faldende BNP niveau. Danske virksomheder har haft tomme ordre bøger samt en stillestående eksport i perioden efter 2008, hvilket har forringet indtjeningen blandt de danske virksomheder. Faldende BNP, stigende virksomhedskonkurser og stillestående eksport har medført at arbejdsløsheden efter finanskrisen er steget markant.

³⁶ http://finans.borsen.dk/artikel/1/266009/finanskrise_koster_danmark_400_milliarder.html?hl=aT-tEYW5tYXJrO2ZpbmFuc2tyaXNlO2kgRGFubWFyaztJO0ZpbmFuc2tyaXNl

Udfordringer ved stigende arbejdsløshed

B&O har store udfordringer i forhold til den økonomiske situation og stigende arbejdsløshed i Danmark, idet B&O sælger dyre og luksuøse High-in produkter inden for elektronikbranchen. B&O har oplevet at købekraften i hele Europa har været faldende efter finanskrisen og ikke kun i Danmark.³⁷ B&O har store udfordringer med hele tiden at forsøge at være på forkant med de økonomiske forandringer, som verdensøkonomien byder på. Derfor forsøgte B&O i 2011 med lancering af deres nye strategi "Leaner, Faster, Stronger", at skabe en ny produktserie, nemlig B&O PLAY. Produktserien består af lyd-produkter i høj kvalitet, men til billigere penge end andre B&O produkter. Samtidig henvender produkterne sig til en yngre målgruppe, som benævnes den digitale generation.

Grundet ovenfor nævnte udfordringer har B&O valgt at satse stort på BRIK-landene med strategien "Leaner, Faster, Stronger", som skal forbedre B&O's brand i Kina samt øge omsætning på markederne i BRIK-landene.

På baggrund af en opgørelse fra den Internationale valutafond IMF, så overtog Kina første pladsen, som verdens største økonomi i slutningen af 2014 fra USA.³⁸ I forbindelse med at Kinas økonomi er i stor fremgang medfører det også at den kinesiske befolknings privat økonomi er voksende, hvilket betyder at kinesernes købekraft stiger markant i forhold til europæernes købekraft. I takt med at flere kineser får muligheden for at købe luksusprodukter i Kina, bør B&O satse endnu mere på det Automotive bilmarked i Kina. Regnskabsåret 2014/15 viste at B&O har realiseret et fald i omsætning fra det Automotive marked, hvor omsætningen kun udgjorde 5 % af den samlede omsætning mod 8 % i regnskabsåret 2013/14.³⁹ Det viser at B&O også har haft store problemer med at få forbrugerne til at vælge B&O lyd i biler. B&O samarbejder i dag med Aston Martin, Audi, BMW og Mercedes-Benz på det Automotive marked. B&O oplyste i årsrapporten for 2012-13, at de forsøger at imødekomme store problemer med det faldende privatforbrug i Europa, hvilket har fået

³⁷ Bang og Olufsens, Årsrapport 2012/13 – side 9

³⁸ http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/292257/kina_stjaeler_pladsen_som_verdens_stoerste_oekonomi.html

³⁹ Bang og Olufsens, Årsrapport 2014/15 – side 11

mange til at købe mindre og mere økonomiske biler i stedet for luksus biler. B&O bør derfor satse større på det kinesiske marked eller forsøge at henvende sig til andre bilklasser end luksusklassen. F.eks. har Bose et samarbejde med Mazda, som sælger biler i mellemklassen.

Sociokulturelle forhold

De sociokulturelle forhold beskriver, hvordan verden ændrer personers adfærd både socialt og kulturelt. Til at analysere de sociokulturelle forhold i B&O's omverden vurderes trends og forbrugsvaner er at være fokusområdet.

Trends og forbrugsvaner

Den kulturelle omverden ændrer sig konstant og der kommer hele tiden nye trends, hvilket betyder, at B&O hele tiden skal være parat til at imødekomme nye kulture og trends i markedet. Dette stiller store krav til B&O's produktudvikling, der hele tiden skal leve op til nutidens teknologi og samtidig skal B&O forsøge at være foran konkurrenter, da B&O sælger dyre eksklusive produkter. Produkters levetid er blevet kortere end tilfældet har været tidligere på grund af den hastige teknologiudvikling verden har oplevet siden årtusindskiftet. Elektronikbranchen har i takt med den hurtige udvikling oplevet at priserne sænkes hurtigt, da produkterne forældes hurtigere end tidligere, og samtidig kommer der nye produkter på markedet hyppigere end tidligere. B&O står over for store udfordringer i forhold til at imødekomme deres kunders forventninger til B&O produkterne. Grundet den høje pris forventer kundernes naturligt, at B&O's produkter har en længere levetid end konkurrenternes produkter. Det stiller større krav til B&O's produktudvikling, end hvad deres konkurrenter oplever. B&O skal altid være innovative, når de lancerer nye produkter. Produkterne skal differentiere sig fra konkurrenternes og samtidig forventes det, at produkternes kvaliteter er unikke, hvilket skal sikre at det vil tage flere år, før konkurrenternes produkter opnår samme niveau.

B&O har bl.a. udviklet "Boelink Smarthome", hvor det er muligt at styre B&O's fladskærme via smartphone og tablets. Ydermere er det muligt at få integreret B&O's lydsystemer i hjemmet, så det er muligt at styre musik og lydniveau i forskellige rum. B&O har haft stor

fokus på, at alle deres produkter er innovative, hvilket har medført, at de har været hurtigere end konkurrenterne med ovenstående styring af deres produkter.⁴⁰

Endvidere har B&O forsøgt at tilpasse ændringerne i den kulturelle omverden ved lancering af B&O PLAY, som henvender sig til den yngre og mere forbrugsvillige målgruppe. Produkterne i B&O PLAY serien er designmæssigt helt i top, ligesom kvaliteten af lyden er af høj kvalitet. B&O PLAY serien indeholder både musiksystemer, højtalere og diverse former for head sets. Inden for musiksystemer kan man få produkter ned til 2.799 kr. som for eksempel BeoPLAY A2. Det dyreste produkt i B&O PLAY serien er BeoPLAY A9 til en pris på 17.299 kr.⁴¹ Omsætning af B&O PLAY produkter steg med 79 mio. kr. fra 534 mio. kr. i 2013/14 til 613 mio. kr. i 2014/15 og udgjorde 26 % af den samlede omsætning for årsregnskabet 2014/15.⁴²

Udviklingen i teknologien har ændret trenden for design væsentligt efter årtusindskiftet, hvilket blandt andet har betydet, at TV-skærmene er blevet større og større og samtidig tyndere og tyndere. I 90'erne var det ganske normalt at tv-skærmene var under 32 tommer, mens det i år 2016 næsten er umuligt at købe et tv under 32 tommer. B&O har ligeledes tilpasset sig denne trend i samfundet, når det drejer sig om store fladskærme. B&O's største model på markedet på nuværende tidspunkt er, BeoVision Avant 85, som er et tv på hele 85 tommer, hvilket afspejler sig i prisen på 177.494 kr.⁴³ Trenden i samfundet har ændret sig til, at stuen er familiens samlingspunkt, hvor der streames film, tv og musik i fællesskab. B&O har derfor tilpasset alle deres produkter til at kunne snakke sammen med telefoner og tablets, således man kan streame tv, film og høre musik fra alle telefoner og tablets på B&O's produkter via air-PLAY eller bluetooth.

⁴⁰ www.bang-olufsen.com/da/biolink-smarthome

⁴¹ <http://www.beoPLAY.com/>

⁴² Bang og Olufsens, Årsrapport 2014/15 – side 10

⁴³ <http://b-o-f.dk/produkter/beovision-avant-85#prettyPhoto>

Teknologiske forhold

De teknologiske forhold beskriver kort sagt, hvordan den teknologiske udvikling påvirker B&O ind i omverden. Det vil analyseres på følgende fokusområder, der vurderes at være relevante for B&O's omverden nedenfor.

- Teknologisk udvikling
- Fremtidens produkter og muligheder

Teknologisk udvikling

Som nævnt i afsnittet sociokulturelle forhold har den teknologiske udvikling været kraftig de seneste år efter årtusindskiftet. Et forhold i den teknologiske udvikling, som B&O har haft store vanskeligheder med har været udviklingen i tv-signaler, som har betydet at det gamle analog signal i Danmark er skiftet ud med et digital signal. Det har medført at gamle billedrørsfjernsyn er skiftet ud med fladskærme digitale tunere. B&O's kunder som har købt dyrere B&O tv har været nødsaget til at tilkøbe en digital modtagerboks og tilslutte den til fjernsynet før de kan modtage det nye digitale signal. Ydermere kræver signaludskiftningen, at B&O tv har indbygget HDMI-udgang. En sådan ekstra montering er dyr sammenlignet med anskaffelse af et nyt og almindelig fladskærms tv fra en af konkurrenterne på markedet. Den gamle "legendariske" B&O fjernbetjening vil heller ikke være en mulighed at benytte, hvis det kræver en digital modtagerboks for at se det nye digitale signal.⁴⁴

Det er ikke kun tv-signalet der har udviklet sig. FM-signalet er også kommet i hård konkurrence med DAB-signalet, det har medført at alle B&O's "radio produkter" både kan modtage FM-signal og DAB-signal. I Danmark besluttede et politiske flertal i slutningen af 2014 at bruge milliarder på at udskifte FM-signalet med DAB+ signalet med udgangen af 2019. DAB+ er en videreudvikling af det oprindelige DAB-signal, men DAB+ er en fuld pakkeløsning, som giver flere kanaler, bedre trafik radio og mulighed for større udbredelse i Danmark og globalt. Daværende Kulturordfører for Venstre, Michael Aastrup Jensen, håber på, at DAB+ vil være med til at fremtidssikre dansk radio og musik, så folk ikke kommer 100 % over på streaming tjenester. DAB+ vil endvidere være positivt for det ungesegment, der til hverdag

⁴⁴ <http://politiken.dk/forbrugogliv/digitalt/forbrugerelektronik/ECE3024764/nu-forsvinder-tv-signalet-saadan-goer-du-dit-gamle-tv-digitalt/>

anvender musiktjenester, radioportaler, apps, smartphones og tablets, da DAB+ vil give bedre lydkvalitet og stor signal forbedring. Men omvendt venter der store udfordringer ved at indføre det nye DAB+ signal, da mange mobiltelefoner og smartphones kun er indbygget med FM-signalet.⁴⁵

Den teknologiske udvikling i tv- og radiosignaler gælder i hele verden og ikke kun i Danmark. Bl.a. har Norges regering meddelt at de lukker for FM-signalet i 2017 og indfører DAB+ signalet. Den norske kultur minister, Thorkild Widvey, udtalte i en pressemeddelelse at den norske regeringen ønskede at indføre DAB+ signalet, da DAB+ allerede tilbyder 22 landsdækkende kanaler med plads til næsten 20 kanaler mere i forhold til det gamle FM-signal, der kun tilbyder 5 landsdækkende kanaler.⁴⁶ De globale forandringer på tv- og radiosignalet stiller store krav til B&O's produktudvikling, således deres produkter kan benyttes i alle lande uanset hvilket tv- og radiosignaler der udbydes i det enkelte land.

B&O har blandet udviklet en digital tuner boks i deres tv, således fjernsynene selv tilpasser sig ændringer i tv-signalet i form af løbende opdateringer. Introduktionen af DAB+ signalet vil blive en stor fordel for B&O's lydprodukter – det styrkede signal vil forbedre lydkvaliteten i produkterne markant. Specielt B&O's produktserie B&O PLAY forventes, at opleve stor fremgang med udvikling af DAB+ signalet.

Fremtidens produkter og muligheder

Anden fase af B&O's strategi "Leaner, Faster, Stronger" kommer på prøve de næste år, hvor den teknologiske omverden presser B&O på ny teknologi og mange konkurrenter i markedet med billigere produkter. Derfor bør B&O fortsat satse stort på videreudvikling af især B&O PLAY. Produktserien er stadig i høj kvalitet og eksklusivt design, men rammer en bredere målgruppe end de øvrige B&O produkter. B&O forventer at sætte mere fart på salget af B&O PLAY produkter gennem et stigende antal produktlanceringer og udvidet distribution.

B&O skal også fortsætte med at levere High-end produkter i AV-afdelingen, hvor der er et globalt opsving inden for hotelbranchen og high-end ejendomsprojekter. B&O skal forsøge

⁴⁵ <http://politiken.dk/kultur/medier/ECE2481949/danmarks-mest-hoerte-radiosignal-afskaffes-i-2019/>

⁴⁶ <http://ing.dk/artikel/norge-slukker-fm-signal-i-2017-175497>

at udnytte deres brand og luksusprodukter inden for AV-produktporteføljen samt udnytte deres tidligere erfaringer i markedet for luksushoteller til at opbygge en væsentlig indtægtskilde.⁴⁷

Miljømæssige forhold

Der er stadig større og større fokus på global opvarmning verden over, hvilket medføre øget fokus på miljørigtige produkter. Dette forhold betyder, at kunderne i forbindelse med køb ikke kun fokuserer på pris, kvalitet og design, men også interesserer sig for, hvordan produkterne er produceret.

Mængden af elektronikaffald vokser i øjeblikket hurtigere end noget andet affald, og det forventes at blive værre i fremtiden.⁴⁸ Derfor bliver der stillet store krav til produkternes belastning af miljøet i hele verden, så B&O er nødsaget til bruge ressourcer til at producere miljøvenlige produkter lige fra råmaterialer til miljøvenlig transport af varerne, selvom det er langt dyrere end ikke miljøvenlig produktion og transport. Som tidligere nævnt under politiske forhold, så har mange danske virksomheder oplevet problemer med at få varerne godkendt på det kinesiske marked, hvilket har medført at miljøkrav er en væsentlig faktor ved udvikling og produktion af nye varer.

Dette er en problemstilling som B&O har forsøgt at imødekomme ved, at udarbejde en Corporate Social Responsibility (CSR) strategi i deres årsrapport. Her fortæller B&O om verden, hvordan de udviser samfundsansvar i forhold til omgivelserne i samfundet. B&O oplyser endvidere i deres ledelsesberetning, at de har integreret en tankegang i forhold til, hvordan deres produktion og produkter miljømæssigt påvirker deres medarbejdere, kunder og omgivelser. B&O har overholdt krav om bl.a. reduktion i energiforbrug med 0,34 % pr. år, reduktion af skrot med 5 % pr. år samt imødekomme bæredygtigt design. Alt dette med henblik på at nedbringe elforbruget hos slutforbrugeren i deres CSR strategi.⁴⁹ B&O har også andre fokusområder inden for miljøet. Det er specielt elforbruget, som B&O ønsker at reducere både for egen produktion og i den grad også for forbrugerne. Ved forbrugerne gælder det både elforbruget for standby tid og ved almindeligt forbrug. Det er bl.a. indbygget, at

⁴⁷ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 31-32

⁴⁸ <https://www.affald.dk/da/7-10/elektronik/artikler/253-forbrug-af-elektronik-7-10.html>

⁴⁹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 23

B&O's fjernsyn slukker automatisk efter 4 timer uden aktiv brug. B&O's fokusområder tænkes tidligt ind i produktionsfasen, idet B&O stiller store interne krav til de omfattende miljøkrav. Miljøkravene kaldes i dagligt tale "pligtegenskaber", som sikrer overholdelse af EU-direktiverne også kaldet WEEE⁵⁰, der er en forkortelse af "Waste from Electrical and Electronic Equipment" og anvendes i hele Europa, som en fælles fortegnelse for affald af elektriske og elektroniske produkter. B&O kontrollerer på den måde, at de produkter som sendes ud på de europæiske markeder, overholder de krav der er på de pågældende lande. B&O har ligeledes stor fokus på anskaffelsen af produkterne, da det er et krav i EU-direktiverne omkring bortskaffelse af "underholdningselektronik", at mindst 65 % skal kunne genanvendes. B&O har fokus på at overholde dette krav, hvilket har medført at B&O i produktionsfasen mærker alle plastdelene, så affaldsmottager kan genkende plasttypen. Herudover tester B&O også produkterne i udviklingsfasen, her kontrolleres det hvor stor en del af produktet der kan genanvendes. I B&O's seneste CSR Rapportering 2014/15 har test vist, at i gennemsnit har B&O's produkter en genindvindings funktion i materialedelene på 76 procent, hvilket er 12 procent mere end kravene for EU-direktiverne.⁵¹

⁵⁰ <https://www.dpa-system.dk/da/WEEE/Producentansvar/LovgivningeniDanmark>

⁵¹ Bang og Olufsen, CSR Rapportering 2014-15 – side 8

Delkonklusion

Analysen af de politiske forhold havde fokus på to områder, nemlig åbnegrænser/handelsbarriere for eksport samt politiske hjælpepakker ved seneste finanskrisen. Ud af B&O's samlede eksport udgør 60 % til Europa, hvorfor EU's indre marked er en stor gevinst for B&O, da man i EU ikke skal forholde sig til, hvordan varerne skal fortoldes mv. En del af B&O's strategi "Leaner, Faster, Stronger" har været at satse stort på at indtage Kina i samarbejde med Sparkle Roll, men det er ikke blevet den store succeshistorie indtil videre, som B&O forventede med lanceringen af den strategien "Leaner, Faster, Stronger" i 2011. B&O har sammen med mange andre danske virksomheder oplevet store lovgivnings- og reguleringsmæssige problemer og ofte ulige vilkår i forhold til kinesiske virksomheder. Det skyldes blandt andet langtrukne forhandlinger i forbindelse med at opnå den fornødne godkendelse til salg af produkter i Kina. Målet med samarbejdet med Sparkle Roll var at få etableret B&O's brand i Kina og åbne 50 nye butikker inden 2014, hvilket kun blev til ca. 30 butikker, og mange af butikkerne er lukket igen, fordi de ikke har været lønsomme.

Finanskrisen skabte høj arbejdsløshed i Danmark og kraftigt faldende privatforbrug, som gjorde ondt på B&O, der sælger luksusprodukter i den dyre prisklasse. Både den danske regering og flere udenlandske regeringer igangsatte hjælpepakker, hvilket var til stor glæde for B&O. Den danske regering forsøgte at sparke gang i hjulene igen ved at give skattelettelser samt tilbyde bankpakker.

En virksomhed som B&O, der brander sig på kvalitets og luksusprodukter i den høje ende af prisklassen er dybt afhængige af de økonomiske faktorer i samfundet. Blandt andet oplevede B&O et fald i omsætning fra 2007/08 på 4.092 mio. kr. til 2.356 mio. kr. i 2014/15, hvilket sætter sine tydelige spor, at B&O har haft det svært siden finanskrisen. I perioder hvor der er lavkonjunkturer i samfundet bliver dyre luksus varer oftest fravalgt på grund af befolkningens lavere privatøkonomi, hvilket B&O tydeligt har oplevet. En del af B&O's strategi efter finanskrisen har været øget fokus på salg i BRIK-landene og specielt i Kina, som i slutning af 2014 overhalede USA, som verdens største økonomi. Privat økonomien tordner frem i Kina og selvom B&O ikke fået den bedste start i Kina, så har man stadig store forventning til salg i Kina samt de øvrige BRIK-lande.

Ved de sociokulturelle forhold har trends og forbrugsvaner stillet store krav til B&O's produktudvikling efter årtusindskiftet, idet teknologien og forbrugsvanerne udvikler sig i retningen af hyppigere udskiftning af elektronik produkter. Tv-skærmene er både blevet større og tyndere, og samtidig udgør trådløst teknologi en væsentlig rolle i kravene til produkterne. Alle elektronik produkter skal kunne spille sammen med en smartphone eller andre former for tablets uden fysisk kontrakt. B&O har blandt andet udviklet B&O PLAY serien, som henvender sig til yngre og mere internetbaseret generation.

Den teknologiske udvikling har givet B&O store udfordringer, idet udvikling i tv-signalet har betydet at det gamle analog signal i Danmark er skiftet ud med et digitalt signal. Det betyder, at B&O's billedrørsfjernsyn ikke længere kan modtage tv-signal, medmindre der tilkøbes en digital modtagerboks og fjernsynet har mulighed for HDMI-indgang til boksen. B&O har derfor udviklet en tuner i deres nye fladskærms tv, der automatisk tilpasser sig signalet og undgår at fjernsynene blive forældet før tid.

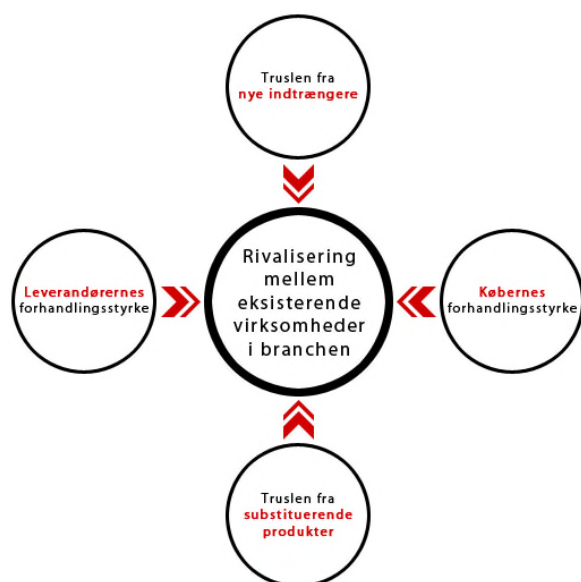
Det er også vigtigt at bemærke at der i fremtiden kommer ændringer i radiosignalet, hvor den danske regering i 2016 erstatter FM-signalet med DAB+ signal, hvilket medfører at B&O's produkter skal kunne tilpasse sig det nye signal. Ydermere skal der findes en løsning til hvordan ældre B&O's produkter uden indbygget DAB+ signal kan modtage det nye signal.

Miljøet er et vigtigt fokusområde i hele verden, da der globalt er stor fokus på den globale opvarmning. Der er kommet flere og flere regler til miljøvenlige produkter både i Danmark og resten af verden. B&O har forsøgt at imødekomme disse regler til miljø gennem deres CSR-rapportering med fokus på både intern og eksternt miljø. B&O forlanger meget af sig selv i forhold til at producere miljøvenlige produkter samt anvende miljøvenlige transportmidler, selvom det er dyrere end ikke miljøvenlige produkter og midler.

Alle disse faktorer spiller en væsentlig rolle i forhold til at imødekomme og være på forkant med omverdens forhold, udfordring og udvikling.

3.2.1.2 Porters Five Forces

Porters Five Forces er en brancheanalysemodel, som anvendes for at danne et overblik over konkurrencesituationen i en branche. Analysen afdækker de trusler og muligheder i branchen, som B&O står over. Hele formålet med modellen er at få overblikket og den nuværende markedsmæssige position for B&O og dennes fremtidige mulighed for at opnå økonomisk indtjening. B&O's ledelse er yderst bevidste om konkurrencemæssige faktorer på markedet, hvilket afspejler sig i valget af den interne strategi for B&O. Analysen tager afsæt i den konkurrencemæssige situation i branchen for AV/Audio-branchen.



Figur 10 – Porters Five Forces⁵²

Trusler fra nye indtrængere

Ved truslen fra nye indtrængere på et marked, er det afgørende at vurdere, hvor høj indtrængningsbarrieren vil være for at etablere sig på markedet. Hvis indtrængningsbarrieren er høj, vil det minimere risikoen fra nye indtrængere på markedet, idet de eksisterende virksomheder på markedet vil have for store markedsandele samt økonomisk magt. Ved en lave indtrængningsbarrierer på et markedet, vil nye konkurrenter have let ved at komme ind et marked.

⁵² Lynggaard, Peter, Driftsøkonomi, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, København 2008, side 274

I branchen for AV/Audio hvor B&O befinder sig, er indtrængningsbarrieren utrolig høj, idet der er mange store virksomheder på markedet, som B&O, Sony, Bose, Samsung, Loewe, Phillips, LG og mange flere. Derfor vurderes truslen fra nye potentielle indtrængere at være lille, da markedet er præget af mange store virksomheder, hvor B&O befinder sig i toppen af markedet målt på kvalitet og design. Det vil kræve store ressourcer for nye virksomheder at komme ind på markedet, idet de store virksomheder på markedet besidder en stor know-how samt en bred kundedatabase, som en nystartet virksomhed i branchen vil have svært ved at konkurrere imod. B&O har blandt andet opbygget et stort distributionsnetværk i hele verden, både igennem deres B1 butikker samt shops-in-shops i eksklusive butikcentre. Herved fremstår B&O som et eksklusiv brand i hele verden, hvorimod nystartede virksomheder i branchen skal benytte store ressourcer for at komme på niveau med B&O.

Foruden B&O, så er Bose og Loewe blandt de mest fremtrædende konkurrenter til B&O inden for AV/Audio-branchen. Kendetegnet ved både B&O, Loewe og Bose er, at alle virksomheder har været i stand til at differentiere sig fra øvrige konkurrenter ved udelukkende kun at fokusere på deres eget brand. Bose er kun leverandør til Audio-branchen og kendt for deres fantastiske lyd kvalitet, hvorimod Loewe er leverandør til AV/Audio-branchen og de ligner efterhånden mere og mere B&O både på kvalitet og design. Loewe bliver ligeledes solgt i eksklusive butikker, hvor kunderne skal have en ekstra ordinær kundeoplevelse ved køb af et AV-Audio produkt.

Kundernes forhandlingsstyrke

B&O sælger deres produkter gennem flere salgskanaler. B2C bliver solgt gennem B1-butikker og shops-in-shops butikcentre, mens B2B bestående af Automotive og ICEpower bliver solgt til samarbejdspartnere. For at analysere på truslen af kundernes forhandlingsstyrker, skal truslen analyseres både på B2C og B2B markedet.

Truslen fra kundernes forhandlingsstyrke er meget stor på B2C markedet, hvor B&O sælger deres produkter igennem fysiske butikker. B&O investerer mange ressourcer i at give kunderne en elegant indkøbsoplevelse, hvilket kunderne forventer ved købet af B&O's eksklusive produkter.

Den store trussel fra kunder hænger i stor stil sammen med analysen af de økonomiske forhold under PESTEL-analysen, hvor det blev konstateret at B&O har oplevet store fald i omsætningen siden finanskrisen. I tider med højkonjunkturer vil kunderne være mere villig til at købe luksuøse varer og omvendt under lavkonjunktur, hvor kundernes privatøkonomi er presset og i stedet køber billigere produkter. Med udgangspunkt i ovenstående vurderes kundernes forhandlingsstyrke særdeles stor på B2C markedet.

På B2B markedet hvor B&O sælger audio produkter til BMW, Audi, Mercedes-AMG og Aston Martin anses ikke for at være den store trussel, idet B&O står stærkt over for kunderne, idet de eksklusive bilproducenter som B&O sælger audio produkter gerne vil have B&O's produkter i deres biler. Ligeledes står B&O stærkt i forhold til ICEpower, idet produkter er patenteret, hvilke gør, at kunderne skal finde alternative løsninger, medmindre de ikke vil handle med B&O.⁵³ Derfor er truslen fra kundernes noget lavere på B2B-markedet.

Trusler fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter hænger i stor stil sammen med de teknologiske forhold under PESTEL-analysen, idet der kommer mange nye produkter på markedet hele tiden inden for AV/Audio-branchen. Markedet er præget af stor udvikling og hård konkurrence, hvilket medfører, at virksomhederne forsøger at differentiere sig fra konkurrenternes produkter ved lancering af nye produkttiltag. Truslen fra substituerende produkter i B&O's tilfælde vil være computer, smartphones, tablets mv., idet disse produkter har de samme funktioner som B&O's produkter, hvor det er muligt at afspille tv og hører musik, som i B&O's tv og anlæg mv.

Ved B&O PLAY serien, der indeholder billigere produkter end B&O's øvrige sortiment vil truslen stadig være computere, smartphones og tablets mv. Men idet B&O i forvejen har telefoner og mindre musikanlæg i deres sortiment, kan de derfor ikke kategoriseres, som substituerende produkter.

⁵³ <http://ing.dk/artikel/icepower-grundlaegger-sadan-fik-gyseren-en-lykkelig-slutning-104937>

I forlængelse af PESTEL-analysen hvor trends i samfundet blev analyseret er smartphones og tablets gået hen og blevet en større og større konkurrent til det gamle tv. Ved smartphones og tablets er det muligt at streame tv eller musik på farten, hvorimod tv'et ikke kan lade sig gøre at tage med på farten. I takt med producenter som Apple udvikler nye smartphones og ipads, hvor skærmene bliver større og tyndere, medfører det at kvaliteten af tv og musiktjenester på disse apparater bliver bedre og bedre samt mere populært. En stigende trend i samfundet er også et helt mediecenter, hvor man kan styre alt tv og lyd i huset fra et sted. Dette har B&O blandt andet imødekommet med udviklingen af "Boelink Smarthome", hvor det er muligt at styre B&O's fladskærme via smartphone og tablets. Udvikling af "Boelink Smarthome" er en følelse af, at B&O har oplevet problemer med, at forbrugere af deres tv har oplevet vanskeligheder med, at styre hele mediecentret med B&O's fjernbetjening. Udviklingen af "Boelink Smarthome" er et forsøg på at imødekomme konkurrencen for computeren, der i sig selv udgør et helt mediecenter.

Den potentielle trussel fra substituerende produkter er blevet markant større og B&O bør have ekstraordinært fokus på nye trends i samfundet, således at substituerende produkter ikke stjæler markedsandele fra B&O. Kendetegnet ved B&O's produkter har altid været høj kvalitet og eksklusivt design, men hvis produkterne ikke kan det samme, som substituerende produkter som computer, smartphones og tablets kan i fremtiden, så får B&O store vanskeligheder med at få kunderne til at betale mange penge for deres produkter.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

B&O forsyner sig med leverancer fra cirka 220 forskellige leverandører, hvor knap 40 leverandører udgør størstedelen af leverancerne. Internt i B&O bliver leverandørerne opdelt i følgende kategorier: nøgleleverandørerne, systemleverandører, kapacitetsleverandører og standardleverandører.⁵⁴ Leverandørernes forhandlingsstyrke vil blive gennemgået særskilt for alle fire kategorier, idet B&O's afhængig af leverandører kategorierne er forskellige.

⁵⁴ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 35

Nøgleleverandører

B&O er mest afhængige af deres cirka 20 nøgleleverandører, der leverer alle nøgle komponenter til B&O's produkter. Nøgleleverandørerne er meget kritisk for B&O, idet B&O foretager produktspecifikke investeringer i produktionsudstyr fra nøgleleverandører, der opsættes hos leverandørerne, mens leverandørernes investeringer oftest er begrænsede. Dette samarbejde betyder at, B&O forventer meget af deres leverandører, fordi de investerer mange penge i leverandørernes produktionsudstyr. Idet B&O har investeret store ressourcer i leverandørernes produktionsudstyr, vil det være omkostningsfuldt for B&O at skifte en leverandører ud til en ny. Nøgleleverandører er derfor stor betydning for B&O, hvorfor det vil være kritisk, hvis samarbejdet ophørte.⁵⁵

Det tætte samarbejde med nøgleleverandørerne kræver, at B&O har adgang til leverandørernes produktionskonstruktioner, idet en ændring i et nuværende produkt eller helt nyt produkt skal tilpasses leverandørernes produktionskonstruktioner med det samme. Herudover er en række af nøgleleverandørerne også konkurrenter til B&O på audio- og videomarkedet, hvilket kan medføre en risiko for, at leverandørerne kopier B&O's nye produkter til egen produktion, idet B&O ikke har patent på produkterne.⁵⁶

Det vurderes derfor at nøgleleverandørerne har en stærk forhandlingsstyrke over for B&O. En svigtende leverance eller et afbrudt samarbejde med en leverandør, kan medføre nye investeringer i indkøring af alternative leverandører, hvilket vil medføre betydelig negativ påvirkning på B&O's økonomi.

Systemleverandører

B&O er knap så afhængige af deres cirka 20 systemleverandører, contra deres nøgleleverandører, men stadig meget afhængige også af deres systemleverandører, som leverer komponenter som forstærkere, højtaleenheder og mekaniske overfladeemner. Ligesom ved nøgleleverandørerne, så investerer B&O i systemleverandørernes produktionsudstyr, mens systemleverandører også investerer betydelige ressourcer i samarbejdet. Samarbejdet med

⁵⁵ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 68

⁵⁶ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 68

systemleverandørerne er yderst vigtigt for B&O, idet leverandørerne allerede deltager i produktudviklingsfasen samt leverer komponenter til de færdige produkterne. Det vurderes derfor at systemleverandørerne også har en stærk forhandlingsstyrke over B&O, idet B&O er afhængige af, at kunne få leveret de nødvendige komponenter rettidigt, til konkurrencedygtige priser i høj kvalitet. Ellers vil det medføre betydelig negativ påvirkning på B&O's økonomi.⁵⁷

Kapacitetsleverandører

B&O er mindre afhængige af deres kapacitetsleverandører, der leverer komponenter, råvarer og halvfabrikata, hvor det oftest er B&O der specificerer ydelsen. Det er hovedsageligt leverandørerne alene, der foretager investeringerne i produktionsudstyret. B&O har mulighed for at vælge mellem flere leverandører, der kan levere de ønskede komponenter, som blandt andet kan være PCB'er, plastemner, ledninger og metalemner. Det vurderes derfor at kapacitetsleverandørerne har en lav forhandlingsstyrke over B&O, idet B&O har mange forskellige leverandører at vælge imellem, og leverandørerne selv investerer i produktionsudstyr.⁵⁸

Standardleverandører

B&O's standardleverandører leverer standardkomponenter eller ydelser, som hverken leverandørerne eller B&O har foretaget investeringer i, idet der er tale om standardprodukter. B&O har heller ikke et nært forhold til leverandørerne, idet det er forholdsvis billigt at skift leverandører. Derfor vurderes det at standardleverandørerne har en lav forhandlingsstyrke, idet B&O frit kan vælge mellem mange leverandører omkostningsfrit.⁵⁹

⁵⁷ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> side 68

⁵⁸ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> side 68

⁵⁹ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> side 68

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

For at kunne undersøge, hvilken konkurrence, der er på markedet hvor B&O befinder sig på, kræver det definition af, hvilken markedsform B&O befinder sig under. B&O opererer på et markedet, hvor der er differentieret oligopol, hvor der er få store virksomheder og mange mindre virksomheder på markedet. Herudover befinder B&O sig på et heterogent marked, hvor forbrugerne har præferencer over for produkterne, designet og udbyderne.

Konkurrenceformer					
Antal udbydere Graden af præference	1	2	En stor samt et antal små	Få store	Mange
Homogent marked (ingen præference)	Monopol	Duopol	Delvist monopol	Oligopol	Fuldkommen konkurrence
Heterogent marked (nogen præference)		Differentieret duopol	Differentieret, delvist monopol	Differentieret oligopol	Monopolistisk konkurrence

Figur 11 – Konkurrenceformer⁶⁰

B&O har siden slutningen af 1960'erne opbygget en stærk position på markedet ved at skabe et brand, der er kendetegnet for sit design og kvalitet. B&O har differentieret sig fra andre AV-produkter siden alliancen i slutningen af 1960'erne, hvor Peter Bang og Svend Olufsen valgte at alliere sig med arkitekter og designer for at adskille sig fra konkurrencen fra Asien. B&O befinder sig i en niche i markedet, hvor de sælger dyre produkter til en smal målgruppe. B&O har de seneste år oplevet store fald i omsætningen på AV-markedet, fordi teknologien har været for hastig samt stor konkurrencen fra substituerende produkter. Dette har resulteret i B&O har skabt B&O PLAY, som tidligere nævnt i PESTEL-analysen. B&O's satsning ved udvikling af B&O PLAY har været en stor succes. Som tidligere nævnt udgjorde B&O PLAY 25% af omsætning for regnskabsåret 2014/15, svarende til 613 mio. DKK.⁶¹

⁶⁰ Lynggaard, Peter, Driftsøkonomi, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, København 2008, side 290

⁶¹ Bang og Olufsens, Årsrapport 2014/15 – side 10

Som nævnt tidligere er markedet for AV/Audio ledet af mange store virksomheder som B&O, Bose, Loewe, Sony, Samsung, Phillips, LG med flere. Herudover er mange mindre virksomheder, der befinder sig på markedet, der lancere billigere produkter og ikke i samme grad påvirker den teknologiske udvikling. Konkurrenter som Samsung, Sony og Phillips har efterhånden mange års erfaringen inden for AV/Audio markedet og er begyndt at lancere produkter, der tilnærmer sig B&O's niveau, men til en langt billigere pris. Idet alle de store AV-producenter på markedet er begyndt at komme forrest på teknologien, så bliver det sværere for B&O i fremtiden at differentiere sig i samme grad, som B&O tidligere har gjort. På Audio-markedet er B&O i direkte konkurrence med Bose og Loewe, der også leverer Audio-produkter i høj kvalitet og anerkendte brands både på Audio-markedet og det Automotive-marked.

Det vurderes samlet set at rivaliseringen i branchen til at være høj, idet der er mange store virksomheder, som alle kan påvirke den teknologiske udviklingen på AV/Audio-markedet, hvor B&O befinder sig. Den høje rivaliseringen i branchen er også kendetegnet ved at B&O blandt andet investere store beløb i deres nøgle- og systemleverandørers produktionsudstyr, således deres produkter bliver produceret i den højeste kvalitet samt har kontrol over, at leverancerne fra leverandørerne produceres korrekt og til tiden.

Delkonklusion

Gennemgangen af Porters Five Forces har givet mange forskellige vurderinger af konkurrencen på markedet ud fra de fem konkurrencekræfter, der befinder sig på markedet. Derfor er de vigtigste konklusioner opsummeret i nedenstående figur.

Truslen fra nye indtrængere	Truslen fra kundernes forhandlingsstyrker	Truslen fra substituerende produkter	Truslen fra leverandørerne	Rivaliseringen mellem eksisterende virksomheder på markedet
Lav	B2C – Høj B2B - Middel	Middel	Høj	Høj

Figur 12 – Opsummering – Porters Five Forces, egen tilvirkning

Truslen fra nye indtrængere på markedet vurderes lav, idet der i forvejen på AV/Audio-markedet er mange store aktører, der besidder stor know-how omkring forskning og udvikling i AV- og Audioprodukter. Herudover besidder alle store aktører stærke ekspertiser inden for distribuering af deres produkter i hele verden. Det vil derfor kræve, at nye aktører på markedet skal bruge stor kapital, for at kunne etablere sig på markedet. Foruden bred know-how og store distributionsnetværker, så har alle store aktører på markedet skabt gode brands, som er velkendt over hele verden. Truslen fra nye indtrængere på markedet, der leverer produkter i samme kvalitet og design, som B&O vurderes at være lav.

Truslen fra kundernes forhandlingsstyrke er delt op i B2C og B2B, da begge markeder har hver sin trussel. Truslen på B2C markedet for B&O vurderes utrolig høj, idet B&O har oplevet store tab i omsætning siden finanskrisen, hvor krisen har medført, at luksusprodukter blev fravalgt til fordel for billigere behovsprodukter. Som nævnt tidligere så B&O oplevet store fald i omsætning siden finanskrisen, hvilket er direkte konsekvens af, at kunderne har haft et faldende privatforbrug, hvor det trygheds- og sociale behov er vægtet højere end selvrealiseringsbehovet ved at købe et luksusprodukt.

Truslen på B2B markedet vurderes lav, idet samarbejdspartnerne Audi, BMW, Mercedes AMG og Aston Martin ønsker at få B&O Audio-produkter monteret i deres luksusbiler, og

brander herved deres luksusbiler med eksklusive lydoplevelser i stedet for standard Audio-produkter i bilen. Herved er B&O ikke direkte påvirket af, hvordan bilsalget foregår, da samarbejdspartnere skal bruge B&O's Audio-produkter i deres produktion af luksusbilerne. Herudover har B&O patent på ICEpower, hvilket medfører at kunderne skal vælge alternativer, hvis de ikke ønsker at købe produktet.

Truslen fra substituerende produkter er middel, idet fremtidens teknologi inden for computer, smartphones og tablets gør, at de kan erstatte det oprindelige tv og lydanlæg. Derfor har B&O også tilpasset alle deres produkter, således de trådløst fungerer med både computer, smartphones og tablets. Denne integration i produkterne er blandt andet direkte konsekvens af samfundsændringer, hvor det bliver mere normalt at streame tv og musik på computer, smartphone eller tables på farten, hvilket er en direkte trussel til tv'et og anlægget placeret i hjemmet. Herved skal B&O være vagtsomme i fremtiden og forsøge at udvikle produkter, der skal kunne samarbejde med computer, smartphones og tablets og bedste henseende være bedre, således folk stadig vil betale mange penge for B&O produkter.

Truslen fra leverandører er utrolig høj. Dette skyldes at B&O investerer mange penge i deres nøgle- og systemleverandørers produktionsudstyr samt ligger mange ressourcer i overvågning af deres leverandørers produktion, således B&O ikke oplever manglende leverancer eller fejlproduktion af komponenter. Endvidere er mange af B&O's leverandører også konkurrenter til B&O, hvor der er risiko for at leverandørerne kopier produkterne til deres produktserie. Dette er lovligt så længe B&O ikke har patent på komponenterne.

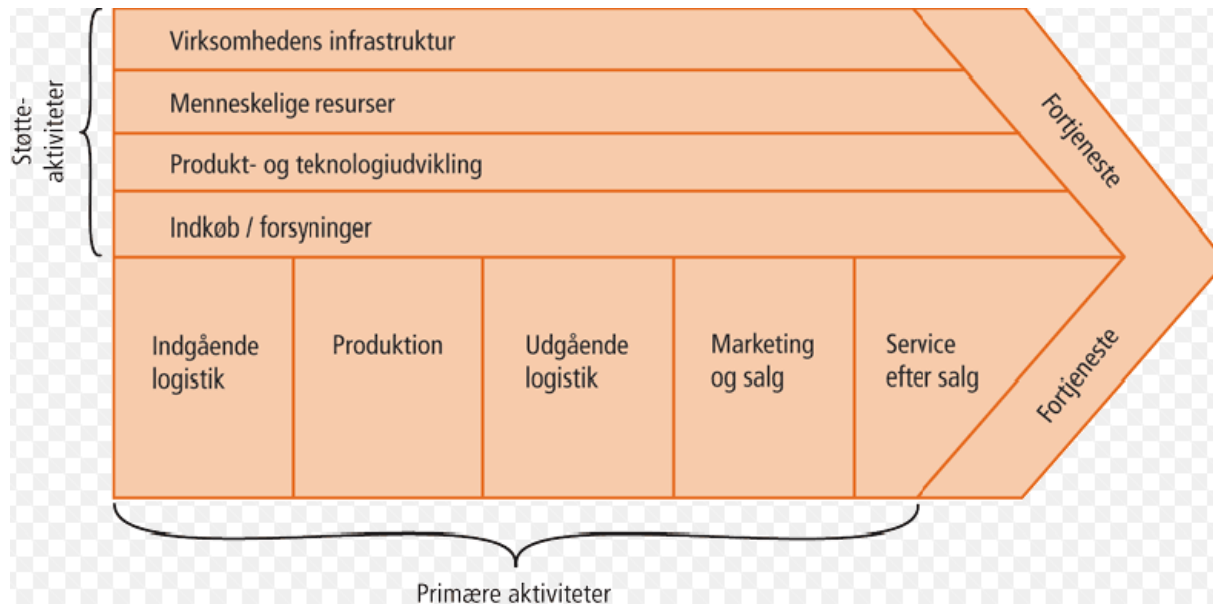
Truslen fra rivalisering af eksisterende virksomheder på markedet anses for at været høj. Selvom B&O befinder sig på et nichemarked på AV-markedet, hvor de er i direkte konkurrence med Loewe og Bose, så forventes denne niche ikke at være så afgørende i fremtiden, idet andre konkurrenter på markedet såsom Sony, Samsung, Phillips, LG og flere er begyndt at udvikle produkter, der minder tilnærmelsesvis meget om B&O's produkter, men til billigere penge. Herved vil stigende konkurrence i fremtiden betyde, at B&O får svært ved at differentiere sig på kvalitet og design. Derfor vurderes det, at konkurrencen er høj mellem eksisterende virksomheder på markedet.

3.2.2 Interne forhold

I det foregående afsnit gennemgik vi eksterne forhold i omverden, der har væsentlig indflydelse på B&O's ledelses valg af strategi. I dette afsnit vil de interne forhold blive gennemgået, som er aktiviteter, der foregår inden for B&O's vægge, og herved kan mere eller mindre selv kan justere eller ændre disse forhold.

3.2.2.1 Værdikæde analyse

Som nævnt tidligere i afsnittet model- og metodevalg, vil den interne analyse bestå af en gennemgang af henholdsvis primæraktiviteterne og støtteaktiviteter i B&O's værdikæde. Hensigten med at analysere de primære aktiviteter er, at de består af de aktiviteter, der indeholder fremstillingen af produktionen, mens støtteaktiviteterne underbygger primære aktiviteter. Vi har valgt at benytte Michael Porters værdikæde til at analysere B&O's værdikæde, som kan ses i nedenstående figur. Analysen vil begynde nede fra primæraktiviteterne for at afslutte med støtteaktiviteterne, der underbygger primære aktiviteter.



Figur 13 – Michael Porters Værdikæde⁶²

⁶² Lynggaard, Peter, Driftsøkonomi, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, København 2008, side 278

Primære aktiviteter

De primære aktiviteter er den proces i værdikæden, hvor produkterne produceres med henblik på salg. Derfor strækker de primære aktiviteter sig fra modtagelse af råvarer til markedsføring og salg af produktet. Selve produktet pålægges ingen værdi i produktionen, fordi der er afholdt omkostninger hertil. Det er derimod kunders oplevelse af produktet, der skaber værdi for B&O. De fem steps i primære aktiviteterne vil blive gennemgået særskilt nedenfor.

Indgående logistik

B&O' indgående logisk består af alt fra bestilling af råvarer og komponenter til varerne er på lageret. Som nævnt tidligere under truslen fra leverandører under brancheanalysen, så benytter B&O omkring 220 forskellige leverandører, hvor knap 40 af leverandørerne udgør størstedelen af det samlede varekøb. B&O har blandt andet outsourcet al produktion af elektronikkomponenter, der indgår i audio- og videoprodukter, og indkøber i stedet en lang række produktrelateret delkomponenter og halvfabrikata blandt deres mange leverandører. Den slags delkomponenter og halvfabrikata kategoriseres enten som standardkomponenter eller specielkomponenter ved modtagelse af varerne.⁶³

Produktion

Som nævnt ovenfor, så har B&O outsourcet al produktion af elektronikkomponenter, der indgår i audio- og videoprodukter, og indkøber i stedet disse delkomponenter og halvfabrikata fra leverandører. B&O har i stedet for gennem mange års erfaring udviklet en særlig ekspertise inden for produktion af indfarvning/bearbejdning og overfladebehandlinger af aluminium. Disse materialer behandles og bearbejdes af B&O, således at deres produkter får det ønskede finish, som der forventes af B&O's produkter.

B&O's produktion har til formål at producere alle B&O's fire forretningsområder, som nævnt tidligere under virksomhedsbeskrivelsen, udgør AV og B&O PLAY inden for B2C og Automotive og ICEpower inden for B2B. B&O's fire forretningsområder udgør et bredt sortiment af produkter, hvilket kræver mange forskellige produktionslinjer.

⁶³ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 66

I figur 14 neden for kan ses hovedprodukterne under de fire forretningsprodukter.



Figur 14 – B&O's Forretningsområder⁶⁴

B&O's produktion er opdelt i fire kategorier:

- Mekanikproduktion i Struer
- Montage i Struer
- Montage i Koprivnice, Tjekkiet
- Distributionscenter i Herning⁶⁵

Mekanikproduktion i Struer

Mekanikproduktionen i Struer er den mest kapitalkrævende og investeringstunge del af hele B&O's produktion. Fabrikken beskæftiger omkring 230 medarbejder og udgør cirka 25.700 kvadratmeter. Fabrikkens produktionsprocesser er i de fleste tilfælde automatiseret ved hjælp af robotudstyr eller funktionsdygtige maskiner, både inden for produktion af

⁶⁴ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 12 (seneste opdateret version af forretningsområder)

⁶⁵ http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~/_media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf - side 66

aluminiums- og plastbehandling. B&O har stor ekspertise ved anodisering af aluminiums-overflader, således at produkterne bliver funktionsdygtige over for dagligt brug. B&O's anvendelse af glansfulde ridsefrie overflader giver et mere elegant design, end ubehandlede overflader, som øvrige aktører på markedet anvender i deres produktion. B&O har herved opbygget store kompetencer inden for produktion af kvalitetsprodukter til Audio- og videoprodukter samt Automotive-produkter, som konkurrenterne har svært ved at leve op til.⁶⁶

Montage i Struer

Montage afdelingen i Struer ligger i et produktionsmiljø for sig selv. Fabrikken udgør cirka 17.000 kvadratmeter og beskæftiger omkring 200 medarbejdere. Processerne i produktionen er manuelle ud over limning, der er automatiseret.⁶⁷

Montage i Koprivnice, Tjekkiet

Montage afdelingen i Koprivnice foregår på en fabrik, der blev opført i 2006 og udgør cirka 17.000 kvadratmeter. Fabrikken beskæftiger cirka 220 medarbejder. Formålet med fabrikken i Koprivnice er at have fokus på formontage-opgaver til produktionen i Danmark og fremstilling af audioprodukter og telefoner. Processerne i produktionen foregår på samme vis som i Struer, som sker ved manuelle processer. Fabrikken i Koprivnice er en vigtig faktor i B&O fremtidsplaner, idet B&O ønsker at fabrikken skal hjælpe med at varetage arbejdsintensive opgaver i stedet for i Danmark. Derfor har B&O allerede haft det tjekkiske personale på flere kurser, hvor de skal lære at producere AV- og Audioprodukter. Ledelsen formål med på sigt at flytte større dele af produktionen til Koprivnice er, at omkostningsniveauer og lønniveauet er lavere end i Danmark, samtidig med der forventes at opretholde det samme kvalitetsniveau. Herudover har fabrikken i Tjekkiet også til formål at distribuere reservedele globalt, og der ekspedere omkring 1.200 varer dagligt.⁶⁸

⁶⁶ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 67

⁶⁷ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 67

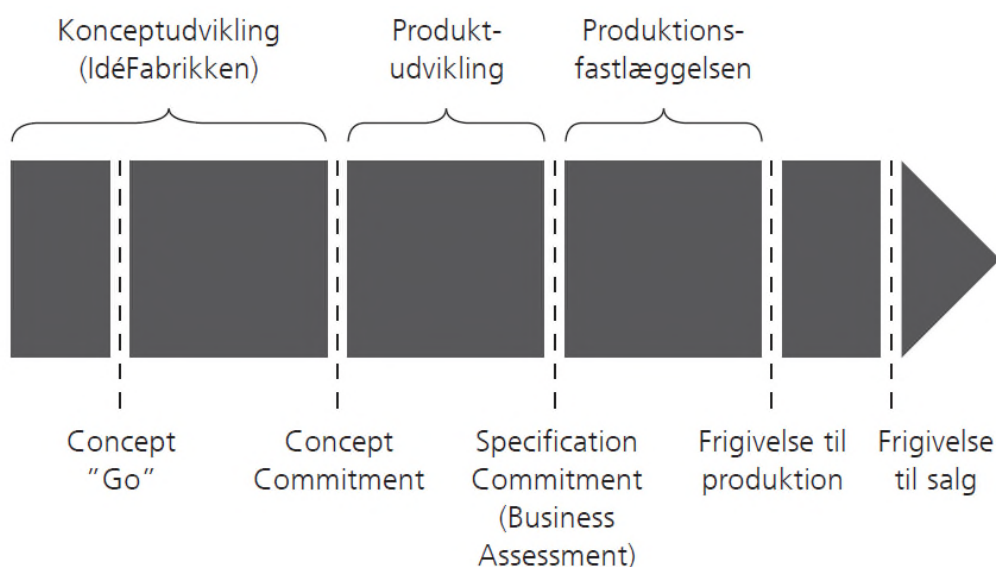
⁶⁸ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 67

Distributionscenter i Herning

Distributionscentret i Herning udgør et fuldautomatisk lager for mindre produkter samt et manuelt betjent lager for store produkter, som medvirker til en integreret del af den samlede forsyningskæde. Distributionscenteret i Herning er endvidere integreret med butikker globalt, således alle butikker kan forsynes med varer.⁶⁹

B&O's produktudviklingsmodel

B&O har en produktudviklingsmodel, som kan ses nedenfor. Modellen er opdelt i tre faser, nemlig konceptudvikling, produktudvikling samt produktionsfastlæggelse inden produkterne er klar til frigivelse til salg.



Figur 15 – B&O's Produktudviklingsmodel ⁷⁰

Første fasen fra Concept "Go" til Concept Commitment bliver den overordnet strategi kombineret med master planer med behovsdækning såsom forskning og teknologisøgning ved gennemførte forsøgsprojekter og inspirationssøgning ved konkurrenter. Der er både repræsenteret udviklingsingeniører og konceptudviklere fra B&O's interne IdéFabrik samt eksterne konsulenter i ideudvikling af nye koncepter. Resultatet af denne proces udgør

⁶⁹ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 67

⁷⁰ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 68

specificeret konceptudvikling, der skal bearbejdes videre i anden fase, hvor produktets specifikationer udvikles.⁷¹

Anden fase fra Concept Commitment til Specification Commitment arbejdes der videre med de gennemførte forsøgsprojekter, som IdéFabrikken har udvalgt til at arbejde videre med. I anden fase intensiveres det integrerede produktudviklingsforløb mellem IdéFabrikken, udviklingsafdelingen, produktionsafdeling og nøgleleverandører. Hermed dannes både de endelige produktspecifikationer og teknologiske specifikationer.⁷²

I tredje fase efter Specification Commitment godkendes det nye produkt. Produktets specifikationer låses fast og både eksterne og interne leverandører orienteres om det nye produkt. Herudover udarbejdes der en proces for at sikre at leverandørernes produktionsudstyr kan håndtere produktionen af det nye produkt. Hvis ikke, så tages der stilling til hvilken form for investering det kræver i produktionsværktøjer samt investering i de tilknyttede produktionsprocesser der skal forbedres. Herefter udarbejdes et estimat for, hvornår produktet kan frigives til egentlig produktion og senere salg.⁷³

Udgående logistik

B&O's udgående logistik består af alle de aktiviteter, der fører de færdige varer ud til kunderne. Det er lige fra lagerstyring, distributionskæder til ordreregistrering. B&O's ledelse har valgt at B&O skal være en ordreproducerende virksomhed, hvor B&O's allerdyreste produkter, først bestilles hjem fra centrallagre efter kunderne har angivet en ordre. B&O producerer løbende de allerdyreste produkter, således der ikke produceres store mængder til lagret, der kan risikeres ikke at blive solgt. Hvorimod produktserien B&O PLAY produceres til at ligge på hylderne i butikkerne, da det er væsentlige billigere produkter. Dette medfører en stor fordel for B&O, idet de undgår store pengebindinger i varelageret på deres aller-

⁷¹ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 69

⁷² <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 69

⁷³ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 69

dyreste produkter. Eftersom B&O's ledelse brander sit image, som AV-Audiobranchens førende på kvalitet og design, så er kunderne også forbedret på, at produkterne ikke produceres i masseproduktion og er villige til, at produkterne bestilles hjem til butikken.⁷⁴

Lagerstyring

B&O har som nævnt ovenfor valgt at være ordrevirksomhed, hvor dyre produkter først produceres, når kunden har afgivet en ordre. Men sådan har det ikke altid været for B&O. Indtil 2001, hvor B&O ansatte Peter Bogh Lindgaard, som Head of Logistics and Distribution ændrede han hele B&O's lagerstyring. Peter Bogh Lindgaard forlod dog hans stilling i 2012. Forinden ansættelsen af Peter Bogh Lindgaard havde B&O lager rundt omkring i hele verden for, at butikkerne altid havde produkterne på lageret. Men B&O valgt at nedlægge alle lagre og etablere et lager i Struer, hvorfra alle produkter skulle sendes ud i verden efter modtagelse af kundens ordre. Siden hen har B&O etableret et lager i Herning i stedet, hvor det er bedre mulighed for direkte vej på motorvej samt tættere vej til lufttransport. Peter Bogh Lindgaard udarbejdede en business case for hvert land, som B&O distribuerede produkter til. Resultaterne viste, at det var billigere at sende varerne med fly fremfor at have store pengebindinger i lagre i hvert af landene. Nedlæggelse af lagerne i hele verden til kun at have centrallageret i Struer var ikke en nem og billig proces. Så derfor henvendte B&O sig i 2007 til Langebæk Logistisk for at få hjælp til en skræddersyet løsning til distribuering fra centrallageret i Struer. I forvejen havde B&O oplevet et godt samarbejde over 30 år med Langebæk Logistik, hvilket derfor var naturligt at firmaet skulle benyttes til løsningen af opgaven. Langebæk Logistik leverede en optimal løsning, hvilket B&O i dag stadig er glade for. B&O oplyser, at der kun er sket 5 fejl i levering i over 18.000 forsøg.⁷⁵

Distributionskæder

B&O har som nævnt tidligere to former for distributionskæder, nemlig B1-butikker og Shops-in-shops. Pr. 30. maj 2015 havde B&O i alt 714 butikker (525 B1 og 189 Shop-in-shop butikker)⁷⁶, hvorimod B&O havde i alt 724 butikker pr. 30. maj 2014 (549 B1 og 189 Shop-in-shop butikker).⁷⁷ Disse lukninger skyldes primært dårlige resultater i butikker,

⁷⁴ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 17-18

⁷⁵ <http://www.scm.dk/direkte-distribution-til-hele-verden>

⁷⁶ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 16

⁷⁷ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 17-18

hvilket er en effekt af at B&O ikke på nuværende tidspunkt er der, hvor strategien fra 2011 "Leaner, Faster, Stronger" har givet de forventede resultater, især fordi salget i Kina ikke har levet op til forventningerne.⁷⁸

Ordreregistrering

I henhold til B&O's fire forretningsområder i figur 14, så er der stor forskel på prisklasserne på B&O's produktgrupper. Derfor sker orderegistrering også på forskelligvis efter hvilket type produkt, det vedrører. B&O PLAY serien hvor produkterne ligger i prisklassen 2.000 kr. til 20.000 kr. vil produkterne altid være på lager, mens B&O's dyre AV-Audioprodukter i en meget højere prisklasse skal bestilles hjem. Det foregår ved, at B1 butikken eller shop-in-shops butikken bestiller produktet hjem fra lagret i Herning. Herefter leveres produktet inden for kort tid til butikken eller til kunden, hvis det ønskes af kunden. Herudover er det også muligt at købe produkter via B&O's hjemmeside, hvor det foregår på samme måde.⁷⁹

Marketing og salg

B2C-markedet

Markedsføring af B&O's produkter er et væsentligt fokusområde i hele koncernen. B&O yder tilskud til afholdelse af udgifter til både regionale og globale markedsføringskampagner i samarbejde med butikkerne. Herudover assisterer B&O også i forbindelse med afholdelse af lokale events i butikkerne med dygtige retail development managers, der vil medvirke til at rådgive kunderne om B&O's produkter. B&O stiller store krav til medarbejderne og butikkerne, der forhandler B&O's produkter, og at kunderne altid vejledes efter best practice fra B&O's salgsorganisation. Derfor uddanner B&O også egne medarbejdere samt forhandlere, butiksansatte og teknikere for at styrke omsætningen og kundernes oplevelse ved at købe et B&O produkt. B&O har interne uddannelser, der er specificeret til nye butiksejere, nye butiksledere, nye butiksansatte. Alt dette foregår via e-læringsportalen

⁷⁸ <http://nyheder.tv2.dk/2015-03-12-bo-succes-udebliver-maa-lukke-butikker>

⁷⁹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 17-18

BEOCADeMY, som foregår gennem webundervisning, hvor sælgere og teknikere bliver opdateret om produktviden og salg.⁸⁰

B2B-markedet

Projektsalg til større entrepriser til luksushoteller eller til store eksklusive ejendomsprojekter håndteres i Marketingsafdelingen i Lyngby, som er i direkte kontakt med de enkelte datterselskaber i hele verden.⁸¹

På det Automotive marked foregår salgsprocessen en del anderledes i forhold til B2C, idet B&O sælger til samarbejdspartner på det Automotive marked i stedet for direkte til kunderne. Som nævnt tidligere har B&O samarbejde med Audi, Aston Martin, Bentley, BMW og Mercedes m.fl. hvor salgsprocessen foregår i udviklingsprocessen af produktet i tæt samarbejde med bilproducentens udviklere, således der bliver udviklet et produkt fra B&O's side der opfylder samarbejdspartnerens forventninger og krav. Herfor forhandles pris, kvalitet og design løbende i processen, idet der sker store ændringer undervejs i produktudviklingsfasen.⁸²

B&O har omkring 50 kunder til ICEpower, hvoraf 5-10 af kunderne udgør en væsentlig del af kunderne. Den største enkeltkunde er Samsung, som følger af en gammel eksklusiv aftale om anvendelse af ICEpower teknologien i mobiltelefoner. Aftalen ophørte i 2009, men B&O har siden hen bevaret salget til Samsung samt fået nye mobiltelefonproducenter som kunder.⁸³

Service efter salg

B&O tilbyder afhængigt af gældende lovgivning 2-5 års garanti på produkterne, hvor B&O tilbyder vederlagsfrit reparationer af produkterne eller erstatning af varerne, hvis de ikke fungerer tilfredsstillende. B&O tilbyder blandt andet fariness omkostninger til udbedring af

⁸⁰ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 63

⁸¹ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 63

⁸² <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 64-65

⁸³ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 65-66

visse produkter efter garantiperiodens udløb, hvis varen ikke fungerer tilfredsstillende.⁸⁴

På Audio- og Video markedet håndteres efterservicesalget af forhandlerne enten ved, at forhandlerne selv har autoriserede serviceteknikkere, eller de har aftale med B&O's autoriseret serviceværksted. Hvis der er tale om fejl, som skal dækkes af produktgarantierne, så fakturerer forhandleren B&O for reklamationen. B&O forlanger endvidere af forhandleren at de indrapporterer fejlen på produkterne, således man er bekendt med alle fejl på produkterne og kan forhindre dette ikke sker igen.⁸⁵

Efterservicesalget inden for store entreprise projekter håndteres af B&O selv. Reparationer inden for garantiperioden foretages på to måder. Enten at B&O's medarbejdere eller af et autoriseret B&O værksted, hvor B&O afholder udgiften til reparationen. Ligeledes foretager B&O selv efterserivesalget på reklamationer på det Automotive marked på samme vis som entreprise projekter.⁸⁶

De fem primære aktiviteter i Michel Poters værdikædeanalyse er nu analyseret, hvor formålet har været at analysere B&O's interne foretagender fra levering af råvarer på lageret til service efter salget.

Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne berører ikke produktet, men de er nødvendige, for at virksomheden kan producere produkterne. Formålet er at underbygge primære aktiviteterne således hele processen fungerer mere effektivt. Støtteaktiviteterne kan være værdiskabende eller i hvert fald være en vigtig forudsætning for B&O's værdikæde. De fire steps i støtteaktiviteterne vil blive gennemgået særskilt nedenfor.

Virksomhedens infrastruktur

I B&O's infrastruktur foretages overordnede handlinger, der har til formål at støtte alle øvrige aktiviteter i værdikæden. Det forstås således, at B&O's organisationskultur skabes her,

⁸⁴ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 64

⁸⁵ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 64

⁸⁶ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 64

og hvor beslutninger om alle øvrige aktiviteter foretages. Som nævnt tidligere i virksomhedsbeskrivelsen så har B&O ansat en professionel ledelse samt bestyrelse, der reagerer med strategiske tiltag hele tiden for at optimere B&O's interne processer. Seneste offentliggjorte udmeldelse af strategiske tiltag, har været anden fase af strategien "Leaner, Faster, Stronger", hvor B&O forsøger at imødekomme betydelige forandringer i omverden med henblik på at skabe stærkt fundament for vækst.

Menneskelige ressourcer

B&O har som nævnt tidligere stor fokus på uddannelse, således at alle medarbejdere besidder de rette kompetencer for at kunne bidrage til fælles succes. B&O havde 2.015 ansatte globalt ved aflæggelse af årsrapporten for 2014/15.⁸⁷

B&O har endvidere stor fokus på medarbejdernes trivsel og sikkerhed. Deres mål er at skabe et sundt og sikkert arbejdsmiljø for alle medarbejderne. B&O har yderligere stort fokus på, at arbejdspladsen tilpasses medarbejderne og ikke omvendt. Herved har B&O lige så stort fokus på sundheds- og sikkerhedsmæssige aspekter i produktudviklingsfasen, således at produktionen af nye produkter ikke vil påvirke sundheden eller sikkerheden på arbejdspladsen. Det store fokus på at undgå arbejdsskader har medført, at medarbejdere ikke må udfører ensidigt gentaget arbejde. Det defineres ved, at en arbejdsopgave ikke må tage mere en 50 % af arbejdsdagen. Medarbejdere må således ikke arbejde længere end 3-4 timer ved en arbejdsstation, hvorefter der skal skiftes til en anden arbejdsstation. Alle arbejdsstationer er udstyret med hæve/sænke funktioner. Alle medarbejder er instrueret i at benytte hæve/sænke funktionen for at øge fleksibiliteten og for at forebygge gentagende arbejde.⁸⁸

Produkt- og teknologiudvikling

Ifølge omverdens analysen så var produkt- og teknologiudviklingen blandt de vigtigste faktorer i den eksterne omverden, der dagligt ændrer markedet. Det samme gælder for B&O der har stort fokus på produkt- og teknologiudvikling. Det centrale for hele B&O's sortiment er kvalitet, brugervenlighed og elegant design. Et andet kendetegn ved B&O's pro-

⁸⁷ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 5

⁸⁸ <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/manufacturing-environment>

duktsortiment er, at produkterne har lang levealder, hvor de løbende opdateres teknologimæssigt men ikke udsynsmæssigt. Det er ligeledes B&O's ledelses vurdering, at deres produkter matcher forbrugernes præferencer i længere tid end konkurrenterne formoder, hvilket kan tilskrives B&O's store satsning på produktdifferentiering ved design, kvalitet og innovation.⁸⁹

B&O's store satsning i produktdifferentiering har medvirket til et innovativt systemintegration i alle produkter i B&O's produktportefølje. Systemintegration har været et vigtigt omdrejningspunkt i årevis i B&O's produktstrategi, hvor det er muligt at have flere produkter samlet som eksempelvis tv med integreret audioanlæg med radio, dvd- og cd-afspiller. Systemintegration omfatter ligeledes BeoLink-systemet, hvor det er muligt at kombinere og sammenslutte alle B&O's produkter til en fælles enhed. Med udvikling af Beo5 fjernbetjeningen er det muligt let at distribuere lyd og billede til huset øvrige rum både med forskelligt musik og forskelligt lydniveau. Et yderest vigtigt element i en let og overskueligt installation mellem alle rummene i huset er trådløs kobling af højttalerne, således der ikke skal trækkes ledninger i hele huset, hvilket kan give vanskeligheder for "almindelige mennesker".⁹⁰

B&O's produktudvikling har altid været på forkant med fremtidens produkter, hvilket har udmønstret sig i at alle B&O's produkter kan sammenkobles med gamle produkter samt fremtidens produkter. Herved styrkes B&O's brand på satsning på design, kvalitet og innovation ved at produkterne fungerer i mange år. Hvis man har nogle gamle højttalerne der er 20 år gammel, så er det muligt at integrere det med et helt ny tv uden problemer.⁹¹

Indkøb og forsyninger

B&O indkøber store mængder af elektronikkomponenter samt produktspecificeret software andre råvarer, halvfabrikater mv. fra mange forskellige leverandører, som nævnt tidligere i rapporten. Derfor har B&O stor fokus på indkøbsafdelingen af råvarer mv. og har et

⁸⁹ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 59

⁹⁰ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 59

⁹¹ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf> - side 59

velfungerende it-system, der er integreret med ordre- og produktionsstyring, således råvarer og andre komponenter altid ligger klar på lageret, idet B&O er ordrevirksomhed og produkterne først produceres, når kunden har angivet en ordre.

Delkonklusion

Primære aktiviteter

B&O's primære aktiviteter strækker sig lige fra indgående logistik til service efter salg, hvor det er kundernes oplevelse af produkter, der skaber værdi for B&O. Først og fremmest har B&O stor indgående logistik af råvarer og specielkomponeret software mv. B&O benytter omkring 220 forskellige leverandører til at levere råvarer med videre til produktionen af B&O's fire forretningsområder, B2C (AV og B&O PLAY) og B2B (Automotive og ICEpower). B&O's produkt er opdelt i kategorier, mekanikproduktion i Struer, montage i Struer, Montage i Koprivnice i Tjekkiet, distributionscenter i Herning.

Hovedproduktionen foregår i stadig i Struer, hvor det mest kapitalkrævende og investeringstunge del af hele B&O's produktion finder sted. Endvidere har B&O opbygget store kompetencer inden for produktion af aluminiumsoverflader, således at produkter bliver funktionsdygtige over for dagligt brug ved ridsfrie overflader. B&O's fremtidsplaner er, at fabrikken i Koprivnice skal overtage mere og mere af produktionen, idet produktionen i Danmark er mere løntung end i Koprivnice. Samtidigt foretages mange formontage-opgaver i Koprivnice, idet fabrikken modtager store mængder af råvarer mv. fra Asien, inden de sendes til Struer og produceres færdigt.

Al distribution til hele verden foretages fra Distributionscentret i Herning, der forsyner alle butikker og forhandlere. B&O samlede i 2007 et stort distributionslager i Herning, hvor B&O's daværende Head of Logistics and Distribution, Peter Bøgh Lindegaard, fandt ud af, at det var billigere at have et stort lager i Danmark frem for at have flere forskellige i lagre i hele verden. Langebæk Logistik leverede et skræddersyet distributions løsning, hvor det kun er blevet til 5 fejl leveringer på over 18.000 forsøg. Ændring i distributionskæden har endvidere medført at der ikke længere er lager i butikker og hos forhandlerne af B&O's

dyre produkter, men i stedet bestilles hjem fra Distributionslageret i Herning, ved ordre-modtagelse fra kunden. Det meste af distributionen ud i verden foregår i dag via luftveje, hvilket er billigt og effektivt.

B&O yder tilskud afholdelse af udgifter til markedsføring både til regionale og globale markedsføringskampagner i samarbejde med butikker og forhandlere. Markedsførings på B2B foretager B&O selv fra marketingsafdelingen i Lyngby.

B&O tilbyder afhængigt af lovgivningen 2-5 års garanti på produkterne, hvor der tilbydes vedlagersfrit reparation eller nyt produkt, hvis produktet ikke fungerer tilfredsstillende. På B2C foretages reparationerne af butikken/forhandleren, som videre fakturerer B&O, mens B&O selv udfører reparationer på B2B.

Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteter omfatter først og fremmest virksomhedens infrastruktur, hvor alle beslutninger vedrørende alle B&O's interne forhold bestemmes af B&O's ledelse og bestyrelse, der senest med anden fase af "Leaner, Faster, Stronger" har forsøgt at imødekomme forandringer i omverden med henblik på at skabe en sund forretning med vækst.

B&O har stor fokus på de menneskelige ressourcer, hvor ledelsen forsøger at imødekomme et sikkert arbejdsmiljø for de ansatte og tænker medarbejdernes trivsel og sikkerhed ind allerede ved produktudviklings fasen, således de undgår at påvirkes medarbejders sundhed.

Produkt- og teknologi udvikling er kendetegnet bag B&O's succes. Blandt andet har B&O i mange år formået at producere innovative produkter, hvor det ikke har været nødvendigt at ændre udseendet på produkterne, men kun de indre funktioner. Det centrale for hele B&O's sortiment er kvaliteten, brugervenligheden og elegant design. Endvidere udviklet et innovativt systemintegration, hvor det er muligt at kombinere flere B&O produkter til en fælles enhed, både af gamle B&O produkter samt fremtidens produkter.

Til at styre indkøb af råvarer og forsyningskæden har B&O stor fokus på velfungerende computer system, som er integreret med ordre- og produktionsstyring, således der er et effektiv flow gennem hele forsyningskæden både fra lagerfolk, til butikker og bogholderi.

3.2.2.2 Konkurrence- vækststrategi

Ved analyse af hvilke konkurrence- og vækststrategier B&O anvender vil konkurrencestrategien blive gennemgået først.

Konkurrencestrategi

En virksomheds rentabilitet er ikke kun påvirket af konkurrencen i branchen, men i høj grad også af de strategiske tiltag, som virksomheden foretager for at positionere sig i den pågældende branche. Branchen for AV/Audiomarkedet er forholdsvis stabil, men kan ændre sig over tid ved for eksempel ny teknologi, ændringer i politiske regler mv. Det påvirker aktørernes konkurrencekræfter samt rentabiliteten i branchen.⁹² Herved vil forandringer i B&O som udgangspunkt være ændringer i vision og mission, hvilket danner beslutningsgrundlaget for de strategiske beslutninger. Med hovedfokus i rapporten på at udarbejde en retvisende værdiansættelse af B&O's markedsværdi pr. 29. februar 2016, er det vigtigt at kende B&O's strategiske beslutninger, som vil blive gennemgået neden for.

Vision

B&O's vision udtrykker den generelle tilstand, som virksomheden selv vil opfattes af kunderne samt hvilken eksistensgrundlag virksomheden besidder uden hensyntagen til ressourcemidler.

Grundlæggerende Peter Bang og Svend Olufsen fastlagde allerede tilbage i slutningen af 1920'erne en vision, der lød følgende:

*"Foretagsomhed er en nødvendighed – en uendelig vilje til at skabe det bedste af det bedste – til uafsladeligt at finde nye måder til forbedring."*⁹³

Visionen som grundlæggerne fastlagde i slutningen af 1920'erne var en ambitiøs vision, der ikke skildrer noget målbart, men udtrykker en stor dedikation for at yde sit bedste og blive bedre hele tiden. Visionens dedikation om vilje til innovation har 1920'eren præget B&O's kernekompetencer frem til i dag, hvor B&O stadig har fokus på kernekompetencer om at levere høj kvalitet, brugervenlighed og elegant design.

⁹² Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 85-86

⁹³ <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/our-values>

B&O's nuværende vision er stadig præget af grundlæggernes dedikation om viljen til hårdt arbejde skaber succes. B&O's vision ser således i dag:

"Mod til at overskride grænser for at skabe oplevelser, der overrasker og holder".⁹⁴

B&O's nuværende vision har stadig samme budskab som den oprindelige, der blev fastlagt i 1920'erne, dog opdateret med et ønske om at skabe oplevelser for kunderne.

Mission

B&O's mission udtrykker, hvad de vil udbede og tilbyde til omverden og hvordan de gerne vil opfattes af kunderne og andre interessenter.

Gennem informationssøgning har det ikke været muligt at finde B&O's direkte mission, men på deres hjemmeside oplyser de en "ideal", der antages for at være en mission. Idealen lyder således:

"Bang og Olufsen flytter din verden med vedvarende magiske oplevelser".⁹⁵

B&O vil gerne fremstå som et innovativ brand, der giver kunderne magiske oplevelser ved høj kvalitet, brugervenlighed og elegant design. B&O forsøger at udtrykke deres eksistensgrundlag i deres mission over for kunderne, ved at gøre opmærksomme på, at B&O besidder produkter af enorm høj kvalitet, der vil blive ved med i fremtiden at bringe kunden magiske oplevelser. Et andet vigtigt element der indgår i deres mission er fortælling om magisk sammenkobling med alle B&O's produkter, som flytter kundens verden ved kun en fjernbetjening.

Værdigrundlag

B&O's mission er baseret på kerneværdierne, som er det et udtryk for, hvordan B&O ønsker at blive opfattet af interessenter samt hvordan B&O vil agere i markedet. Nedenfor er direkte angivet B&O's tre kerneværdier, der skal udleves for at indfri missionen:

- Passion - *"Vores passion er det, der skaber den magi, vores kunder oplever i mødet med Bang og Olufsens produkter".*

⁹⁴ <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/our-values>

⁹⁵ <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/our-values>

- Stolthed – *”Vi er stolte over at skabe oplevelser, som nedbryder grænser og sætter nye standarder for kvalitet og funktionalitet. Ved at lade vores stolthed være plejemærke for alt, hvad vi gør, giver vores kunder magiske oplevelser”.*
- Vedholdenhed – *”Vi fokuserer altid på højeste kvalitet skabt i en sund og bæredygtig virksomhed. Gennem vores fokus og dedikation forvandler vi vores ambitioner til magiske oplevelser for kunderne”.*⁹⁶

B&O's tre kerneværdi udviser alle stor passion og dedikation om evnen til at yde sit bedste, for at udleve de bedste resultater. B&O har skyhøje ambitioner, om at nedbryde grænser og sætte nye standarder for kvalitet og funktionalitet ved dedikeret arbejde, hvor det hele tiden kan gøres bedre. Siden 1920'erne, hvor Peter Bang og Svend Olufsen grundlagde B&O, har virksomhedens kendetegn været magiske vedvarende oplevelser, hvor kvalitet, brugervenlighed og elegant design har skabt en særlig præference over for konkurrenterne. B&O's værdigrundlag, hvor det er præciseret, hvad B&O vil tilbyde omverden er samtidigt også en intern indikator på, hvordan B&O skal drive en sund forretning med økonomisk perspektiv. Værdigrundlaget danner grundlag for, hvilken strategi B&O vil ramme deres målgruppe med. B&O henvender sig til en smal målgruppe, hvor en typiske B&O kunde er mellem 35-60 år og bosiddende i et hus eller ejerlejlighed med forholdsvis høj ejendomsværdi. Endvidere har en typisk B&O kunde en mellemlang eller lang uddannelse, hvor kunden enten er selvstændig eller er ansat i den private sektor med en lønindkomst højere end gennemsnittet.⁹⁷

Med stort fokus på design, kvalitet, innovation og teknologi samt en smal målgruppe, så anvender B&O ifølge Michael Ports konkurrencestrategier en fokuseret differentieret konkurrencestrategi. Hvor B&O har en konkurrencefordel ved at have et unikt produkt, hvorimod de har en lille andel af totalmarkedet i markedsandel. Michael Ports konkurrencestrategier kan ses i neden stående figur. Formål med at anvende en fokuseret differentiering, som konkurrencestrategi er at kunne opnå en højere pris for produktporteføljen end konkurrenterne, og hermed opnå en højere indtjening end hvad konkurrenterne har mulighed for.

⁹⁶ <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/our-values>

⁹⁷ <http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~media/838B0941FDF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf>

Selve differentieringen ligger i at adskille sig fra konkurrenterne både på produkter, markedsføring og valg af salgskanaler, hvor B&O er helt unikke i forhold hvad konkurrenterne kan tilbyde på nuværende tidspunkt.

		Konkurrencefordel	
Markedsandel	Stor andel af totalmarkedet	Lave omkostninger	Unikt produkt
		Omkostningsleder	Differentiering
	Lille andel af totalmarkedet	Omkostningsfokus	Fokuseret differentiering

Figur 16 – Michael Porters Konkurrencestrategier⁹⁸

Vækststrategi

I forlængelse af analysen af konkurrencenstrategien, hvor B&O anvender en fokuseret differentieret konkurrencestrategi er det relevant at analysere, hvilken vækststrategi B&O benytter. Vækststrategien er baseret på den overordnede strategi, som B&O anvender. Det er specielt vigtigt for en børsnoteret virksomheder at have en vækststrategi, for således at skabe mest værdi for virksomheden og for aktionærerne eller potentielle aktionærer, der har en vis interesse i virksomheden.

Ved lancering af B&O's strategi "Leaner, Faster, Stronger" i 2011 var formålet at genskabe selskabet en ledende position inden for B&O's kerneværdier, samt opbygge en mere globalt kundeorienteret virksomhed, hvor omsætningen skulle være i intervallet 8-10 milliarder inden for 5 år.

Ved lancering af den nye strategi i 2011 fremhævede Tue Manton nogle strategiske tiltag, der skulle iværksættes:

- Etablere et Sound & Acoustics Innovation Team, der skulle sikre B&O drager fordel af deres unikke kompetencer og markedsposition på akustiskmarked.
- Etablere et nyt brand, B&O PLAY, der skulle henvende sig til den digitale generation. B&O PLAY bliver solgt igennem nye salgskanaler i form af online-butikker.
- Etablere flere butikker i BRIK-landene samt et salgskontrol i Shanghai, som B&O allerede har i Hong Kong og Sydchina.

⁹⁸ Lynggaard, Peter, Driftsøkonomi, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, København 2008, side 276

- Etablere et bedre samarbejde med partnerne på audio-video område vedrørende udvikling og indkøb, bl.a. ved etablering af kontor i Singapore, for at være tættere på asiatiske samarbejdspartnere.
- Flytte salgs- og marketingsafdeling fra Struer til Lyngby, hvilket skulle sikre det globale udsyn og virksomheds nærhed til kunderne.⁹⁹

I første fase af strategien "Leaner, Faster, Stronger" gennemgik B&O betydelige forandringer med henblik på at skabe et fundament for vækst. Produktporteføljen blev forenklet inden for alle produktkategorier og hastigheden og omfanget af produktinnovationer blev øget markant. Butikker der ikke har været lønsomme er blevet lukket for at skabe et stærkt fundament for vækst. B&O har tilpasset organisationen, således den ikke længere er kompleks men mere effektiv og fleksibel, hvilket har medført produktionsflytninger, omstrukturering af salgs- og marketingsorganisationen samt åbning af salgskontor i Singapore.¹⁰⁰

I anden fase af strategien "Leaner, Faster, Stronger" vil B&O bygge videre med første fases resultater samt øge selskabets omsætning og lønsomhed. B&O har udviklet seks strategiske fokusområder for anden fase af "Leaner, Faster, Stronger", som skal være vigtige "must-win battles" fra strategiens første fase. De seks fokusområder der skal sikre B&O øget omsætning og bedre lønsomhed er følgende:

- Skabe virkelig unikke Bang og Olufsen butiksoplevelser
- Forsætte med at bygge "sound as our hero"
- Gør tv til en vækstmotor for forretningen
- Udnytte B2B-potentialet hos AV-produkterne og løsninger
- Sætte mere fart på B&O PLAY gennem et stigende antal produktlanceringer og udvidet distribution
- Forsætte vækstmomentum i Automotive markedet¹⁰¹

I forlængelse af B&O's vækststrategi "Leaner, Faster, Stronger" arbejdes der med to parametre fra Ansoffs vækstmatrix, nemlig produkt og marked, der definerer hvilken vækst-

⁹⁹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2011/12 – side 6-12

¹⁰⁰ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 30

¹⁰¹ Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14 – side 30-31

strategi der anvendes i bestræbelserne efter vækst. I figuren neden for ses Ansoffs vækstmatrix, der som nævnt tager udgangspunkt i produkt og marked. B&O's strategi "Leaner, Faster, Stronger" tager udgangspunkt i flere forretningsområder, hvorfor det vil være mest korrekt at analysere B&O's vækststrategier på hvert enkelt forretningsområder, fremfor en samlet vækststrategi efter Ansoffs vækstmatrix.

		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 17 - Ansoffs vækstmatrix¹⁰²

AV og B&O PLAY – B2C

Forretningsområder AV og B&O PLAY kan ses som et forretningsområde, der anvender samme vækststrategier, hvor der er stor fokus på produktudvikling, hvor der er et ønske om flere produktlanceringer i strategien "Leaner, Faster, Stronger" samtidigt med højt fokus på udnyttelse af B&O's kernekompetencer i produkterne, der skal sælges på eksisterende markeder. Herudover ønsker B&O stadig at skabe en højere vækst i BRIK-landene, hvor der anvendes en markedsudviklings strategi, hvor eksisterende produkter sælges på nye markeder.

ICEpower – B2B

Forretningsområdet ICEpower adskiller sig fra B&O's øvrige forretningsområder, hvor B&O anvender markedspenetrerings strategi. B&O har udviklet et produkt, hvor de har oparbejdet patent, hvor det nuværende produkt sælges på et marked til omkring 25-30 forskellige kunder, som nævnt tidligere under værdikædeanalysen.

Automotive – B2B

Forretningsområdet Automotive anvender kun en vækststrategi, nemlig produktudvikling,

¹⁰² Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 89

idet B&O er underleverandører af lydanlæg til samarbejdspartnere, hvor B&O har fokus på produktudvikling til et nuværende marked.

Delkonklusion

B&O anvender fokuseret differentiering som konkurrencestrategi, idet deres produktportefølje indeholder unikke produkter, der henvender sig til en smal målgruppe. B&O's konkurrencestrategi er udledt af deres vision, mission og grundlæggende værdier. B&O's visioner lyder således: *"Mod til at overskride grænser for at skabe oplevelser, der overrasker og holder"*, mens deres mission lyder sådanne: *"Bang og Olufsen flytter din verden med vedvarende magiske oplevelser"*. Hovedformålet i vision og mission er en stor dedikation til at yde sit bedste hver dag, for at skabe magiske oplevelser af høj kvalitet, som kunderne ikke troede var muligt. Til at udleve missionen har B&O tre grundlæggende værdier, nemlig passion, stolthed og velholdenhed, der bygger på grundlæggende principper, der skal udledes for at forløse ovenstående mission.

Første del af strategien "Leaner, Faster, Stronger" i 2011 havde til formål at skabe en årlig omsætning i et interval på 8-10 mia. DKK, hvilket ikke har været indfriet endnu og uddybes senere i regnskabsanalysen. Det har medført at B&O i årsrapporten for 2013/14 har kommet med anden fase af strategien "Leaner, Faster, Stronger", hvor 6 nye tiltag skal forsøge at realisere målene og genskabe sund økonomisk forretning igen. Ved analyse af Ansoffs vækstrategier er det konstateret at B&O anvender forskellige vækstrategier på forretningsområderne. Ved AV og B&O PLAY anvendes produktudvikling og markedsudvikling, mens der kun fokuseres på produktudvikling på det Automotive forretningsområde. ICEpower forretningsområdet er et specielt område i forhold til B&O's øvrige forretningsområder, hvor der anvendes markedspenetrerings, idet der sælges eksisterende produkter på eksisterende markeder.

3.2.2.3 SWOT-analyse

Som nævnt tidligere i metodeovervejelse, så vil SWOT-analysen blive anvendt som et alternativt opsummeringsværktøj til at tydeliggøre resultaterne af de foregående analyser. Formålet med nedenstående figur er at skitsere B&O's styrke, svagheder, muligheder og trusler. *Figur 18 – SWOT-analyse*

Styrker	Svagheder
- Stærkt og anerkendt brand - Høj kvalitet og elegant design - Bredt know how - Høje indtrængnings barriere - Solid egenkapital - B&O PLAY, Automotive og ICEpower - Effektivt distributionsnetværk - Ordreproducent – lav kapitalbinding i varelaget - Stor ekspertise inden for behandling af ridsfri aluminiumsoverflader, der udgør et unikt design - Kvalitetssikring – kompetente medarbejder	- Minimalt kundesegment på et stort marked - Smal målgruppe på AV-segmentet - Produktportefølje er meget konjunkturfølsom - Højt prisniveau - Meget afhængige af nøgle- og systemleverandører - Høje produktionsomkostninger - Fald i antallet af B1 butikker - Lange produktudviklingscyklusser
Muligheder	Trusler
- Højkonjunkturer – høj privatøkonomi - Vækst i BRIK-landene - Hurtigere produktlanceringerne - Få konkurrenter i luksus segmentet - Stigende omsætning på AV – hovesegmentet - B&O PLAY forbliver en succes	- Lavkonjunkturer – lav privatøkonomi - Stor teknologisk udvikling i teknologi-branchen – kortere levetid for forbrugerteknologi - Handelsbarriere i BRIK-landene - Substituerende produkter - Livsstilsændringer - Konkurrenter – Loewe, Sony, Samsung, Bose og LG

Intern forhold***Styrker***

B&O har med sin 91-årige levetid opbygget et stærkt og velkendt brand, der producerer eksklusive kvalitetsprodukter i elegant design inden for audio og lyd. B&O's mange årige succes har givet dem en unik position på et niche marked, hvor de besidder en stærk position og et unikt know how, der har givet dem et kvalitetsstempel fra loyale og trofaste kunder. B&O har siden opfindelsen af den såkaldte "Eliminator" tilføjet flere og flere produkter i deres brede sortiment. Men fælles for hele B&O's sortiment er høj kvalitet, brugervenlighed og elegant design. Kvalitetsstemplet som B&O er kendt for har medvirket til et nyt forretningsområde, nemlig det Automotive, hvor flere af verdens største bilproducenter af luksusbiler ønsker at tilkøbe B&O's lydprodukter til deres luksusbiler, for at tilføre deres biler et ekstraordinært finish med lydkvalitet fra allerøverste hylde.

B&O's produkter sælges gennem ganske få butikker, nemlig gennem deres B1 butikker og shop-in-shops i eksklusive storcentre mv. B&O ønsker at præge at indretning af butikker og yder økonomisk støtte til markedsføring og stiller professionelle medarbejdere til rådighed ved for eksempel særlige arrangementer i butikkerne. Der er stor fokus på, at kunden får en helhedsoplevelse ved at træde ind i en B&O butik, hvilket er en del af deres strategi. Kunder skal føle en ekstraordinær oplevelse ved at købe et B&O produkt, hvor der skal åbne sig en magisk verden for kunden. Gennem fokuseret differentieret konkurrencestrategi adskiller B&O sig fra konkurrenterne lige fra produktion, distribution og salgskanaler og produkternes ydeevner. B&O har som mange andre konkurrenter outsourcet dele af produktionen, men foretager stadig den mest krævende og væsentligste produktion i Struer, hvor mange års erfaring har givet en speciel ekspertise inden for behandling af aluminiums overflader, der udarbejder et elegant ridsfrit design, der er et unikt og brugervenligt.

Ved lancering B&O PLAY i 2011, fik B&O et nyt brand, der henvender sig til den unge og internetbaseret generation. B&O PLAY serien er produkter i høj kvalitet og ungdommeligt lækkert design, der ligger i prisleje mellem 1-20.000 kr., hvilket henvender sig til et segment, der adskiller sig fra niche segmentet, hvor B&O hidtil har været placeret. I og med at

B&O PLAY serien er produkter i høj kvalitet og elegant design, går B&O ikke på kompromis med deres kerneværdier, idet de stadig fremstår eksklusivt.

B&O har ved indgåelse af partnerskabet med HARMAN International Industries Inc på det Automotive-marked modtaget en up front betaling på 1.105 mio. DKK for fremtidige licensbetalinger, fået boostet egenkapitalen. Dette medgiver kapital til at investere i fremtiden produkters og overlevelse i dårlige tider.

Svagheder

I forlængelse af den høje kvalitet og eksklusive design, som B&O's produkter besidder, så har produkterne et højt prisniveau, der gør B&O's produkter meget konjunkturfølsomme, hvilket er en stor svaghed for B&O. Finanskrisen har betydet, at B&O har oplevet markante omsætningsfald, idet lavkonjunktoren medførte et faldende privatforbrug og forbrugernes lyst til at købe luksusprodukter har været nedadgående i perioden efter finanskrisen.

B&O henvender sig til en smal målgruppe på et stort marked, hvor typiske B&O kunder er mellem 35-60 år og besidder en højere indkomst end gennemsnit. B&O har oplevet at efter finanskrisen dette kundesegment har været faldende og deres forbrugslyst ligeledes har været faldende, hvilket B&O tydeligt kan mærke på omsætningen efter finanskrisen.

B&O har i takt med fald i omsætningen efter finanskrisen oplevet at være nødsaget til at lukke flere B1 butikker, mens antallet af shop-in-shops butikker har været på et stabilt niveau. Pr. 30. maj 2015 havde B&O i alt 714 butikker (525 B1 og 189 Shop-in-shop butikker), hvorimod B&O havde i alt 724 butikker pr. 30. maj 2014 (549 B1 og 189 Shop-in-shop butikker).¹⁰³

Teknologiens hastige fremskridt efter årtusindskiftet har medført en kortere levetid på elektronik produkter, hvilket har været en svaghed for B&O, idet deres produkter hidtil har haft lange produktcyklusser. B&O har i mange år haft lange periode med det samme design, hvor fokus har været på at opgradere funktioner i produkterne. Dette er ikke længere en mulighed for B&O, idet de risikerer at blive overhalet indenom af konkurrenterne. B&O har forsøgt at imødekomme problem, ved stor satsning på hyppigere produktlanceringer.

¹⁰³ Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15 – side 16

Eksterne forhold***Muligheder***

Idet B&O's produkter er særdeles konjunkturfølsomme, så er B&O's succes meget afhængige af højkonjunkturer. I højkonjunkturer vil købelysten være stigende i og med et stigende privatforbrug blandt forbrugerne, hvilket er en stor mulighed for B&O at udnytte.

B&O har ikke oplevet den forventede succes i BRIK-landene, som ledelsen forventede ved lanceringen af "Leaner, Faster, Stronger" i 2011. Dog ser ledelsen stadig en stor mulighed for fremtidige vækst i BRIK-landene, selvom begyndelsen har været svært. Kulturene i BRIK-landene har vist sig at være meget forskellige i forhold til B&O's nuværende markeder. Derfor er det et must for B&O, at samarbejdspartneren Sparkle Roll bidrager med bedre kontakter i BRIK-landene, hvis B&O skal opnå mulighed for succes i BRIK-landene.

B&O PLAY har vist sig været en foreløbig succes, hvilket kan være et forrentningsområde med mulighed for et voksende markedet i fremtiden. B&O PLAY har eksisteret siden lanceringen i 2011 og udgjorde ved aflæggelse af årsrapporten for 2014/15 25 % af den samlede omsætning. En større udbredelse af B&O PLAY vil have stor gevinst for B&O, idet deres konjunkturfølsomme produkter ikke har været på samme omsætningsniveau som før finanskrisens begyndelse i 2008.

Ved anden fase af "Leaner, Faster, Stronger" satser B&O stort på at AV til vækstmotor for forretningen. Salget af AV produkter har haft en svær tid efter finanskrisen og mulighed for at øge omsætningen i fremtiden, vil være at øge salget af AV, som er B&O's kerneprodukt. Dette kan være en mulighed gennem hurtigere produktlanceringer i fremtiden, hvilket markedet præget kraftigt af. Herudover har B&O kun få konkurrenter i luksus segmentet i form af Loewe og Bose, hvor der muligheder for B&O at tilkæmpe sig yderligere markedsandele ved stigende privatforbrug til forbrugerne.

Trusler

Perioder i omverden med lavkonjunkturer er en stor trussel for B&O, idet deres produkter er meget konjunkturfølsomme. I perioder med lavkonjunkturer vil forbrugernes disponible indkomst oftest være stabil eller nedgående, hvilket vil betydet at forbrugernes købelyst

efter dyre luksusprodukter vil falde markant. Dette har B&O oplevet siden finanskrisen begyndelse i 2008, og B&O har endnu ikke opnået omsætningen på samme niveau, som inden finanskrisen.

Truslen for den teknologiske udvikling i branchen er enormt høj. Den teknologiske levetid bliver kortere og stiller store krav til B&O's produktudvikling arbejder hurtigere end nogensinde før. B&O risikerer at sende forældede produkter på markedet, hvis ikke de er på forkant med den teknologiske udvikling. B&O har i rigtig mange år oplevet deres produkter var salgsdygtige i mange år, hvor der kun kom opdateringer til det indre i produkterne. Dette er ikke længere en mulighed, idet de teknologiske udvikling stiller større krav til produktlanceringer end hidtil.

I takt med hastige udvikling inden for teknologibranchen, så er trussel for substituerende produkter blevet markant større. Specielt computer, tablets smartphones er en store trussel for B&O, idet disse tre kategorier alle udgør et mediecenter, der kan afspille tv og afspille musik, som også er hovedingredienserne i B&O's produkter, men til meget lavere pris. Samfundet har udviklet sig, til at man streamer tv og musik via internettet, og via computer, tablets og smartphones, så er muligt at gøre på farten i stedet for i hjemmet.

B&O har oplevet store udfordringer ved indtrængen i BRIK-landene, hvor kulturforskellene ideelt udgør en trussel for, om B&O kan få succes. Der er mange krav til at eksporterer produkterne til Kina, hvor B&O har oplevet store problemer med lovgivningen og langtrukne sager for at få de fornødne godkendelse til at sælge produkterne i Kina. Den anderledes forretningskultur i Kina gør også, at relationspleje, promotion og større marketingsindsatser er mere påkrævet for at slå igennem som ny og ukendt virksomhed i Kina. B&O har oplevet det som meget vanskelige krav i forhold til kineske virksomheder.

I forlængelse af den teknologiske udvikling i teknologibranchen, så er trussel fra konkurrenterne stor, idet de kan opfinde nye og bedre produkter end B&O kan præstere. Derfor forsøger B&O via den dedikeret tilgang til at revolutionere branchen, at undgå at konkurrenterne overhaler B&O på deres høje kvalitet, brugervenlighed og elegant design.

3.3 Regnskabsanalyse

Efterfølgende regnskabsanalyse er sammen med den strategiske analyse grundlaget for budgetteringen som er værdiansættelsens vigtigste element.

Analyse perioden består af de seneste 5 regnskabsår, svarende til årsregnskaberne 2010/11 – 2014/15. Der afgrænses for kvartals- og halvårsregnskaber offentliggjort efter seneste årsrapport 2014/15 jf. afsnit 1.4. Regnskabsanalysen foretages med udgangspunkt i offentliggjorte årsrapporter.

3.3.1 Vurdering af regnskabsmateriale

Revisionspåtegningen

B&O's årsrapporter i analyseperioden indeholder alle en revisorpåtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger, hvilket giver sikkerhed for, at regnskabet udviser et retvisende billede af virksomhedens finansielle situation. Revisionspåtegningen på årsrapporterne 2010/11 og 2011/12 er afgivet af Deloitte. Ernst & Young blev på generalforsamlingen d. 21. september 2012 valgt til ny revisor for B&O og har afgivet revisionspåtegning på de resterende årsrapporter i analyseperioden.¹⁰⁴ B&O's valgte revisionsfirmaer er blandt Danmarks største revisions- og rådgivningsvirksomheder og vurderes som pålidelige revisionsfirmaer.

Anvendt regnskabspraksis

Der er altid en form for fleksibilitet i ledelsens valg af regnskabspraksis. Den anvendte regnskabspraksis er en væsentlig faktor i forhold til om det aflagte regnskab giver et retvisende billede af en virksomheds økonomiske situation og rentabilitet. Ledelsen har ved valg af regnskabspraksis mulighed for at fordreje virksomhedens rentabilitet og finansielle situation.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Årsrapport 2012/13 – side 67

¹⁰⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 133-134

Årsrapporten for B&O er i hele analyseperioden aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standard (IFRS) og danske lovgivningskrav til børsnoterede selskaber.

B&O valgte i årsrapporten 2010/11 at ændre præsentationen af eksterne tilskud til immaterielle udviklingsprojekter. Ændring var uden påvirkning på årets resultat eller egenkapital. Årsrapport 2010/11 er starten på analyseperioden, hvormed ændringen i regnskabspraksis ikke har nogen betydning for regnskabsanalysen, men blot en konstatering i forbindelse med den overordnede gennemgang af selskabets anvendte regnskabspraksis i analyseårene. Den valgte regnskabspraksis har været uændret i alle de udvalgte årsrapporter.

Skøn, vurderinger og forudsætninger foretages af ledelsen på baggrund af historiske begivenheder og erfaringer samt andre relevante faktorer, som vurderes rimelige i den givne situation. Ledelsen revurderer løbende de foretagne skøn, hvis der konstateres fejlskøn eller ændringer indregnes i disse i den regnskabsperiode hvori de konstateres.

Årets resultat i 2010/11 var negativt påvirket med 7,8 mio. kr. som følge af ændring i regnskabsmæssige skøn over den forventede levetid på udviklingsprojekter.¹⁰⁶ Konstateret fejlskøn i forbindelse med aflægges af årsrapport for 2010/11 er eneste i analyseperioden, hvilket betyder, at regnskabsdata i analyseperioden ikke ellers er forstyrret af fejl i regnskabsmæssige skøn.

Ledelsens anvendte regnskabspraksis for årsrapporterne i analyseperioden har været uændret, hvilket sikrer, at årsrapporterne er sammenlignelige, hvormed der ikke skal foretages nogen klassifikationer af balance eller resultatopgørelsen for at give et sammenligneligt grundlag.

¹⁰⁶ Årsrapport 2010/11 – side 79

Regnskabsnoter og ledelsesberetningen

Regnskabsnotater og ledelsesberetningen giver yderligere information til regnskabsanalysen og reformuleringen, derfor er regnskabsnotater og ledelsesberetning i årsregnskaberne gennemgået for forhold som kan påvirke regnskabsanalysen og reformuleringen af resultatopgørelser og balancer.

Det noteoplyses i alle årsrapporter i analyseperioden, at B&O er involveret i enkelte igangværende retssager. Ydermere oplyses det at ledelsen vurderer, at udfaldet af retssagerne ikke vil have væsentlig påvirkning på virksomhedens finansielle stilling, derfor fortages der ikke yderligere vedrørende de igangværende retssager.

Endvidere har vi konstateret, at afskrivninger ikke fremgår som særskilt linje i den offentlige resultatopgørelse, hvormed vi skal være opmærksomme på dette ved reformuleringen af resultatopgørelsen.

Bortset fra ovenstående forhold er der ikke konstateret særlige forhold i regnskabsnotaterne.

Det fremgår af ledelsesberetningen for 2014/15, at B&O har gennemgået en større omstrukturering af forretningen i et forsøg på at sætte større fokus på virksomhedens kerneaktiviteter. En del af omstruktureringen har været at frasælge forretningsområdet Automotive, hvilket medførte en up-front betaling på 1.105 mio. kr. Herudover frasolgte B&O deres ejerandel på 33 % af aktierne i Bang & Olufsen Medicom A/S. I forlængelse heraf har B&O revurderet værdien af fortsat besiddende aktiver, hvilket har medført en del op- og nedskrivninger på blandt andet varebeholdninger, investeringsejendomme og produktionsanlæg mv. Endvidere har selve omstruktureringen medført en del omkostninger.

Ledelsesberetningen for 2013/14 indeholder afsnit omkring efterfølgende begivenheder, heraf det fremgår at B&O har gennemført en kapitalforhøjelse i 2014/15. Endvidere oplyses det, at virksomheden vil anvende provenuet til at fremskynde koncernens vækstplan.

Udover ovenstående har gennemgangen af ledelsesberetningerne ikke givet anledning til at fremhæve yderligere forhold.

3.3.2 Reformuleringer

Efterfølgende afsnit vil omhandle en klassificering af regnskabsposterne i B&O's årsrapporter i henholdsvis drift og finansiering drivere. Reformuleringen foretages med udgangspunkt i de offentliggjorte årsrapporter – reformuleringen skal give et mere korrekt analysegrundlag. Processen kræver et grundigt kendskab til virksomheden og en viden om hvordan virksomheden tjener sit overskud.¹⁰⁷ Et kendskab som den strategiske analyse har givet os.

Reformulering af balancer

Balancen reformuleres for at identificere de forskellige kilder som generer rentabilitet. Formålet med reformuleringen er, at afdække B&O's evne til at skabe overskud, derfor opdeles balancen i finansieringsaktiviteter og driftsaktiviteter.

Reformuleringen foretages for hver enkelt balancepost, hvor aktivposter klassificeres som enten et driftsaktiv eller et finansielt aktiv samtidig klassificeres passiv poster som enten driftsforpligtelser eller finansielle forpligtelser.¹⁰⁸

Efter klassifikationen af balanceposterne foretages den egentlige reformulering af aktiver og passier, hvor der skelnes mellem poster af driftsmæssig- og finansiell karakter.¹⁰⁹

Driftsaktiviteter klassificeres som enten kernerdriftsaktivitet eller ikke-kernerdriftsaktivitet.

Særlige forhold til reformuleringen af balancen

Selskabets likvide beholdninger er klassificeret som både et driftsaktiv og et finansielt aktiv. B&O skal kunne imødekomme daglige betalinger, hvilket udløser behov for driftslikviditet. Størrelsen af driftslikviditeten er typisk baseret på et skøn fra ledelsen, som er en oplysning vi ikke har til rådighed, derfor foretages et estimat. Udgangspunktet for estimatet er en ofte anvendt tommelfingerregel, som er at tage 0,5 – 2 % af nettoomsætningen og klassificere dette beløb som driftslikviditet (driftsaktiv) og resten som finansielt aktiv¹¹⁰. Det er

¹⁰⁷ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 160

¹⁰⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 158

¹⁰⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 158

¹¹⁰ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 161

valgt at 1 % af nettoomsætningen klassificeres som driftslikviditet og resten som finansielt aktiv.

B&O ejer kapitalandele i associerede virksomheder. I praksis ville man oftest indhente regnskaber for de associerede virksomheder og foretage opdeling i driftsmæssige og finansielle aktiviteter. En sådanne proces vil være meget tidskrævende, hvorfor det anbefales at klassificere kapitalandele som driftsaktiv.¹¹¹ Grundet projektets begrænsede omfang er det valgt at følge anbefalingen – kapitalandelene klassificeres som et driftsaktiv, men vurderes at være et ikke-kernedriftsaktiv.

Selskabet besidder investeringsejendomme, som ejes for at opnå lejeindtægt og kapitalgevinster. Der er tale om en villa, som anvendes til udlejning samt en ejendom der anvendes af associerede virksomhed.¹¹² Aktivet klassificeres som et driftsaktiv, men vurderes at være et ikke-driftsaktiv i den reformuleret balance.

Balancen i seneste årsrapporten 2014/15 indeholder en separat post, som omtales "aktiver bestemt for salg" (aktiv post) og "forpligtelser tilknyttet aktiver bestemt for salg" (passiv post). Posterne opfattes fortsat som et driftsaktiv, men fordi der er tale om aktiver bestemt til salg vurderes det ikke mere at være et kerneaktiv, hvorfor balanceposterne klassificeres som et ikke-kernedriftsaktiv.

B&O har kun i 2010/11 minoritetsinteresser - i den offentlig tilgængelig årsrapport fremgår disse som en del af egenkapitalen. I den reformulerede balance fratrækkes disse egenkapitalen, og fremgår af en særskilt linje.

Beslutninger og vurderinger taget under reformuleringen af balancen er der taget højde for i forbindelse med reformuleringen af resultatopgørelsen, hvilket sikre sammenhæng mellem de reformulerede opgørelser.

¹¹¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 162

¹¹² Årsrapport 2014/15 – side 74

Reformulering af resultatopgørelser

Resultatopgørelsen reformuleres for at identificere hvilke kilder der generer B&O's samlede overskud (totalindkomst). Dette sker ved at opdele resultatopgørelsen i driftsoverskud og finansielle omkostninger, da det er disse komponenter der senere skal indgå i beregningen af nøgletal i forhold til at vurdere rentabiliteten fra B&O's drifts- og finansielle aktiviteter. Totalindkomsten består af overskud fra den ordinære resultatopgørelse tillagt anden totalindkomst (poster ført direkte på egenkapitalen), også kaldt dirty-surplus accounting. Primær opgave ved at reformulere resultatopgørelsen er at gøre resultatopgørelsen fuldstændig, dette gøres ved at indregne poster under anden totalindkomst i den ordinære resultatopgørelse.¹¹³

Særlige forhold til reformuleringen af resultatopgørelsen

Som tidligere anført klassificeres investeringsejendomme og kapitalandele i associerede virksomheder som ikke-kernedriftsaktiver, derfor er resultat fra investeringsejendomme og resultat fra associerede virksomheder klassificeret som andet driftsoverskud i de reformulerede resultatopgørelser.

Ligeledes er det tidligere anført, at B&O i årsrapporten 2014/15 har både en særskilt aktiv og passiv balancepost vedrørende aktiver bestemt for salg. Den offentlige resultatopgørelse indeholder ligeledes en særskilt linje kaldet "resultat af ophørte aktiviteter efter skat". Balance posterne er i den reformuleret balance klassificeret som ikke-kernedriftsaktiver- og forpligtelser, derfor er resultat fra ophørte aktiviteter klassificeret som andet driftsoverskud. Endvidere er der taget højde for, at posten i den offentlige resultatopgørelse er efter skat – skatten klassificeres til skat af årets resultat.

Som følge af solgte aktiviteter i regnskabsåret 2014/15 er sammenligningstal for 2013/14 tilrettet i årsrapporten for 2014/15, derfor er resultatopgørelsens poster for 2013/14 i den reformulerede opgørelse taget fra årsrapporten for 2014/15.

Tab på tilgodehavender indregnes jævnfør anvendt regnskabspraksis under distributions- og marketingomkostninger. Tab opfattes som en almindelig driftsomkostning og ikke som

¹¹³ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 170

en indtægtsreduktion, derfor klassificeres tab på tilgodehavender ikke væk fra distributions- og marketingsomkostninger.

B&O indregner ikke afskrivninger særskilt. Afskrivninger- og nedskrivninger fordeles på hhv. produktionsomkostninger, udviklingsomkostninger, distributions- og marketingsomkostninger og administrationsomkostninger. Avance- og tab ved salg af immaterielle og materiale aktiver modregnes i årets afskrivninger- og nedskrivninger. Avance og tab opfattes som en almindelig driftsomkostninger, hvorfor avancer og tab i analyseperioden ikke er klassificeret som en usædvanlig driftspost i den reformuleret resultatopgørelse. Tidligere omtalte ekstraordinære op- og nedskrivninger indregnes efter samme praksis som de ordinære afskrivninger. Af- og nedskrivninger klassificeres væk fra de forskellige funktioner og til en særskilt linje i de reformulerede resultatopgørelser.

Tidligere omtalte omstrukturingsomkostninger under reformuleringen af balance er indregnet under de forskellige funktioner og ikke i en særskilt post i resultatopgørelsen. Som en følge af manglende indtjening har B&O valgt at gennemgå en større omstrukturering, derfor vurderes omkostningerne at vedrøre den primære drift og klassificeres ikke væk fra driftsoverskud fra salg.

Poster ført direkte på egenkapitalen består af valutakursregulering af udenlandske datterselskaber samt ændring i dagsværdi af regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme. Posterne klassificeres som dirty surplus under reformuleringen. Ydermere fremgår afsnittet *"Poster der ikke kan reklassificeres til resultatopgørelsen"*, da disse ikke senere kan reklassificeres til resultatopgørelsen er poster ikke medtaget i den reformuleret resultatopgørelse.

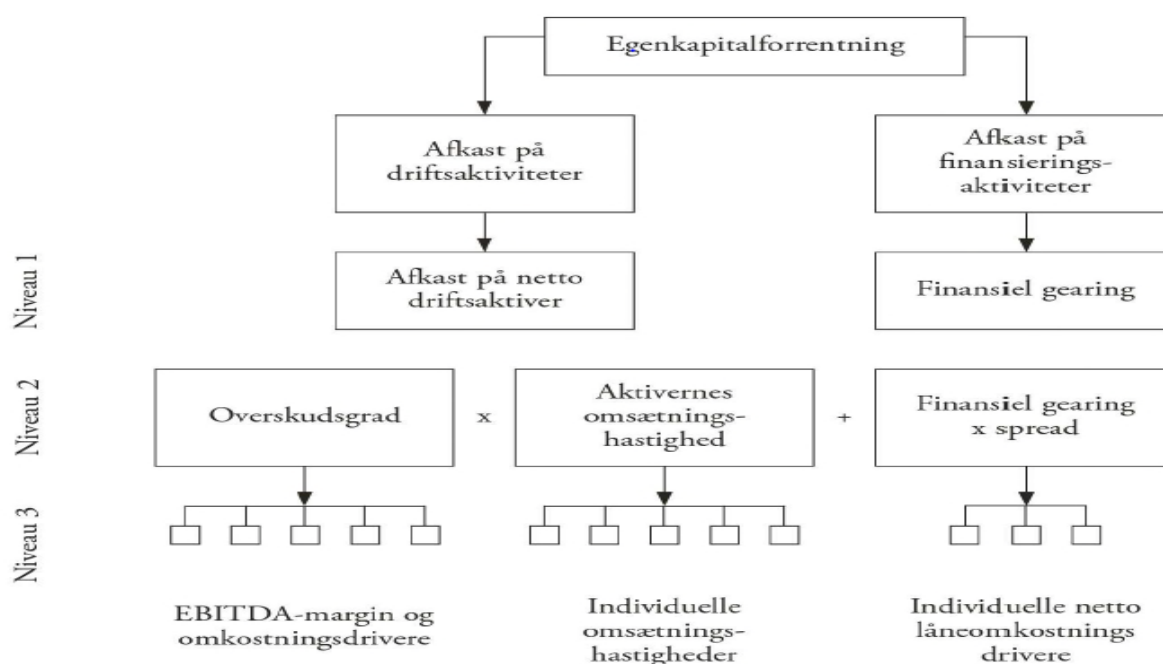
Skatteallokering foretages for at fordele den rapporterede skatteomkostning ud på de forskellige over- og underskud. Dette gøres for at opgøre resultat efter skat for de forskellige aktiviteter. Der er anvendt selskabsskatteprocenten, som i årene 2011-2013 udgjorde 25 %, i 2014 24,5 % og i 2015 23,5 %.

3.3.3 Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst

Virksomhedens værdi skabes af flere økonomiske drivere. Formålet med rentabilitetsanalysen er at identificere de driver som generer rentabilitet for B&O – et fornuftigt kendskab til virksomheden er en nødvendighed for at kunne foretage analysen.¹¹⁴ Rentabilitetsanalysen vurderer niveauet af B&O's nuværende drivere.¹¹⁵

Som tidligere anført foretages rentabilitetsanalysen for regnskabsårene 2010/11 til 2014/15.

Analysen foretages med udgangspunkt i de reformulerede opgørelser, mens den udvidede Dupont-model anvendes til at skabe struktur samt give overblik gennem analyseforløbet. Modellen opdeler analysen i 3 niveauer og identificere driftsaktivitets værdidrivere samt finansielle aktivitets drivere. Herudover giver modellen et billede af drivernes sammenhæng og betydning for den samlede værdiskabelse.¹¹⁶



Figur 19 – DuPont-Pyramiden¹¹⁷

¹¹⁴ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 209

¹¹⁵ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 226

¹¹⁶ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 211

¹¹⁷ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 210

Egenkapitalens forrentning (ROE)

Analysen tager udgangspunkt i egenkapitalens forrentning (Return of Equity, ROE), som viser afkastet fra drifts- og finansieringsaktiviteter. ROE viser egenkapitalens forrentningsprocent, som er et udtryk for den værdi der skabes af aktionærernes investeret kapital, derfor er ROE også det nøgletal med størst betydning for B&O's aktionærer. ROE udtrykker en virksomheds evne til at skabe indtjening fra driften sammen med resultatet fra virksomhedens finansieringsaktiviteter.

ROE fremkommer ved at vurdere totalindkomsten i forhold til den gennemsnitlige egenkapital, og er et udtryk for afkastet af den investerede kapital i procent.

Niveau 1 Nøgletal / år	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
ROE	2,3 %	5,5 %	-10,2 %	-2,6 %	3,7 %

Figur 20 – Egenkapitalens forrentning, ROE

Forventningen til niveauet for ROE afhænger af den enkelte aktionær. Der kan være stor forskel på aktionærernes ønske og forventning til forrentningen af deres kapital. Hovedparten af aktionærer vil typisk som minimum forlange et afkast større end den gældende markedsrente – et afkast svarende til markedsrenten vil aktionærerne kunne opnå ved at investere i en 10-årig dansk statsobligation (anses for risikofri investering). Afkastet på en 10-årig dansk statsobligation er i skrivende stund meget minimalt og udgør ca. 0-1 %.

Niveauet for ROE har i perioden været meget svingende og i 2012/13 og 2013/14 har ejerens forrentning været negativ, hvilket har betydet at B&O's aktionærer har tabt penge på deres investering i B&O i disse år. ROE kan beskrives ud fra følgende formel:

$$ROE = ROIC + \left(\frac{NFF}{EK + MIN} \times (ROIC - r) \right) \times MIA$$

Som det kan aflæses i ovenstående formel består ROE af flere forskellige valuedivere, som kan opdeles i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Analysen af de underliggende valuedrivere sker ved en dekomponering af ROE. Udviklingen i ROE analyseres i efterfølgende afsnit.

Driftsaktiviteter

ROIC måler hvor rentabel virksomheden er og viser B&O's evne til at opnå indtjening ud fra de driftsaktiver virksomheden besidder. ROIC kan beskrives ud fra følgende formel:

$$ROIC = \text{Overskudsgrad (OG)} \times \text{Aktivernes omsætningshastighed (AOH)}$$

Som det kan udledes af ovenstående betegnelse, så analyseres udviklingen i ROIC ved at analysere overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, som er driverne bag ROIC.

Niveau 2 Nøgletal / År	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
ROIC (Afkastningsgrad)	3,1 %	5,6 %	-7,7 %	-1,0 %	4,5 %
Overskudsgrad (OG)	1,8 %	3,3 %	-5,2 %	-0,9 %	3,0 %
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,756	1,691	1,462	1,096	1,491

Figur 21 – ROIC, OG og AOH (Niveau 2)

Overskudsgraden (OG) viser overskuddet for hver kroners salg fra B&O's driftsaktivitet.

Ydermere kan nøgletallet anvendes til at vurdere virksomhedens tilpasning af indtægter og omkostninger¹¹⁸. OG kan beskrives ud fra følgende formel:

$$OG = OG_{\text{salg}} + OG_{\text{andet}}$$

Niveau 2 Nøgletal / År	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
OG _{salg}	1,4 %	2,9 %	-5,1 %	-9,7 %	-26,1 %
OG _{andet}	0,4 %	0,4 %	-0,1 %	8,8 %	29,1 %
OG samlet	1,8 %	3,3 %	-5,2 %	-0,9 %	3,0 %

Figur 22 – Beregning af OG

Hvis der isoleret ses på OG's udvikling i analyseperioden har B&O forbedret deres indtjeningsevne, hvilket samtidig betyder at tilpasningsevnen af omkostninger i forhold til virksomhedens omsætning er forbedret.

¹¹⁸ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 216

Det væsentligste parameter i OG er OG_{salg}, hvorfor det er denne som er mest interessant at analysere i forhold til at vurdere B&O evne til at lave overskud, derfor vil der i efterfølgende analyse blive lagt størst fokus på OG_{salg} og dennes underkomponenter.

OG_{andet} består primær af driften fra investeringsejendommene, herudover har B&O frasolgt forretningsområde og kapitalandele i 2013/14 og 2014/15 – resultat og avance tilknyttet frasalget er placeret under andet driftsoverskud, som er årsagen til det høje positive bidrag fra OG_{andet} i disse år.

OG består af flere komponenter og for at forstå udviklingen i OG er det nødvendigt at analysere på de forskellige komponenter som OG består af. Figur 23 viser dekomponering af OG, hvoraf udviklingen i de forskellige komponenter fremgår.

Niveau 3	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Nettoomsætning	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Driftsomkostninger	-89,6 %	-87,7 %	-94,9 %	-96,1 %	-116,1 %
EBITDA-margin	10,4 %	12,3 %	5,1 %	3,9 %	-16,1 %
Afskrivninger	8,4 %	-8,3 %	-11,8 %	-16,0 %	-18,2 %
EBIT-margin	2,0 %	4,0 %	-6,7 %	-12,1 %	-34,3 %
Skat på EBIT	-0,6 %	-1,1 %	1,6 %	2,4 %	8,2 %
NOPAT	1,4 %	2,9 %	-5,1 %	-9,7 %	-26,1 %
Core andet driftsoverskud, efter skat	0,1 %	-0,1 %	0,1 %	9,4 %	28,7 %
Usædvanlige driftsposter	0,3 %	0,5 %	-0,2 %	-0,6 %	0,4 %
Samlet OG	1,8 %	3,3 %	-5,2 %	-0,9 %	3,0 %

Figur 23 – Dekomponering af overskudsgraden for Bang & Olufsen, 2010/11 – 2014/15

EBITDA-margin er udgangspunktet for analysen af OG's underkomponenter. EBITDA viser overskud af salget før renter, afskrivninger og amortiseringer. Nøgletallet anses for et konstantbaseret overskudsmål af salget, idet afskrivninger og amortiseringer er ikke-likvide omkostninger. Størrelsen af virksomhedernes EBITDA afhænger af virksomhedstype. B&O anses for at være en kapitalintensiv virksomhed som typisk har en høj EBITDA-margin, men for at kunne bibeholde deres markedsposition er B&O nødsaget til hele tiden at reinvestere i produktionsanlæg mv. Derfor vil B&O i år med en høj EBITDA-margin ikke nødvendigvis realisere store overskud, idet høje finansieringsomkostninger spiser EBITDA-margin op.

B&O har i regnskabsåret 2014/15 frasolgt forretningsområdet Automotive – resultatet heraf er reformuleret til andet driftsoverskud, hvormed EBITDA-margin på -16,1 % for

2014/15 ikke vurderes at være retvisende. Niveauet på B&O's EBITDA-margin er afgørende for om virksomheden realiserer overskud eller underskud – derfor skal B&O fremadrettet have fokus på at forbedre EBITDA-marginen.

EBIT-margin viser driftsoverskud før renter og skat, og kan med fordel anvendes til at måle lønsomheden fra virksomhedens driftsaktiviteter. Som det ses i figur 24 har B&O's EBIT-margin i analyseperioden været minimal, og i de seneste 3 regnskabsår har EBIT-margin været negativ, som er en direkte konsekvens af manglende tilpasning af omkostninger i forhold til en faldende omsætning. EBIT-margin er også negativ påvirket af frasalget af forretningsområde i 2014/15, hvorfor nøgletallet ikke synes retvisende for året.

NOPAT-margin viser et billede af B&O's lønsomhed ved at handle med kunder og leverandører, idet nøgletallet indeholder alle driftshandlinger tilknyttet kerneaktiviteten.

Core andet driftsoverskud består af aktiviteter, som ikke anses at være B&O's kerneaktivitet. Der er tale om drift af investeringsejendomme og resultat af kapitalandele i associerede virksomheder. Herudover indgår resultat- og avance vedrørende salget af Automotive – disse er placeret under andet driftsoverskud da dette er frasolgte aktiver som ikke fremadrettet vil indgå i B&O's drift. Stigningen i nøgletallet i 2013/14 og 2014/15 skyldes udelukkende resultat- og avance fra salget.

Jævnfør dekomponeringen af OG i figur 23 overstiger driftsomkostningerne i 2014/15 den samlede nettoomsætning. Det skal dog påpeges, at OG påvirkes positivt med 28,7 % fra andet driftsoverskud, som indeholder resultat og avance i forbindelse med salget af Automotive. Derfor vurderes driftsomkostningernes andel af omsætningen i 2014/15 misvisende i forhold til de øvrige analyse år.

OG er i årene 2012/13 og 2013/14 negativ, som er en følge af at B&O i disse år ikke har formået at tilpasse sine driftsomkostninger til den faldende nettoomsætning. Som det ses i figur 24 udgør driftsomkostningerne hhv. 94,9 % og 96,1 % af den samlede omsætning i disse år.

B&O's produktportefølje sælges til et højt prisniveau samtidig anvender B&O differentieringsstrategien, hvilket naturligt skaber fokus på overskudsgraden.

OG forbedres ved enten at forbedre bruttoavanceprocenten eller reducere driftsomkostningerne, derfor synes det interessant at analysere på de enkelte omkostningsposter og deres udvikling i analyseperioden. Det gøres ved at analysere Core OG_{salg}, som ikke påvirkes af andre overskudskomponenter og usædvanlige poster, hvilket betyder at vurderingen af B&O's evne til at skabe overskud skæres ind til benet. Core OG_{salg} kan beskrives ud fra følgende formel:

$$\text{Core OG}_{\text{salg}} = \text{bruttoavanceprocent} - \text{omkostningsandele}$$

Niveau 3	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
OG drivere					
Bruttoavance	43,1 %	42,5 %	41,4 %	41,4 %	29,4 %
Udviklingsomkostninger	-6,0 %	-5,7 %	-7,4 %	-1,9 %	-6,7 %
Distributions- og marketingsomkostninger	-22,6 %	-21,1 %	-25,9 %	-32,6 %	-35,5 %
Administrationsomkostninger	-4,1 %	-3,3 %	-3,0 %	-2,9 %	-3,2 %
Af- og nedskrivninger	-8,4 %	-8,3 %	-11,8 %	-16,1 %	-18,3 %
Skat på EBIT	-0,6 %	-1,2 %	1,6 %	2,4 %	8,2 %
OG_{salg}	1,4 %	2,9 %	-5,1 %	-9,7 %	-26,1 %

Figur 24– Udvikling i OG drivere

Som det ses i figur 24 ligger administrationsomkostninger på et næsten uændret niveau i hele analyseperioden. Det samme er gældende for udviklingsomkostninger, bortset fra år 2013/14 hvor afskrivninger udgjorde hovedparten af omkostningen, hvilket også afspejles i stigende afskrivninger i 2013/14.

Den negative udvikling i OG skal henføres til dels stigende distributions- og marketingsomkostninger og stigende af- og nedskrivninger. B&O har i forbindelse med nye produktlanceringer og øget fokus på marketing haft større distributions- og marketingsomkostninger. Endvidere vedrører ca. 42 mio. kr. af omkostningen for 2014/15 hensættelser til bestemte debitorer.

Afskrivningerne er stigende i analyseperioden, og opnår deres højeste niveau i seneste regnskabsår med en andel på hele 18,3 %. B&O valgte i forbindelse med frasalg af forretningsområde samt kapitalandele, at revurdere deres strategi, hvilket betød at tilbageværende aktiver blev revurderet – dette medførte justeringer på blandt andet investerings- ejendom, lager og enkelte tilgodehavender.

B&O oplever et markant fald i bruttoavancen for regnskabsåret 2014/15, dette påvirker naturligvis OG i negativ retning. Faldet skal blandt andet henføres til ændret produktmix – med stigende salg af TV og mindre salg af lydudstyr. B&O opnår generelt lavere brutto- avance ved salg af TV end ved salg af lydudstyr. Ydermere påvirkes bruttoavancen negativt af frasalget af forretningsområdet Automotive samt diverse ekstra omkostninger i forbindelse med revurderingen af virksomhedens strategi. Frasalget af forretningsområdet betyder også frasalg af omsætning samtidig er det langt fra alle, af B&O's produktionsomkostninger der er variable, hvorfor produktionsomkostningerne naturlig udgør en større del af bruttoavancen.

På baggrund af ovenstående analyse af OG drivere fra salg kan det konkluderes, at det primær er distributions- og marketingsomkostninger samt af-og nedskrivninger at B&O ikke har formået at tilpasse den faldende omsætning. OG har i årene 2010/11, 2011/12 og 2014/15 positiv indvirkning på ROIC, mens OG har negativ indvirkning på ROIC i årene 2012/13 og 2013/14.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH), er den anden driver bag ROIC. AOH måler genereret omsætning for hver investeret krone samtidig er AOH et udtryk for hvor meget kapital der bundet i nettoaktiver for at genere én krones omsætning. Det handler altid om at udnytte de investerede ressourcer på den mest produktive måde. Ydermere kan AOH anvendes til at vurdere hvor effektiv kapitaltilpasningen er i B&O.¹¹⁹

Niveau 2 Nøgletal / År	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,756	1,691	1,462	1,096	1,491

Figur 25 – beregning af AOH

¹¹⁹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 217

Som det ses i figur 25 er AOH forringet i analyseperioden, hvilket betyder at B&O i perioderne med faldende omsætning ikke har formået at tilpasse sine kapitalbindinger.

Omstruktureringen som B&O gennemgik i 2014/15 betød frasalg af flere aktiver, hvilket havde positiv påvirkning på AOH. Dette ses også i figur 25, hvoraf fremgår at AOH for 2014/15 udgør 1,491 mod 1,096 året før.

En nærmere analyse af AOH gør det muligt, at vurdere effektiviteten af B&O's kapitaltilpasning. Kapitaltilpasningen styres primært af to områder:

1. Arbejdskapital
2. Anlægskapital

Niveau 3	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Netto driftsaktiver / nettoomsætning	0,570	0,591	0,684	0,913	0,670
Varebeholdninger / nettoomsætning	0,197	0,204	0,220	0,287	0,255
Tilgodehavende fra salg / nettoomsætning	0,137	0,151	0,175	0,227	0,211
Andre kortfristede driftsaktiver / nettoomsætning	-0,102	-0,093	-0,075	-0,068	-0,073
Leverandørgæld / nettoomsætning	-0,080	-0,098	-0,121	-0,169	-0,186
Arbejdskapital / nettoomsætning	0,152	0,164	0,199	0,277	0,207
Immaterielle aktiver / nettoomsætning	0,191	0,217	0,257	0,356	0,270
Materielle aktiver / nettoomsætning	0,181	0,168	0,173	0,188	0,125
Andre langfristede driftsaktiver / nettoomsætning	0,046	0,042	0,055	0,092	0,068
Anlægskapital / nettoomsætning	0,418	0,427	0,485	0,636	0,463

Figur 26 – Inverse omsætningshastigheder for B&O

Figur 26 viser, hvor mange øre der er bundet i henholdsvis arbejdskapital og anlægskapital til at skabe én krones salg.

Arbejdskapital er primær bestående af varebeholdninger, tilgodehavender fra salg og leverandørgæld, hvorfor det naturligt er disse faktorer der fokuseres på i analysen. En hver virksomhed er nødt til at investere i arbejdskapital for at kunne opretholde sine normale driftsaktiviteter. Den ideelle situation for en virksomhed er at genere salg med et minimum af investeringer i arbejdskapital.¹²⁰

Da B&O er en produktionsvirksomheder og hele tiden ønsker at kunne tilbyde en bred produktportefølje sammen med en overskuelig leveringshorisont, så er det yderst vanskeligt at minimere investeringer i varelagre samtidig. B&O vil derfor altid have kapitalbindinger i varelagre.

Endvidere vil B&O altid have bundet kapital i tilgodehavender fra salg og leverandørgæld. Den optimale situation for B&O ville være, at modtage debitorindbetalinger med det samme og samtidig skubbe afregninger til leverandører så længe som muligt – en sådan situation vil dog typisk belaste virksomheden på andre områder.

Anlægskapital er primær bestående af immaterielle og materielle aktiver samt andre langfristede driftsaktiver fratrasket andre langfristede forpligtelser. Investeringer i anlægskapital udgør kapacitetsgrundlaget for B&O's produktion.¹²¹

B&O er en produktionsvirksomheder, hvilket betyder at virksomheden altid vil have foretaget investeringer i materielle aktiver, da produktionens kvalitet og effektivitet er afhængig af kvaliteten på produktionsmaskiner mv. Derudover har B&O stor fokus på produktudvikling, hvilket betyder at der hele tiden investeres i udviklingsprojekter, altså immaterielle aktiver.

Som det fremgår af figur 25 har AOH udviklet sig negativt i analyseperioden – AOH følger udviklingen i arbejdskapital og anlægskapital. AOH dårligste niveau i analyseperioden finder sted i regnskabsåret 2013/14, hvilket både skal henføres til negativ udvikling i arbejdskapital og anlægskapital. AOH påvirkes i 2013/14 specielt negativt af stigende bindinger i

¹²⁰ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 223-224

¹²¹ Ole Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, 2. oplag, 2012 - side 224

immaterielle aktiver, hvor udviklingsomkostninger er den primære post – immaterielle aktiver stiger i forhold til 2012/13, mens omsætningen er faldende fra 2012/13 til 2013/14.

Hvis der ses bort fra den positive udvikling i likvide beholdninger i 2014/15, som skal henføres til up-front betaling på 1.105 mio. kr. vedrørende salget af forretningsområdet Automotive, så har B&O i regnskabsåret 2014/15 slanket balancen ved at frasælge forretningsområde og kapitalandele i associerede virksomheder. I forlængelse heraf blev der foretaget en revurdering af selskabets aktiver, hvilket medførte større af-og nedskrivninger. Alle forhold, som påvirker AOH positiv hvilket også afsejles i en forbedrede AOH for 2014/15 i forhold til året før.

Det ses i figur 26, at B&O's kapitalbindinger i varelageret er steget i analyseperioden, hvilket ikke nødvendigvis anses som et negativt signal. B&O er en produktionsvirksomhed, som altid skal have et bufferlager i forhold til altid, at kunne servicere deres kunder inden for en overskuelig tidshorisont, derfor anses udviklingen ikke negativ for B&O. Det skal dog påpeges, at B&O løbende bør vurdere deres lagerbeholdning for ukurans, så værdien hele tiden er retvisende i forhold til hvad der forventes at kunne omsættes.

Trods den faldende omsætning i analyseperioden er B&O's bindinger i tilgodehavender fra salg steget. Det kunne tyde på, at B&O som ekstra service over for deres kunder har forlænget kredittiden, hvilket naturlig medføre stigende bindinger i tilgodehavender fra salg.

Finansieringsaktiviteter

Den forestående analyse af virksomhedens driftsaktiviteter forklarer delvis udviklingen i ROE. Efterfølgende afsnit vil bestå af en analyse af B&O's finansieringsaktivitet, som er den anden del af DuPont-pyramiden. Finansieringsaktiviteter er som tidligere nævnt den anden driver bag ROE, dermed vil efterfølgende analyse også bidrage til at forklare udviklingen i ROE.

Finansieringsaktiviteter udtrykker finansieringen af B&O's driftsaktiviteter, som generer afkastet for virksomhedens aktionærer. Gældende for en hver virksomhed er at finansieringen enten sker gennem egenkapitalfinansiering eller fremmedfinansiering. Den primære forskel mellem de to finansieringstyper er afkastningskravet.

Analysen af B&O's finansieringsaktiviteter tager udgangspunkt i nøgletallene i figur 27, heraf fremgår ROIC ligesom ved analysen af driftsaktiviteter som en vigtig faktor i analysen af ROE. De forskellige drivere vil efterfølgende blive analyseret hver for sig, dog vil der ikke blive analyseret yderligere på ROIC, der henvises i stedet til analysen af ROIC i afsnittet om driftsaktiviteter.

Niveau 2	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
ROIC	3,1 %	5,6 %	-7,7 %	-1,0 %	4,5 %
FGEAR	0,074	0,124	0,177	0,215	-0,105
r	13,3 %	6,2 %	6,4 %	6,3 %	-2,5 %
SPREAD	-10,2 %	-0,6 %	-14,0 %	-7,3 %	7,0 %
MIA	0,970	1,000	1,000	1,000	1,00

Figur 27 – ROIC plus værdidrivere for finansieringsaktiviteter

Finansiell gearing eller FGEAR, udtrykker forholdet mellem egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser, hvilket samtidig viser hvor finansiell gearet virksomheden er.

FEGAR kan beskrives ud fra følgende formel:

$$FEGAR = \frac{\text{Gns. netto finansielle forpligtelser}}{\text{Gns. ordinær egenkapital}}$$

Hovedparten af B&O's finansiering sker gennem egenkapitalen, hvorfor FGEAR ligger på et meget lavt niveau. FGEAR er i analyseperioden stigende frem til regnskabsåret 2014/15, hvilket primært skal henføres til stigende gæld til realkreditinstitutter og forøget træk på virksomhedens kassekredit. FGEAR udgør -0,105 i 2014/15, dette skyldes at B&O i forbindelse med salg af Automotive har modtaget en up-front betaling på 1.105 mio. kr., som betyder at netto finansielle forpligtelser bliver "positive", altså B&O's likvide beholdninger overstiger gæld til realkreditinstitutter mv.

Den lave FGEAR giver B&O mulighed for, at tjene penge på fremmedkapital ved at geare virksomheden yderligere – en eventuel gearing skal dog passes ind i virksomhedens strategi og setup. En sådan mulighed vil dog kun foreligge i de år SPREAD er positiv, hvilket kun er tilfældet i 2014/15.

En eventuel gearing af virksomheden vil ikke kun afhænge af om SPREAD er positiv, men afhænger også af, at B&O kan afsætte deres produkter på markedet, da det ikke vil skabe værdi for B&O at optimere produktionsmaskiner mv. igennem fremmed finansiering for at producere til lager – dette vil kun resultere i øget kapitalbindinger for B&O.

Forholdet mellem netto finansielle omkostninger og finansielle forpligtelser udtrykkes af r (netto låneomkostninger i procent), som kan beskrives ud fra følgende formel:

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

Som det ses i figur 27 udgør r 13,3 %, hvorefter den falder til ca. 6 % de kommende 3 regnskabsår. Det høje niveau i 2010/11 skyldes, at B&O's netto finansielle forpligtelser i regnskabsåret var væsentlig lavere end de i efterfølgende år, der var i 2011/12 og i efterfølgende år tilgang af kortfristet kreditinstitutlån. I de efterfølgende 3 regnskabsår er forholdet mellem finansielle omkostninger og finansielle forpligtelser nogenlunde uændret, hvilket afspejles i at r i perioden ligger på et næsten uændret niveau, nemlig ca. 6 %.

Endvidere fremgår det af figur 27, at r i 2014/15 var negativ -2,5 %. Som tidligere nævnt har B&O modtaget i 2014/15 en up-front betaling fra salget af det Automotive område, dette medfører at netto finansielle forpligtelser i 2014/15 er "positive". Ydermere falder de finansielle omkostninger væsentligt, som følge af at B&O i regnskabsåret realiserede positive valutakursgevinster i forhold til valutakurstab de øvrige regnskabsår. Beregningen af r for 2014/15 synes derfor ikke retvisende.

Sammenholdelse r med det generelle renteniveau synes niveauet på 13,3 % forholdsvis højt, derimod synes niveauet for r i de efterfølgende 3 regnskabsår mere passende i forhold til det generelle renteniveau i markedet. Som det ses i beregningen af r for 2011/12 har en forholdsvis lille ændring i finansielle forpligtelser stor betydning for beregningen af r .

SPREAD, viser om de finansielle aktiviteter påvirker ROE positivt eller negativt.

SPREAD beskrives ud fra følgende formel:

$$SPREAD = ROIC - r$$

Som FGEAR viser SPREAD ligeledes om fremmedfinansiering er rentabel eller ej.

SPREAD er kun positiv i sidste år af analyseperioden, hvilket betyder at det kun er i 2014/15 at de finansielle aktiviteter bidrager positivt til ROE. I de øvrige år i perioden er SPREAD negativ, hvilket betyder at B&O har tabt penge på lånt kapital – i disse år påvirkes ROE negativt af finansieringsaktiviteter. Specielt i 2012/13 tabte B&O penge på lånt kapital, hvor SPREAD lå på -14,0 % - det negative niveau skal henføres til et væsentligt omsætningsfald og manglende omkostningstilpasning i regnskabsåret, hvilket resulterede i en negativ ROIC på -7,7 % for året.

Som tidligere nævnt vil B&O, såfremt den positive udvikling i SPREAD og FGEAR fortsætter have mulighed for at tjene på lånt kapital.

MIA, er sidste nøgletal i analysen af finansieringsaktiviteter – dette nøgletal anvendes kun i tilfælde af at en virksomhed har haft minoritetsinteresser. MIA viser i hvilken grad minoriteterne opnår forrentning af deres kapital i forhold til de ordinære aktionærer.

B&O har kun haft minoritetsinteresser i et af regnskabsårene i analyseperioden, nemlig regnskabsåret 2010/11, derfor er analysen af MIA ikke relevant for de øvrige regnskabsår, hvorfor analysen er nedprioriteret.

Delkonklusion

Rentabilitetsanalysen viser, at afkastet fra driftsaktiviteten har været svingende i analyseperioden, hvor den i årerne 2012/13 og 2013/14 var negativ, mens det ses at B&O i seneste regnskabsår har fået vendt skuden, og igen generer positivt afkast fra driftsaktiviteter. Udviklingen i ROIC (driftsaktiviteten) følger den generelle udvikling i OG og AOH. Analysen har påvist, at B&O i analyseperioden har haft svært ved at tilpasse sine driftsomkostninger til en faldende omsætning, hvilket var den primære årsag til det negative afkast fra driftsaktiviteterne i årerne 2012/13 og 2013/14. Endvidere har analysen vist, at resultat- og avance i forbindelse med frasalg af aktiver i 2014/15 har stor positiv påvirkning på ROE i analyseperioden.

AOH udvikler sig isoleret set negativt i analyseperioden, men afsluttes med at udvikle sig positivt fra 2013/14 til 2014/15. Den negative udvikling skyldes, at B&O ikke formåede at reducere sine kapitalbindinger i takt med den faldende omsætning. Den positive udvikling fra 2013/14 til 2014/15 skal henføres til slankning af balancen, som primært sker ved frasalg af forretningsområde og kapitalandele samt ekstraordinære afskrivninger på baggrund af revurdering af fortsættende aktiver.

Analysen af finansieringsaktiviteter belyste, at B&O har en meget lav finansiell gearing, som følge af en meget stor egenkapitalfinansiering. Endvidere vidste analysen af SPREAD, at det kun er i 2014/15, at B&O's finansieringsaktiviteter bidrager positivt til ROE.

B&O har i 2014/15 oplevet en positiv udvikling i både FGEAR og SPREAD, hvis denne positive udvikling fortsætter vil B&O have mulighed for at geare virksomheden yderligere, og dermed tjene penge på investeringer ved fremmedfinansiering. Dette forudsætter dog, at B&O er i stand til, at omsætte deres produkter på markedet, således at en eventuel gearing ikke ender ud i at B&O producere til lager, og dermed forøger sine kapitalbindinger.

Kort kan det konkluderes, at B&O i regnskabsårene 2012/13 og 203/14 forrentede sin kapital negativt, hvorimod B&O i seneste regnskabsår 2014/15 igen har formået at opnå en positiv ROE. Den primære årsag til udviklingen i de økonomiske nøgletal skal henføres til manglende tilpasning af driftsomkostninger i forhold til en faldende omsætning.

3.4 Budgettering og værdiansættelse

Værdiansættelsen af B&O vil ske efter "Discounted Cash Flow", herefter kaldet DCF.

DCF metoden tager udgangspunkt i en tilbagediskontering af fremtidige pengestrømme, hvorfor der skal udarbejdes et budget over den fremtidige forventede indtjening. Det er information og konklusioner fra den strategiske- og regnskabsmæssige analyse der danner grundlag for budgetteringen.

3.4.1 Budget- og terminalperiode

Budgetperioden skal give et retvisende billede af B&O's fremtidige pengestrømme. Set i et teoretisk perspektiv, så bør budgetperioden være uendelig, idet alle værdiansættelsesmodeller baseres på neddiskontering af en uendelig pengestrøm. I praksis vil dette dog aldrig finde sted, da budgetperioden bør begrænses for at opretholde et overskueligt og retvisende billede af B&O's fremtidige pengestrømme.

Budgetperioden skal begynde med nuværende regnskabsår (2015/16) for B&O og løbe frem til det tidspunkt, hvor det ikke længere giver mening at udarbejde budget, hvorefter det forudsættes at regnskabsposterne vil vokse konstant. Terminalperioden starter, når budgetperioden møder følgende fire betingelser:¹²²

1. Væksten i salget falder til en konstant (langsigtede) vækstrate
2. Overskudsgraden forbliver konstant, hvilket sammen med punkt 1 sikre, at driftsomkostningerne vokser med samme rate som salget
3. Den samlede omsætningshastighed forbliver konstant, hvilket sammen med punkt 1 sikre, at driftsaktiver vokser med samme vækstrate som salget
4. FGEAR forbliver konstant, hvilket sammen med punkt 1 og 3 sikre, at netto finansielle forpligtelser vokser med samme vækstrate som salget

Når ovenstående fire betingelser mødes sikres det, at regnskabsposterne i budgetopgørelserne vokser med samme vækstrate som væksten i salget. Det er vigtigt at gøre opmærksom på, at terminalperioden baseres på et skøn over den fremtidige udvikling i nøgletallene, hvortil der kan forekomme ændringer idet fremtiden ikke kendes.¹²³

¹²² Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 250

¹²³ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag,

Fastlæggelsen af budgetperioden er i høj grad afhængig af hvor meget information der haves til rådighed for at kunne give et seriøst bud på den fremtidige udvikling i virksomheden. Generelt er budgetprocessen svær, især kan det være svært at vide hvornår de fire førnævnte betingelser for at finde terminalperiodens start er opfyldt.

Budgetperiodens længde er meget afhængig af branche- og markedssituation. I situationer hvor virksomheden befinder sig i en moden branche med et veletableret produkt, stabile efterspørgsels- og produktionsteknologiske forhold, og ledelsen ikke har planer om yderligere ekspansion, kan det antages at de nuværende finansielle værdidrivere vil forblive konstante. I sådanne situationer vil man udarbejde en kort budgetperiode, hvor terminalperioden relativ hurtigt starter. Omvendt situation vil være gældende for en virksomhed i en forholdsvis ny branche med svingende vækstrater, i sådan situation vil virksomheden have behov for en længere budgetperiode, hvormed der vil gå længere tid før betingelser til terminalperiodens start er opfyldt.¹²⁴

Figur 28 viser overvejelser i forbindelse med fastlæggelse af budgetperiode. Det skal gøres opmærksom på at figuren kun er vejledende.

		Vækstudsigter for branchen		
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
Virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på langt sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 28 – Overvejelser vedrørende budgetlængde¹²⁵

Regnskabsanalysen har belyst, at B&O har haft nogle svære år med meget svingende vækstrater. Det samlede resultat af regnskabsanalysen medvirker til en større usikkerhed omkring budgetteringen, idet B&O i analyseperioden hverken på salg- eller omkostningssiden har oplevet nogen konstante tendenser.

side 251

¹²⁴ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 250-252

¹²⁵ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 252

Branchen B&O befinder sig vurderes at være moden samtidig besidder virksomheden en række veletablerede produkter, som på kortsigt vil give dem konkurrencemæssige fordele. Herudover synes de produktionsteknologiske forhold at være nogenlunde stabile, som ligeledes vil bidrage positivt til B&O's konkurrencemæssige position på sigt på grund af deres mangeårige kendskab til branchen.

Branchen har de seneste år konstateret meget svingende efterspørgselsforhold, hvilket bekræftes af regnskabsanalysen.

På baggrund af ovenstående forhold og vurdering samt figur 28 fastsættes budgetperioden til 10 år, dermed vurderes betingelserne for terminalperiodens start at være opfyldt i år 11. En 10-årig budgetperiode vurderes at være hensigtsmæssig i forhold til at vurdere B&O's fremtidige pengestrømme.

3.4.2 Budgettering af nøgletal

Efterfølgende budgetteringsafsnit vil omhandle budgettering af specifikke nøgletal i virksomhedens driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter.

Driftsaktiviteter

Budgettering af driftsaktiviteter vil indeholde budgetteringen af salg, driftsoverskud samt investeringer i driftsaktiver, disse elementer vil understøtte den budgetterede udvikling i salget.

Budgetteringen vil involvere følgende 5 værdidrivere.¹²⁶

1. Vækstraten for salg
2. Arbejdskapital og anlægskapital i procent af salget
3. Overskudsgraden fra salg før skat (EBIT-margin)
4. Effektiv skatteprocent
5. Andet driftsoverskud

Ovenstående værdidrivere sammen med et skøn over driftens kapitalomkostninger (r_{wacc}) gør det muligt at anvende DCF-modellen til beregning af markedsværdien.

Vækstraten for salg

Budgettering af salgsvæksten er det vigtigste element i budgetteringen af driftsaktiviteter, idet en virksomheds salg er grundlaget for om der generes fremtidige pengestrømme. Budgetteringen kræver et stort forarbejde og der skal foretages en lang række af overvejelser for at gøre budgetteringen så realistisk som mulig.

Budgetteringen af salgsvæksten består af to primære forhold, bestående af salgsvæksten i branchen samt virksomhedens specifikke forhold for salgsvæksten.

¹²⁶ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 254

Budgettering af branchens salgsvækst

Det fremtidige salg i branchen afhænger af den økonomiske situation i verden. Branchen oplevede under finanskrisen stort fald i slagsvæksten, hvormed en periode med stabil økonomi er vigtig forudsætning for den fremtidige salgsvækst i branchen.

Endvidere påvirkes branchens salgsvækst af kundernes rådighedsbeløb samt forbrugerlyst. Særligt kundernes lyst til, at forkæle sig selv med produkter af eksklusiv karakter.

Som anført i PESTEL-analysen har handelsbarriere stor påvirkning på salgsvæksten for branchen, og i takt med større og større samhandel på tværs af grænser øger det muligheden for salg til flere og flere lande. Specielt udviklingen i BRIK-landene bidrager positivt til øgede salgsvækst i branchen.

På baggrund af ovenstående antagelser samt øvrig viden oparbejdet gennem rapporten skønnes den fremtidige salgsvækst i branchen til 4 %. Grundet begrænset viden fastholdes salgsvæksten konstant for hele budgetperioden.

Virksomhedens specifikke forhold omkring salgsvæksten

I figur 29 vises år-til-år ændringer i B&O's omsætning angivet i procent, det ses tydeligt, at B&O gennem de seneste 5 regnskabsår har oplevet meget svingende vækstrater.

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Nettoomsætning (mio. kr.)	2.861,7	3.005,8	2.811,9	2.159,4	2.354,0
Salgsvækstrate	3,8 %	5,0 %	-6,5 %	-23,2 %	9,0 %

Figur 29 – år-til-år ændring i procent for salgsvækstraten

Den gennemsnitlige salgsvækst for perioden ligger på -2,38 %, den negative salgsvækst påvirkes i stor grad af et væsentlig faldende salg fra 2012/13 til 2013/14.

Som anført i den strategiske analyse vurderer B&O's ledelse stadig et stort potentiale i Kina, hvor etableringen på det kinesiske marked intensiveres i takt med anden fase af "Leaner, Faster, Stronger" strategien indføres.

Derudover forretningsområdet B&O PLAY har de seneste år oplevet stigende vækstrater. Ledelsen tror fortsat på stigende vækst ved, at sætte yderligere fokus på markedsføring- og

distribution af B&O PLAY gennem et stigende antal produktlanceringer og udvidet distribution hele verden, herunder er der indgået samarbejde med Apple som omhandler at B&O PLAY produkter sælges i Apple butikker verden over.

På baggrund af ovenstående og B&O's position i branchen vurderes det, at B&O vil kunne opnå samme vækstrate som i den generelle branche. Derfor anvendes der i budgetteringen af B&O en salgsvækstrate på 4 % - salgsvæksten fastholdes konstant gennem hele budgetperioden.

Arbejdskapital og anlægskapital i procent af salget

De budgetterede omsætningshastigheder anvendes på salget, hvilket resulterer i størrelsen på netto driftsaktiver (NDA). Budgetteringen af arbejdskapital og anlægskapital foretages hver sig.

Arbejdskapital

Investeringer- og bindinger i arbejdskapital er ofte tæt forbundet med udviklingen i salget.

Regnskabsanalysens gennemsnitlige omsætningshastighed for arbejdskapitalen udgjorde 0,200, dette vurderes at være et acceptabelt niveau for B&O, idet virksomheden altid vil have bindinger i varelager til at kunne servicere produktionen og kundernes efterspørgsel. Endvidere vil en virksomhed af B&O's størrelse altid have bindinger i tilgodehavender fra salg og leverandørgæld.

Med udgangspunkt i ovenstående vurderes det, at B&O vil forsøge at opretholde nuværende omsætningshastighed for arbejdskapitalen, derfor anvendes den gennemsnitlige omsætningshastighed på 0,200 i hele budgetperioden samt terminalperiode.

Anlægskapital

Investeringer- og bindinger i anlægskapitalen kan ikke forbindes med udviklingen i salget, men vil i stedet typisk forekomme i perioder.

Regnskabsanalysen viste en gennemsnitlig omsætningshastighed for anlægskapital på 0,486 – de primære bindinger i anlægskapitalen er i udviklingsprojekter, grunde og bygninger samt produktionsmaskiner. B&O har altid fokus på lancering af nye produkter, hvilket

naturligt medfører bindinger i udviklingsprojekter. Derudover er B&O en produktionsvirksomhed, som altid vil have et vis behov for investering i produktionsmaskiner, hvilket betyder at virksomheden konstant vil have bindinger i produktionsmaskiner mv.

B&O's omsætningshastighed for anlægskapital udgjorde i seneste regnskabsår 0,464 mod 0,635 året før. B&O foretog i seneste regnskabsår revurdering af blandt andet udviklingsprojekter, ejendomme og produktionsmaskiner, hvilket medførte nedafskrivninger, som nedbragte virksomhedens bindinger, og dermed forbedrede virksomhedens omsætningshastighed for anlægskapital.

På baggrund af den væsentlige forbedring i seneste regnskabsår, vurderes det at B&O vil forsøge, at fastholde omsætningshastigheden på et niveau svarende til omsætningshastigheden for 2014/15 på 0,464.

Med udgangspunkt i ovenstående anvendes den gennemsnitlige omsætningshastighed på 0,486 i hele budgetperioden samt terminalperiode.

Overskudsgraden fra salg (EBIT-margin)

En budgettering af EBIT-margin kræver i princippet en linje-til-linje budgettering af de forskellige omkostningsposter i procent af salget. En sådan budgettering er meget videnskrævende, da budgetteringen blandt andet kræver at man kender virksomhedens nøjagtige omkostningsstruktur, altså fordelingen af faste og variable omkostninger. Desuden kan en budgettering af afskrivninger være misvisende, idet afskrivninger typisk er tilknyttet specifikke aktiver, som er en viden der ikke haves til rådighed¹²⁷.

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
EBIT-margin	2,0 %	4,0 %	-6,7 %	-12,1 %	-34,3 %

Figur 30 – beregnede EBIT-margin fra regnskabsanalysen

¹²⁷ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 258

Som det fremgår af figur 30 har B&O's EBIT-margin været meget svingende i de seneste 5 regnskabsår. EBIT-margin for 2014/15 er negativ påvirket fra salg af det Automotive forretningsområde, som er en enkeltstående begivenheder, der gør at EBIT-margin for 2014/15 vurderes misvisende.

Den negative EBIT-margin i 2012/13 og 2013/14 skal henføres til manglende tilpasning af omkostninger i forhold til en faldende omsætning.

Som nævnes i den strategiske analyse har B&O en meget løntung produktion, idet der stilles store krav til kvalitet og design af produkterne. Derudover har B&O større og større fokus på nye produktlanceringer, hvilket medfører stigende udviklingsomkostninger, hvor ikke alle kan aktiveres. Yderligere har B&O stigende distributions- og marketingsomkostninger, som primært skal henføres til deres forsøg på at etablere sig på det kinesiske marked. En stor del af EBIT-margin bruges derfor på salgsfremmende aktiviteter og udviklingsprojekter.

B&O har i regnskabsåret 2014/15 gennemført en mindre omstrukturering, som har til formål at gøre B&O til en mere rentabel forretning, hvilket gerne skulle afspejles i en fremtidig forbedret EBIT-margin. Endvidere har B&O fokus på en stram omkostningsstyring.

Der vil altid foreligge en stor usikkerhed omkring budgettering af EBIT-margin. På baggrund af den viden der er opnået gennem den strategiske- og regnskabsmæssige analyse har vi vurderet, at B&O fremadrettet vil forbedre deres EBIT-margin blandt andet på baggrund af ovenfor nævnte omstrukturering samt omkostningsstyring. Som følge af stor usikkerhed omkring EBIT-marginen anvendes en konstant margin gennem hele budgetperioden, denne fastsættes til 5 %.

Effektiv skatteprocent

Udgangspunktet for den effektive skatteprocent er den gældende selskabsskatteprocent. Flere permanente differencer og forskelle kan dog betyde, at den effektive skatteprocent afviger en smule fra den gældende selskabsskatteprocent.¹²⁸

¹²⁸ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 259

Skattenoten i de seneste 5 års årsrapporter er gennemgået, heraf fremgår at den effektive skatteprocent for årene 2010/11 til 2013/14 har lagt mellem 25,1 % og 30,1 % - dette niveau afviger ikke væsentligt fra den gældende selskabsskatteprocent i disse år. Derimod udgør den effektive skatteprocent for 2014/15 kun 13,2 %, procenten påvirkes i væsentlig karakter positivt af reaktivering af udskudt skatteaktiv vedrørende skattemæssigt underskud til fremførsel.

Gennemgang af skattenoterne i de seneste 5 års årsrapporter viste, at bortset fra 2014/15 afviger den effektive skatteprocent ikke væsentligt fra den gældende selskabsskatteprocent.

På baggrund af ovenstående forhold og konstateringer anvendes den gældende selskabsskatteprocent på 22 % i budgetteringen.

Andet driftsoverskud

B&O's andet driftsoverskud består primært af driften af investeringsejendommene. Det skal bemærkes, at andet driftsoverskuddet i 2013/14 samt 2014/15 var væsentligt påvirket af resultat- og avance tilknyttet salget af det Automotive forretningsområde, som i de reformulerede opgørelser er klassificeret som andet driftsoverskud. Der er tale om en enkeltstående begivenhed, som ikke kan forventes kontinuerligt i fremtiden, derfor tages der højde for påvirkningen i nævnte regnskabsår under budgetteringen af andet driftsoverskud.

Fremadrettet forventes det, at andet driftsoverskud kun vil bestå af driften af investerings-ejendommene. Endvidere har vi ikke kendskab til øvrige aktiver i fremtiden, som kan påvirke andet driftsoverskud.

Regnskabsanalysen har belyst, at andet driftsoverskud i procent i regnskabsårene udover ovenfor anførte ligger på omkring 0,1 %.

Med udgangspunkt i ovenstående vurderes det, at et andet driftsoverskud på 0,1 % er retvisende, hvorfor dette niveau anvendes i budgetperioden samt terminalperioden.

Finansieringsaktiviteter

Efterfølgende afsnit vil omhandle et skøn over hvordan B&O's fremtidig sammensætning af egenkapital og gæld vil være.

FEGAR og netto finansielle forpligtelser

Gennem regnskabsanalysen er det konstateret, at hovedparten af B&O's finansiering sker gennem egenkapitalen. Det forventes, at B&O vil fastholde den nuværende kapitalstruktur.

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	7,0 %	6,9 %	14,6 %	15,5 %	19,8 %
Egenkapital	93,0 %	93,1 %	85,4 %	84,5 %	80,2 %
Finansiering	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Figur 31 – B&O's finansieringssammensætning

Som det ses i figur 31 er fremmedfinansiering en meget minimal del af B&O samlede finansiering af driftsaktiviteterne. Den gennemsnitlige fremmedfinansiering i procent for de seneste 5 regnskabsår udgør 12,76 %.

Med udgangspunkt i, at B&O ønsker at fastholde sin nuværende kapitalstruktur, anvendes ovenstående gennemsnit for netto finansielle forpligtelser i budgetperioden samt terminalperioden.

Opsummering af budgetterede nøgletal

Nøgletal	Budgettal (Uændret gennem hele budgetperioden)
Salgsvækstrate	4 %
EBIT-margin	5 %
Andet driftsoverskud	0,1 %
Omsætningshastighed - Arbejdskapital	0,200
Omsætningshastighed - Anlægskapital	0,486
Effektiv skatteprocent	22 %
Netto finansielle forpligtelser	12,76 %

Figur 32 – Opsummering af budgetterede nøgletal

Det er vigtigt at gøre opmærksom på, at budgetterede nøgletal er forbundet med en forholdsvis stor usikkerhed, idet vi ikke har kendskab til interne forhold for B&O. På baggrund

af manglende grundlag og forudsætninger er de budgetterede nøgletal fastholdt uændret i gennem hele analyseperioden.

Proforma-opgørelser

Budgetteringen af resultatopgørelser og balancer for budgetperioden vises i proforma-opgørelser, som bidrager til at overskueliggøre budgetperioden og udviklingen af den foretagne budgettering samt estimering af nøgletal.¹²⁹

Proforma-opgørelsen viser blandt andet den budgetterede nettoomsætning og nettooverskud i budgetperioden samt i de første terminal år.

Endvidere indeholder opgørelserne de budgetterede driftsaktiver samt den samlede finansiering af virksomheden.

Afsluttende består opgørelserne pengestrømmeopgørelse, som blandt andet indeholder det Frie Cash Flow (FCF), som er nøgletallet der skal tilbagediskonteres i værdiansættelsen.

Proforma-opgørelserne fremgår af bilag 6 og indgår i beregningen af markedsværdien af B&O efter DCF-modellen.

3.4.3 Værdiansættelse efter DCF-modellen

Værdiansættelsen af B&O tager udgangspunkt i DCF-modellen, som er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien opgøres som den tilbagediskonterede værdi af de forventede fremtidige pengestrømme.

En afgørende faktor for resultatet af værdiansættelsen er fastsættelsen af de gennemsnitlige kapitalomkostninger, også kaldet WACC. Beregningen af virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for både ejernes og långivernes afkastkrav¹³⁰. WACC vil blive gennemgået og beregnet i efterfølgende afsnit.

¹²⁹ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 249

¹³⁰ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 46

Gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Beregningen af WACC sker på baggrund af en række faktorer, og kan beskrives ud fra følgende formel:¹³¹

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

De forskellige faktorer defineres nedenfor:

r_{wacc} = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi 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 = finansielle omkostninger efter skat

Ovenstående faktorer vil enkeltvis blive gennemgået, hvorefter beregningen af WACC kan foretages.

Selskabsskatteprocenten fastsættes til 22 %, da dette er den gældende procentsats og der ikke er kendskab til fremtidig ændring af denne.

Estimering af ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav udtrykker det afkast ejerne kræver ved investeringen, og svarer til ejernes afkastkrav ved en alternativ investering med samme risikoprofil.

Estimatet baseres på CAPM-modellen¹³², som tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet fra den specifikke virksomheds aktier og afkastet på hele aktiemarkedet. Endvidere antages det i modellen, at ejerne kræver et merafkast som skal kompensere for den

¹³¹ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 46

¹³² Capital Assets Pricing Model

risiko der er forbundet med investeringen. Ovenfor nævnte sammenhæng kan ved anvendelse af CAPM beskrives ud fra følgende formel.¹³³

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

De forskellige faktorer defineres nedenfor:

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematisk risiko)

r_m = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$r_m - r_f$ = markedets risikopræmie

Som det beskrives i ovenstående ligning, er det forventede afkast på en aktie lig med det risikofri afkast plus en risikopræmie, der er proportional med aktiens beta.

Risikofri rente

I praksis anvendes den effektive rente for 10-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente. Der anvendes en 10-årige statsobligation, idet denne varighed svarer til længden af budgetperioden.

Den effektive rente på en 10-årig statsobligation er ultimo februar 2016 0,44 %¹³⁴ - der anvendes ultimo februar da værdiansættelsen af B&O er pr. 29. februar 2016.

Markedsrisikopræmie

Risikopræmien udtrykker det risikotillæg investorer kræver for at investere i risikobetonede aktier fremfor "risikofrie værdipapirer", som en 10-årig dansk statsobligation antages at være. Risikotillægget kan estimeres på flere måder, enten gennem forespørgsler til en

¹³³ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 44

¹³⁴ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

række investorer, estimere den ud fra historiske data eller beregne den ud fra nuværende aktiekurser.¹³⁵

Revisions- og rådgivningsfirmaet PwC undersøger hvert år risikopræmien, hvor årets resultat viste en gennemsnitlige risikopræmie på 5,6 %. Endvidere har PwC i deres undersøgelser konstateret, at 65 % af analytikere anvender en risikopræmie mellem 5,0 % og 6,0 %.¹³⁶

Med udgangspunkt i ovenstående undersøgelser foretaget af PwC fastsættes markedsrisikopræmien til 5,5 %.

Estimering af beta

Betaværdi er gældende for alle aktier, denne måler den systematiske risiko, der er mellem det generelle aktiemarked og den specifikke aktie sammen med risikopræmien. En aktie med høj risiko forventes der et større afkast end ved en mindre risikobetonet aktie. Beta betegnes som et relativt risikomål. I figur 33 er vist sammenhængen mellem størrelsen på betaværdien og risikoniveauet for aktien.

Betaværdiens risiko ¹³⁷	
$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Figur 33 – Fortolkning af betaværdien

Estimatet af betaværdien sker typisk ud fra et historisk udgangspunkt eller ud fra en common sense-metode, hvor der foretages en vurdering af virksomhedens samlede risiko, som

¹³⁵ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 44

¹³⁶ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

¹³⁷ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 46

efterfølgende estimeres som betaværdien. En sidste metode tager udgangspunkt i fundamentale faktorer, hvor der opbygges en forudsigelsesmodel over en fundamental betaværdi.¹³⁸

Som det fremgår af rapportens afgrænsning så beregnes betaværdien ikke, da dette kræver en omfattende analyse. Der anvendes i stedet en betaværdi beregnet af eksterne analytikere.

Den valgte betaværdi udgør 1,44, og er indhentet fra Thomson Reuters.¹³⁹ Hvis værdien sammenholdes med figur 33 kan det udledes, at der med investering i B&O er forbundet en større risiko end ved investering i markedsporteføljen.

Beregning af ejernes afkastkrav ud fra ovenstående forudsætninger og CAPM:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

$$r_e = 0,44 \% + (1,44 \times 5,5 \%) = 8,36\%$$

Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav

De finansielle forpligtelsers afkastkrav udtrykker långiverens afkastkrav ved at låne penge til virksomheden. Estimatet bør baseres på den løbende markedsrente, altså den rente som virksomheden vil kunne låne til i dag. Afkastkravet fra finansielle forpligtelser kan beskrives ud fra følgende formel¹⁴⁰:

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

De forskellige faktorer defineres nedenfor:

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t_s = selskabsskatteprocent

¹³⁸ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 46

¹³⁹ <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BO.CO>

¹⁴⁰ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag, side 48

Selskabsspecifikt risikotillæg

Risikotillægget kendes ikke, hvorfor der skal estimeres et tillæg til anvendelse i beregningen. Som følge af den risiko långivere har ved, at låne penge til virksomheden kræver de et risikotillæg, som skal kompensere for risikoen ved en eventuel manglende evne fra virksomhedens side til at tilbagebetale det lånte beløb. Størrelsen på risikotillægget afhænger typisk af virksomhedens risikoprofil.

Regnskabsanalysen har belyst, at B&O primært finansieres gennem egenkapitalen, hvilket betyder, at virksomhedens soliditetsgrad er meget høj. I de seneste 5 regnskabsår har egenkapitalen som minimum udgjort 80 % af B&O's samlede finansiering. Endvidere har B&O modtaget en up-front betaling på ca. 1.105 mio. kr. fra salget af det Automotive forretningsområde, hvilket styrker virksomhedens risikoprofil over for långiveren. Derimod er det gennem regnskabsanalysen også konstateret, at B&O gennem de seneste år har kæmpet med en faldende omsætning, som har givet store indtjeningsproblemer for virksomheden. B&O fremtidige indtjening er fortsat præget af stor usikkerhed, hvilket formentlig medføre at banken vil kræve et forholdsvis højt risikotillæg for at låne kapital til virksomheden.

Med udgangspunkt i ovenstående estimeres risikotillægget til 6 %.

Beregning af finansielle forpligtelsers afkastkrav ud fra ovenstående og forudsætninger fastsat ved beregningen af ejernes afkastkrav:

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

$$r_g = (0,44 \% + 6 \%)(1 - 22 \%) = 5,02 \%$$

Kapitalstruktur i B&O

Kapitalstrukturen viser forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital. Estimeringen af den fremtidige kapitalstruktur bør tage udgangspunkt i markedsværdier. Disse værdier er ukendte, idet det er hele formålet med værdiansættelsen. Kapitalstrukturen kan i stedet estimeres ved, at skønne strukturen over en langsigtet periode¹⁴¹. Rapportens skønnede

¹⁴¹ Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 47

kapitalstruktur baseres på kapitalstrukturen gennem de seneste 5 regnskabsår, som ses i figur 34.

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	7,0 %	6,9 %	14,6 %	15,5 %	19,8 %
Egenkapital	93,0 %	93,1 %	85,4 %	84,5 %	80,2 %
Finansiering	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Figur 34 – historisk kapitalstruktur i B&O

Som det fremgår af figur 34, så har kapitalstrukturen de seneste 5 regnskabsår svinget mellem 90/7 til 80/20 i egenkapitalens favør. I budgetteringen blev den fremtidige fremmedfinansiering budgettet til 12,76 %, svarende til den gennemsnitlige fremmedfinansiering i procent for de seneste 5 regnskabsår. En realistisk fremadrettet kapitalstruktur skønnes på baggrund af ovenstående til 85/15 i egenkapitalens favør.

Estimering af WACC

Med ovenstående beregninger af ejernes afkastkrav og finansielle forpligtelsers afkastkrav samt den skønnede kapitalstruktur kan de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) nu beregnes.

$$r_{wacc} = (85 \% \times 8,36 \%) + (15 \% \times 5,02 \%) = 7,86 \%$$

Værdiansættelse af B&O

Foregående analyser, antagelser og vurderinger har nu dannet grundlaget for værdiansættelsen, hvilket betyder at aktiekursen nu kan beregnes med udgangspunkt i DCF-modellen

Modellen tager udgangspunkt i det budgetterede driftsoverskud hvor ændringen i netto driftsaktiviteter fratrækkes, hvilket resulterer i det frie cash flow (FCF). Efterfølgende tilbagediskonteres FCF til nutidsværdien for hele budgetperioden, hvilket resulterer i Enterprise Value hvor netto finansielle omkostninger fratrækkes, hvorefter markedsværdien af egenkapitalen opnås.

DCF-modellen kan beskrives ud fra følgende formel¹⁴²:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + r_{wacc})^t} + \frac{FCF_{r+1}}{(1 + r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} \cdot V^{NNF}$$

De forskellige faktorer defineres nedenfor:

V_0^E = Egenkapitalens markedsværdi

FCF_t = Frie cash flow til selskabet

r_{wacc} = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

T = Terminalperioden

G = Vækst i terminalperioden

DCF-modellen	Værdi
Diskonteringsfaktor (WACC)	7,86 %
Nutidsværdi af FCF – budgetperioden (10-årig)	-241,54 mio. kr.
Nutidsværdi af FCF – terminalperioden	553,31 mio. kr.
<i>Enterprise Value (Virksomhedsværdien)</i>	311,77 mio. kr.
Netto finansielle forpligtelser (NFO) (Indestående)	764,9 mio. kr.
Værdi af ordinær egenkapital	1.076,67 mio. kr.
Antal aktier	43.197.478 stk.
Værdi pr. aktie	24,92 kr.
Faktuelle markedsværdi ¹⁴³	69,5 kr.

Figur 35 – Beregning af værdi pr. aktie – der henvises til bilag 6 for den detaljerede beregning

¹⁴² Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjøellerup/Gades Forlag, side 38-39

¹⁴³ <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/bang-olufsen-holding-a-s/2053360>

Som det fremgår af figur 35 er resultatet af værdiansættelsen en aktieværdi på 25,0 kr. pr. stk. sammenholdt med en faktuel aktieværdi den 29. februar 2016 på 69,5 kr. Den beregnede aktieværdi afviger 44,58 kr. (64 %) fra den faktuelle markedsværdi, dermed indikerer rapportens værdiansættelse at B&O's aktie er overvurderet på aktiemarkedet den 29. februar 2016.

Rapportens værdiansættelse afviger som forventet fra faktuelle markedsværdi, da beregningen primært er baseret på en lang række af skøn og estimater. Afvigelsen kan skyldes mange forskellige faktorer.

Det skal gøres opmærksom på, at ovenstående beregning af værdi pr. aktie er væsentlig påvirket af "positive" netto finansielle forpligtelser ultimo seneste regnskabsår, hvilket i et væsentligt positivt omfang påvirker værdien af den beregnede markedsværdi af B&O. Hvis ikke B&O havde modtaget en up-front betaling på ca. 1,1 mia. kr. fra salget af det Automotive forretningsområde, så havde den beregnede markedsværdien været markant mindre.

Den historiske regnskabsanalyse har belyst, at B&O de seneste 5 regnskabsår har kæmpet med faldende omsætning og manglende evne til at tilpasse sine omkostninger, hvilket har resulteret i, at driftsoverskuddet har været meget svingende, hvor det i 3 ud af de 5 seneste regnskabsår har været negativt. Markedsværdien er væsentlig præget af realiserede regnskabsmæssige resultater og nøgletal, derfor har den negative udvikling de seneste 5 år påvirket budgetteringen negativt retning, hvilket resultere i at den beregnede markedsværdi påvirkes negativt. Værdiansættelsen indikerer, at markedets forventninger til B&O aktien er mere optimistiske end hvad der er skønnet gennem budgetteringen.

B&O meddelte i omkring årsskiftet, at selskabet var i dialog med en mulig køber af virksomheden, hvilket resulterede i at aktien lynhurtigt steg hele 31 % og forventningerne blandt investorerne var store.¹⁴⁴ En sådan udmeldelse har positiv påvirkning på markedsværdien for B&O, og værdien kan i en periode under et forhandlingsforløb være misvisende i forhold til virksomhedens reelle værdi, hvis ikke salget gennemføres til den udmeldte eller forventede salgssum eller helt går i vasken.

¹⁴⁴ <http://finans.dk/live/erhverv/ECE8428916/hvornaar-sker-der-noget-bo/>

Det skal påpeges, at værdiansætte B&O som ekstern analytiker næsten er en umulig opgave, hvor resultatet er meget afhængig af de skøn og estimater der opsættes som grundlag for den egentlige beregning.

Følsomhedsanalyse

Den beregnede markedsværdien af B&O er som tidligere anført beregnet på baggrund af en lang række af forudsatte variabler. De gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), altså ejernes afkastkrav til B&O opfattes, at have meget stor betydning for beregningen af markedsværdien, derfor vil efterfølgende afsnit analysere hvad ændringer i gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) vil betyde for den beregnede markedsværdi af B&O.

Følsomhed i gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Som anført under beregningen af WACC indgår der flere usikre faktorer, eventuelle ændringer i disse vil have forholdsvis stor betydning for den beregnede aktiekurs. Følsomhedsanalysen vil bestå i, at se hvordan meget en ændring på +/- 1 % vil betyde for beregningen af markedsværdien.

Den oprindelig WACC er tidligere beregnet til 7,86 %, mens værdien pr. aktie i beregnet til 24,92 kr.

Følsomhedsanalyse, WACC				
Ændring i procentpoint	-1,0 %	-0,5 %	0,5 %	1,0 %
WACC	6,86 %	7,36 %	8,36 %	8,86 %
Værdi pr. aktie	31,27 kr.	27,62 kr.	22,86 kr.	21,23 kr.

Figur 36 – Værdi pr. aktie ved ændring af WACC

Som det kan ses i figur 36, så giver en ændring i WACC på +/-1 en kursstigning på 6,35 kr. ved en ændring på - 1 % og et kursfald på 3,69 ved en ændring på 1 %, også svarende til en stigning på ca. 25 % og et fald på ca. -15 %. Det kan dermed udledes, at markedsværdien blive højere jo lavere WACC er og omvendt, hvormed markedsværdien er meget følsom over for ændringer i WACC.

4. Konklusion

Rapporten omhandler B&O og har gennem strategiske- og regnskabsmæssige analyser, budgettering og værdiansættelsesberegninger behandlet problemformuleringen som er beskrevet i afsnit 2.

Formålet med rapporten var, at vurdere om markedsværdien på B&O aktier den 29. februar 2016 var retvisende i forhold til virksomhedens reelle værdi.

Markedsværdien på B&O aktier udgør den 29. februar 69,50 kr. pr aktie.

Rapportens beregnede værdi af B&O aktier udgør 24,92 kr. pr. aktie, hvilket er en afvigelse på 44,58 kr. sammenholdt med den faktuelle aktieværdi på 69,50 kr. pr. aktie. Dette svarer til en procentvis afvigelse på -64 %.

PESTEL-analysen, der analyserer B&O's omverden, viser at markedet er presset af den teknologiske udvikling, hvilket stiller store krav til B&O's produktion og produktudvikling for hele tiden at forsøge, at være på forkant med markedets trend og øvrig udvikling.

Branchen er præget af den økonomiske situation verden over, hvor høj- og lavkonjunkturer har stor betydning for salgsvæksten i branchen. B&O har siden finanskrisen oplevet stor omsætnings tilbagegang – krisen betød stigende arbejdsløshed og faldende rådighedsbeløb og forbrugsløst verden over. Det er vurderingen, at vækstraten er i fremgang som følge af at verdensøkonomien har oplevet fremgang den seneste tid. Endvidere vurdere B&O's ledelse stadig, at der er store vækstmuligheder i BRIK-landene, herunder specielt Kina. B&O's forholdsvis nye produktserie B&O PLAY er en vigtig faktor i forbindelse med etableringen i Kina og øvrige BRIK-lande. Med ovenstående forhold taget i betragtning synes B&O i fremtiden, at kunne opnå positive vækstrater.

Porters Five Forces har belyst, at branchen er præget af få store udbydere og hvor kunderne har præferencer over for produkterne, altså branchen oplever differentieret oligopol. B&O differentierer sig fra konkurrenterne gennem høj produktkvalitet og elegant design, derudover kan deres produkter kategoriseres til en dyrere prisklasse.

B&O oplever stor konkurrence fra substituerende produkter, hvor computer, tablets og smartphones er i direkte konkurrence med B&O's produkter. Disse har samme funktioner

som B&O's produkter, og kan udover benyttes når man er på farten. B&O har lanceret produktserien B&O PLAY, som en direkte handling for at bekæmpe konkurrencen fra substituerende produkter.

Porter Five Forces har endvidere belyst, at B&O's forhandlingsevne over for deres leverandører er svag, idet B&O er meget afhængige af nøgleleverandører. Afhængigheden har medført, at B&O investerer stort i deres nøgle- og systemleverandørers produktionsudstyr, således at B&O altid kan få de nødvendige kvalitetsråvarer til deres produktion. Investeringen er en nødvendighed for at kunne imødekomme konkurrencen og den teknologiske udvikling i branchen. Omkostningen er ikke variabel, hvorfor den har stor negativ påvirkning på B&O's bruttoavance og det endelige regnskabsmæssige resultat.

Den strategiske analyse har vist, at B&O gennem deres mange år i branchen har oparbejdet et godt brand og image samt kendskab til branchen.

Historisk regnskabsanalyse har vist, at B&O gennem de seneste 5 år har haft store udfordringer med at tilpasse sin forretning og omkostninger til en væsentligt faldende omsætning. B&O's indtjeningsevne fra driften har de seneste år været dårlig, som primært skal henføres til den negative omsætningsudvikling. Trods en negativ økonomisk udvikling har B&O fortsat en solid egenkapital, som yderligere blev styrket via kapitalforhøjelse i regnskabsåret 2014/15. Derudover har B&O solgt det Automotive forretningsområde, hvilket medførte en up-front betaling på ca. 1,1 mia. kr., hvormed B&O vurderes at have den fornødne likviditet til at få rettet op på den negative økonomiske udvikling.

Rapportens værdiansættelse er præget af mange individuelle skøn og estimer foretaget under budgetteringen, som er grundlaget for beregningen af B&O's markedsværdi. Endvidere har rapporten bevist, at værdiansættelsen er meget følsom over for små ændringer i ejernes afkastkrav (WACC).

Det skal påpeges, at værdiansætte B&O som ekstern analytiker næsten er en umulig opgave, hvor resultatet er meget afhængig af de skøn og estimer der opsættes som grundlag for den egentlige beregning.

På baggrund af rapportens teoretiske værdiansættelse af markedsværdien på B&O aktier er konklusionen på rapportens problemformulering, at markedsværdien på B&O aktier den 29. februar 2016 ikke er retvisende i forhold til virksomhedens reelle værdi.

5. Perspektivering

Perspektiveringen tager udgangspunkt i hændelser fra B&O efter 29. februar 2016, hvor skæringsdatoen for information trådte i kraft.

Tue Mantoni færdig som topchef i B&O¹⁴⁵

Den 26. april 2016 meddelte B&O, at adm. direktør Tue Mantoni stopper som direktør pr. 1. juli. Opsigelse af Tue Mantoni er en direkte konsekvens af B&O's nuværende situation, hvor B&O har haft svært ved at finde den økonomiske balancegang siden finanskrisen. Endvidere kommer opsigelsen af Tue Mantoni efter en hektisk april måned, hvor B&O afskedigede hele 55 medarbejdere. Herudover havde B&O været i længerevarende forhandlinger med den kinesiske samarbejdspartner Sparkle Roll og rigmand Qi Jianhong om salg af virksomheden, som dog gik i vasken medio april.

Rapportens indhold baserer sig på stor tiltro til Tue Mantoni's ledelse af B&O, herunder strategien "Leaner, Faster, Stronger", som Tue Mantoni var hovedmanden bag. Anden fase af "Leaner, Faster, Stronger" er i rapporten anset til at kunne give bidrage til en stabil vækstrate over en 10-årig periode for B&O.

Oplysningen om Tue Mantoni opsigelse i B&O vurderes, at være af en så væsentlig karakter, at det kunne have haft forholdsvis stor betydning for vurderinger under budgetteringsfasen.

¹⁴⁵ http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/323480/tue_mantoni_faerdig_som_topchef_i_b_o.html

6. Litteraturliste

Bøger:

- *Lynggaard, Peter: Driftsøkonomi, 7. udgave, Handelshøjskolens Forlag, København 2008*
- *Andersen, Peter Vestergaard: Køb og salg af virksomheder og aktier, 1. udgave, 2. oplag, Jurist- og økonomforbundets forlag*
- *Sørensen, Ole: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 4. udgave, Gjellerup/Gades Forlag*

Artikler:

- *Værdiansættelse af virksomheder, Børsen, januar 2004*
http://ledelse.borsen.dk/article/view/522/vaerdiansaettelse_af_virksomheder.html
- *Kritik af PESTEL-analysen, Betabox.dk, [www.betabox.dk](http://betabox.dk)*
<http://betabox.dk/teorierogmodeller/pest-analyse.html>
- *Kritik af Porters Five Forces, Betabox.dk, [www.betabox.dk](http://betabox.dk)*
<http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-five-forces.html>
- *Kritik af Porters værdikæde analyse, Betabox.dk, [www.betabox.dk](http://betabox.dk)*
<http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-v-rdik-de.html>
- *B&O succes udebliver: Må lukke butikker, TV2 Business, Ritzau, 12.03.2015*
<http://nyheder.tv2.dk/2015-03-12-bo-succes-udebliver-maa-lukke-butikker>
- *B&O til salg i Apple-butikker – Børsen, Mette Winkler, 17.08.2011*
http://borsen.dk/nyheder/it/artikel/1/212955/b_o_til_salg_i_apple-butikker.html
- *Ét marked uden grænser, Den Europæiske Union, 2016*
http://europa.eu/pol/singl/index_da.htm
- *Definition af BRIK-landene, Udenrigsministeriet, 2016*
<http://www.netpublikationer.dk/um/11154/html/chapter05.htm>
- *Vækstmarkedsstrategi Kina, Statsministeriet, maj 2012*
http://www.stm.dk/multimedia/V_kstmarkedsstrategi_for_Kina.pdf

- *B&O fremskynder vækstplaner i Kina gennem strategisk samarbejde med Sparkle Roll og A Capital. Nettoprovenu på DKK 177 mio. forventet fra kapitalforhøjelse alene rettet mod de kineske samarbejdspartnere, Investerings Briefing, Børsmeddelelse, 19.07.2012*
<http://investorbriefing.com/da/exchangereleases/bang-olufsen-fremskynder-vaekst-planer-i-kina-gennem-strategisk-samarbejde-med-sparkle-roll-og-a-capital-nettoprovenu-pa-dkk-177-mio-forventet-fra-kapitalforhojelse-alene-rettet-mod-de-kinesiske-samarbejdspartnere>
- *Beskrivelse fra finanskrisen, Gyldendals, den store danske, Uffe Rasmussen, 01.11.2013*
[http://denstoredanske.dk/Samfund, jura og politik/%C3%98konomi/Samfunds%C3%B8konomiske forhold/Finanskrisen](http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/%C3%98konomi/Samfunds%C3%B8konomiske_forhold/Finanskrisen)
- *Hjælpepakker under finanskrisen, Børsen Online, september 2010*
http://borsen.dk/uploads/cmslinkupload/37_file_6302.pdf
- *Finanskrisen koster Danmark 400 milliarder, Børsen Finans, Ritzau, 18.09.2013*
http://finans.borsen.dk/artikel/1/266009/finanskrise_koster_danmark_400_milliarder.html?hl=aTtEYW5tYXJrO2ZpbmFuc2tyaXNI02kgRGFubWFyaztJO0ZpbmFuc2tyaXNI
- *Krakkede banker efter finanskrisen, Berlingske Business, Nikolai Steensgaard, 09.10.11*
<http://www.business.dk/finans/her-er-de-krakkede-banker>
- *Kina Stjæler pladsen som verdens største økonomi, Børsen, Caroline Gerd Frandsen, 08.10.2014*
http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/292257/kina_stjaeler_pladsen_som_verdens_stoerste_oekonomi.html
- *Bose' samarbejde med Mazda, www.bose.dk, 2016*
<https://www.bose.dk/DK/da/automotive/car-models/current-models/mazda.jsp>
- *Bang og Olufsens - Boelink Smarthome, www.bang-olufsen.com/da, 2016*
<http://www.bang-olufsen.com/da/beolink-smarthome>
- *Bang og Olufsen - B&O PLAY, www.beoplay.com 2016*
<http://www.beoplay.com/>
- *Prisen på et BeoVision Avant 85", Bang & Olufsen Frederikshavn, 12.04.2016*
<http://b-o-f.dk/produkter/beovision-avant-85#prettyPhoto>

- *Nu forsvinder tv-signalet: sådan gør du dit gamle tv digitalt*, Politikken, Søren Dilling, 22.01.2016
<http://politiken.dk/forbrugogliv/digitalt/forbrugerelektronik/ECE3024764/nu-for-svinder-tv-signalet-saadan-goer-du-dit-gamle-tv-digitalt/>
- *Danmarks mest hørte radiosignal afskaffes i 2019*, Politikken, Malene Tabart Lehmann Andersen, 12.12.2014
<http://politiken.dk/kultur/medier/ECE2481949/danmarks-mest-hoerte-radiosignal-afskaffes-i-2019/>
- *Norge slukker FM-signalet i 2017*, Ingeniøren, Christian Østergaard, 17.04.2015
<https://ing.dk/artikel/norge-slukker-fm-signal-i-2017-175497>
- *Forbrug af elektronik*, www.affald.dk, 2016
<https://www.affald.dk/da/7-10/elektronik/artikler/253-forbrug-af-elektronik-7-10.html>
- *WEEE-direktivet*, www.dpa-system.dk, 21.08.2014
<https://www.dpa-system.dk/da/WEEE/Producentansvar/LovgivningeniDanmark>
- *Bang og Olufsen, CSR Rapportering 2014/15*
http://az498215.vo.msecnd.net/static/files/CSR%20UK%202014_15_vfinal.pdf
- *ICEpower-grundlægger: Sådan fik gyseren en lykkelig slutning*, Ingeniøren, Jens Ramskov, 31.12.2009
<https://ing.dk/artikel/icepower-grundlaegger-sadan-fik-gyseren-en-lykkelig-slutning-104937>
- *Bang og Olufsens – Fortegningsretsemission 2009*
http://www.bang-olufsen.com/investors/company-announcements/~/_media/838B0941FDFF4885B4C01C04BD12E0C0.pdf
- *Direkte distribution til hele verden*, SCM & Logistik, af Langerbæk A/S, 30.05.2012
<http://www.scm.dk/direkte-distribution-til-hele-verden>
- *Bang og Olufsens, produktionsmiljø*, 2016
<http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/manufacturing-environment>

- *Bang og Olufsens, Vision og mission, 2016*
<http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/manufacturing-environment>
- *Tue Manton færdig som topchef i B&O*
http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/323480/tue_mantoni_faerdig_som_topchef_i_b_o.html
- *Risikofri rente (10-årig statsobligation)*
<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>
- *Værdiansættelse af virksomheder*
<https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>
- *Ekstern betaværdi*
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BO.CO>
- *Aktieværdi på Bang & Olufsen pr. 29. februar 2016*
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/bang-olufsen-holding-a-s/2053360>
- *Hvornår sker der noget, B&O?*
<http://finans.dk/live/erhverv/ECE8428916/hvornaar-sker-der-noget-bo/>

Årsrapporter:

- Bang og Olufsen, Årsrapport 2014/15
- Bang og Olufsen, Årsrapport 2013/14
- Bang og Olufsen, Årsrapport 2012/13
- Bang og Olufsen, Årsrapport 2011/12
- Bang og Olufsen, Årsrapport 2010/11
- Bang og Olufsen, Årsrapport 2009/10

7. Bilag

Bilag 1 – Officiel resultatopgørelser

Officiel resultatopgørelse (mio. kr.)						
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Nettoomsætning	2.761,5	2.866,9	3.007,7	2.813,9	2.161,7	2.356,5
Produktionsomkostninger	-1.672,0	-1.711,4	-1.792,0	-1.718,0	-1.332,0	-1.776,2
Bruttoresultat	1.089,5	1.155,5	1.215,7	1.095,9	829,7	580,3
Udviklingsomkostninger	-342,8	-311,4	-337,4	-442,4	-292,8	-448,5
Distributions- og marketingomk.	-708,5	-660,8	-654,3	-755,9	-731,9	-861,7
Administrationsomkostninger	-85,3	-123,5	-101,6	-85,9	-65,8	-77,1
Omstruktureringsomkostninger	-	-	-	-	-	-
Særlige poster	13,3	-	-	-	-	-
Resultat af primær drift	-33,8	59,8	122,4	-188,3	-260,8	-807,0
Resultat af kapitalandele	-6,7	0,2	-2,1	1,3	3,2	10,5
Finansielle indtægter	15,4	7,5	9,4	8,6	5,6	24,8
Finansielle udgifter	-24,5	-27,4	-25,5	-33,2	-34,5	-30,9
Resultat før skat	-49,6	40,1	104,2	-211,6	-286,5	-802,6
Skat af året resultat	16,7	-12,1	-30,9	51,8	58,7	195,4
Årets resultat - fortsættende aktiviteter	-32,9	28,0	73,3	-159,8	-227,8	-607,2
Resultat efter skat - ophørte aktiviteter	-	-	-	-	198,6	664,3
Årets resultat	-32,9	28,0	73,3	-159,8	-29,2	57,1
Fordeles således:						
Moderselskabets aktionærer	-34,4	26,9	73,3	-159,8	-29,2	57,1
Minoritetsinteresser	1,5	1,1	-	-	-	-
	-32,9	28,0	73,3	-159,8	-29,2	57,1
Årets resultat	-32,9	28,0	73,3	-159,8	-29,2	57,1
Anden totalindkomst						
Poster der senere reklassificeres til resultatopgørelsen:						
Valutakursregulering af investeringer i udenlandske datterselskaber	12,8	12,0	-	-3,0	-9,6	12,1
Ændring af dagsværdi af afledte finansielle instrumenter anvendt til regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme	-4,0	-5,9	19,2	-4,3	-3,9	-4,6
Skat af anden totalindkomst	1,3	1,4	-4,8	1,1	1,0	1,1
Poster der ikke senere kan reklassificeres til resultatopgørelsen:						
Aktuarmæssige gevinster/(tab) på ydelsesbaserede pensionsordninger	-	-	-	-0,5	-0,1	-4,2
Skat vedrørende poster der ikke kan reklassificeres til resultatopgørelsen	-	-	-	0,2	-	0,9
Anden totalindkomst efter skat	10,1	7,5	14,4	-6,5	-12,6	5,3
Årets totalindkomst	-22,8	35,5	87,7	-166,3	-41,8	62,4

Bilag 2 – Officiel balance

Officiel balance - Aktiver (mio. kr.)						
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Goodwill	44,7	44,8	47,8	51,9	63,5	70,2
Erhvervede rettigheder	46,0	37,7	27,8	20,7	14,5	8,0
Færdiggjorte udviklingsprojekter	249,1	191,7	296,8	484,6	406,2	312,1
Udviklingsprojekter under udførelse	154,5	322,0	338,9	178,2	317,6	80,3
Immateriale aktiver i alt	494,3	596,2	711,3	735,4	801,8	470,6
Grunde og bygninger	240,9	227,8	210,3	198,2	114,7	104,6
Produktionsanlæg og maskiner	209,4	164,0	145,6	155,6	123,5	68,9
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	34,9	31,3	29,3	24,4	26,8	26,8
Indretning af lejede lokaler	23,2	15,6	17,5	30,2	39,5	44,9
Materielle aktiver under udførsel og forudbetalinger for materielle aktiver	18,7	69,1	96,8	67,5	29,8	9,1
Materielle aktiver i alt	527,1	507,8	499,5	475,9	334,3	254,3
Investeringsjendomme	45,4	42,7	41,3	40,0	38,6	17,2
Kapitalandele i associerede selskaber	5,3	5,7	5,6	7,0	10,2	5,9
Andre finansielle tilgodehavender	41,4	40,1	46,6	43,3	44,2	123,3
Finansielle aktiver i alt	46,7	45,8	52,2	50,3	54,4	129,2
Udskudte skatteaktiver	140,4	144,1	139,9	183,1	180,4	187,5
Langfristede aktiver i alt	1.253,9	1.336,6	1.444,2	1.484,7	1.409,5	1.058,8
Varebeholdninger	563,6	563,0	665,0	572,1	666,2	533,1
Tilgodehavender fra salg	417,9	365,2	539,9	443,9	537,4	456,6
Tilgodehavender fra associerede selskaber	1,5	1,7	2,4	1,8	1,9	-
Tilgodehavende selskabsskat	21,2	13,3	12,4	23,8	21,3	33,5
Andre tilgodehavender	27,6	24,3	50,4	41,7	65,8	71,5
Periodeafgrænsningsposter	22,4	15,0	18,8	43,2	69,5	19,9
Tilgodehavender i alt	490,6	419,5	623,9	554,4	695,9	581,5
Likvide beholdninger	253,6	189,1	159,1	145,9	120,5	1.198,0
Aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	-	77,6
Kortfristede aktiver i alt	1.307,8	1.171,6	1.448,0	1.272,4	1.482,6	2.390,2
Aktiver i alt	2.561,7	2.508,2	2.892,2	2.757,1	2.892,1	3.449,0

Officiel balance - Passiver (mio. kr.)						
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Aktiekapital	362,4	362,4	362,4	392,7	392,7	432,0
Indbetalt overkurs	232,1	-	-	-	-	-
Reserve for valutakursregulering	13,1	25,1	25,1	22,1	12,4	24,6
Reserve vedr. regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme	-5,0	-10,9	8,3	4,0	-	-3,5
Overført resultat	892,1	1.161,1	1.230,2	1.221,8	1.199,2	1.468,3
Egenkapital, moderselskabets aktionærer	1.494,7	1.537,7	1.626,0	1.640,6	1.604,3	1.921,4
Minoritetsinteresser	1,5	0,6	-	-	-	-
Egenkapital i alt	1.496,2	1.538,3	1.626,0	1.640,6	1.604,3	1.921,4
Pensioner	7,8	9,0	9,8	12,4	13,3	17,1
Udskudt skat	6,2	8,1	15,4	13,8	7,7	10,6
Hensatte forpligtelser	78,2	81,5	86,2	57,9	39,8	44,8
Realkreditinstitutter	225,8	219,5	212,9	206,1	197,8	191,1
Kreditinstitutter	52,8	-	-	-	-	-
Øvrige langfristede forpligtelser	6,9	0,9	0,9	3,1	1,9	1,6
Periodeafgrænsningsposter	-	-	-	-	-	148,7
Langfristede forpligtelser i alt	377,7	319,0	325,2	293,3	260,5	413,9
Realkreditinstitutter	4,6	6,4	6,6	6,8	8,2	8,4
Kreditinstitutter	42,8	-	150,0	150,0	220,0	210,0
Kassekreditter	11,9	47,7	37,9	56,2	68,5	-
Hensatte forpligtelser	52,7	56,4	54,8	39,4	28,8	25,4
Leverandører af varer og tjenesteydelser	259,4	199,8	384,8	295,3	434,0	443,1
Selskabsskat	20,0	21,7	27,8	25,5	18,1	33,7
Anden gæld	289,9	303,9	259,9	226,9	215,8	309,1
Periodeafgrænsningsposter	6,5	15,0	19,2	23,1	33,9	67,7
Kortfristede forpligtelser i alt	687,8	650,9	941,0	823,2	1.027,3	1.097,4
Forpligtelser tilknyttet aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	-	16,3
Forpligtelser i alt	1.065,5	969,9	1.266,2	1.116,5	1.287,8	1.527,6
Passiver i alt	2.561,7	2.508,2	2.892,2	2.757,1	2.892,1	3.449,0

Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelser (mio. kr.)						
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Nettoomsætning	2.761,5	2.866,9	3.007,7	2.813,9	2.161,7	2.356,5
- Huslejeindtægter	-5,3	-5,2	-1,9	-2,0	-2,3	-2,5
Produktionsomkostninger	-1.571,7	-1.626,6	-1.733,6	-1.649,8	-1.267,8	-1.664,4
Bruttoresultat	1.184,5	1.235,1	1.272,2	1.162,1	891,6	689,6
Udviklingsomkostninger	-211,4	-172,7	-170,5	-208,7	-40,7	-157,1
Distributions- og marketingsomkostninger	-694,6	-647,7	-633,5	-727,5	-702,8	-834,7
Administrationsomkostninger	-82,4	-118,2	-98,4	-82,8	-63,1	-76,3
Core driftsoverskud fra salg før afskrivninger (EBITDA)	196,1	296,5	369,8	143,1	85,0	-378,5
Af- og nedskrivninger	-241,7	-236,9	-246,7	-330,6	-345,2	-428,2
Core driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	-45,6	59,6	123,1	-187,5	-260,2	-806,7
Selskabsskatteprocent	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Rapporteret skatteomkostning	16,7	-12,1	-30,9	51,8	58,7	195,4
Skatteeffekt på andre driftsindtægter	3,0	0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Skattefordel/effekt på finansielle poster	-2,3	-5,0	-4,0	-6,2	-7,1	-1,4
Core driftsoverskud fra salg efter skat (DO)	-28,2	42,6	88,0	-142,1	-208,7	-612,8
Andet driftsoverskud:						
Andre driftsindtægter (avance ved salg af ejd.)	13,3	-	-	-	-	-
Huslejeindtægter, investeringsejendomme	5,3	5,2	1,9	2,0	2,3	2,5
Driftsomkostninger, investeringsejendomme	-3,1	-2,3	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5
Afskrivninger, investeringsejendomme	-3,7	-2,7	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
	11,8	0,2	-0,7	-0,8	-0,6	-0,3
Skat på andre driftsindtægter	-3,0	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Resultat af ophørte aktiviteter efter skat	-	-	-	-	198,6	664,3
Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder efter skat	-6,7	0,2	-2,1	1,3	3,2	10,5
Core andet driftsoverskud efter skat	2,2	0,4	-2,6	0,7	201,3	674,6
Driftsoverskud i alt efter skat (NOPAT)	-26,1	42,9	85,4	-141,4	-7,4	61,8
Finansielle indtægter	15,4	7,5	9,4	8,6	5,6	24,8
Finansielle omkostninger	-24,5	-27,4	-25,5	-33,2	-34,5	-30,9
Netto finansielle poster	-9,1	-19,9	-16,1	-24,6	-28,9	-6,1
Selskabsskatteprocent	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Skattefordel/effekt på finansielle poster	2,3	5,0	4,0	6,2	7,1	1,4
Netto finansielle poster efter skat	-6,8	-14,9	-12,1	-18,5	-21,8	-4,7
Valutakursregulering af udenlandske datterselskaber	12,8	12,0	-	-3,0	-9,6	12,1
Ændring af dagsværdi af afledte finansielle instrumenter anvendt til regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme	-2,7	-4,5	14,4	-3,2	-2,9	-3,5
Dirty surplus accounting	10,1	7,5	14,4	-6,2	-12,5	8,6
Totalindkomst før minoritetsinteressers andel	-22,8	35,5	87,7	-166,0	-41,7	65,7
Minoritetsinteressers andel af resultatet	1,5	1,1	-	-	-	-
Totalindkomst	-24,3	34,4	87,7	-166,0	-41,7	65,7
Regnskabstal 2009/10 er anvendt til gennemsnitsberegninger						

Bilag 4 – Reformuleret balancer

Reformuleret balancer (mio. kr.)						
	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Immaterielle aktiver	494,3	596,2	711,3	735,5	801,8	470,6
Materielle aktiver	527,1	507,8	499,5	475,9	334,3	254,3
Andre tilgodehavender, langfristet	41,4	40,1	46,6	43,3	44,2	123,3
Udskudt skat	140,4	144,1	139,9	183,1	180,4	187,5
Investeringsjendomme	45,4	42,7	41,3	40	38,6	17,2
Kapitalandele i associerede virksomheder	5,3	5,7	5,6	7	10,2	5,9
Pensionsforpligtelser	-7,8	-9	-9,8	-12,4	-13,3	-17,1
Udskudt skat	-6,2	-8,1	-15,4	-13,8	-7,7	-10,6
Henstatte forpligtelser, langfristet	-78,2	-81,5	-86,2	-57,9	-39,8	-44,8
Øvrige langfristede forpligtelser	-6,9	-0,9	-0,9	-3,1	-1,9	-1,6
Periodeafgrænsningsposter, langfristet	0	0	0	0	0	-148,7
Anlægskapital	1.154,8	1.237,1	1.331,9	1.397,6	1.346,8	836,0
Tilgodehavender fra salg	417,9	365,2	539,9	443,9	537,4	456,6
Varebeholdninger	563,6	563	665	572,1	666,2	533,1
Leverandørgæld	-259,4	-199,8	-384,8	-295,3	-434	-443,1
Tilgodehavende hos associerede virksomheder	1,5	1,7	2,4	1,8	1,9	0
Selskabsskat	21,2	13,3	12,4	23,8	21,3	33,5
Andre tilgodehavender, kortfristet	27,6	24,3	50,4	41,7	65,8	71,5
Periodeafgrænsningsposter	22,4	15	18,8	43,2	69,5	19,9
Likvide beholdninger fra driften (1 % af nettomsætningen)	27,6	28,7	30,1	28,1	21,6	23,6
Hensatte forpligtelser, kortfristet	-52,7	-56,4	-54,8	-39,4	-28,8	-25,4
Selskabsskat	-20	-21,7	-27,8	-25,5	-18,1	-33,7
Anden gæld	-289,9	-303,9	-259,9	-226,9	-215,8	-309,1
Periodeafgrænsningsposter, kortfristet	-6,5	-15	-19,3	-23,1	-33,9	-67,7
Aktiver bestemt for salg (Ophørte aktiviteter)	0	0	0	0	0	77,6
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	0	0	0	0	0	-16,3
Arbejdskapital	453,3	414,4	572,4	544,4	653,1	320,5
Netto driftsaktiver	1.608,1	1.651,5	1.904,3	1.942,0	1.999,9	1.156,5
Finansielle forpligtelser	337,9	273,6	407,3	419,1	494,5	409,5
Finansielle aktiver	226,0	160,4	129,0	117,8	98,8	1174,4
Nettofinansielle forpligtelser	111,9	113,2	278,3	301,3	395,7	-764,9
Ordinær egenkapital	1.494,7	1.537,7	1.626,0	1.640,7	1.604,2	1.921,4
Minoritetsinteresser	1,5	0,6	0	0	0	0
Samlet investeret kapital	1.608,1	1.651,5	1.904,3	1.942,0	1.999,9	1.156,5
Regnskabstal 2009/10 er anvendt til gennemsnitsberegninger						

Bilag 5 – Nøgletal

Bang & Olufsen A/S		2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Rentabilitetsanalyse						
Niveau 1:						
	Dekomponering af ROE					
	ROE	2,3%	5,5%	-10,2%	-2,6%	3,7%
	ROIC	3,1%	5,6%	-7,7%	-1,0%	4,5%
	FGEAR	0,074	0,124	0,177	0,215	-0,105
	r	13,3%	6,2%	6,4%	6,3%	-2,5%
	SPREAD	-10,2%	-0,6%	-14,0%	-7,3%	7,0%
	MIA	0,970	1,000	1,000	1,000	1,000
Niveau 2:						
	Dekomponering af ROIC					
	ROIC	3,1%	5,6%	-7,7%	-1,0%	4,5%
	OG	1,8%	3,3%	-5,2%	-0,9%	3,0%
	AOH	1,756	1,691	1,462	1,096	1,491
	1/AOH	0,570	0,591	0,684	0,913	0,670
Niveau 3:						
	Dekomponering af OG					
	Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	Driftsomkostninger	-89,6%	-87,7%	-94,9%	-96,1%	-116,1%
	EBITDA	10,4%	12,3%	5,1%	3,9%	-16,1%
	Afskrivninger	-8,4%	-8,3%	-11,8%	-16,0%	-18,2%
	EBIT	2,0%	4,0%	-6,7%	-12,1%	-34,3%
	Skat på EBIT	-0,6%	-1,2%	1,6%	2,4%	8,2%
	NOPAT	1,4%	2,9%	-5,1%	-9,7%	-26,1%
	Core andet driftsoverskud	0,1%	-0,1%	0,1%	9,4%	28,7%
	Usædvanlige driftsposter	0,3%	0,5%	-0,2%	-0,6%	0,4%
	Driftsoverskud i alt	1,8%	3,3%	-5,2%	-0,9%	3,0%
	Dekomponering af 1/AOH					
	Varebeholdninger	0,197	0,204	0,220	0,287	0,255
	Tilgodehavender fra salg	0,137	0,151	0,175	0,227	0,211
	Andre kortfristede driftsaktiver, netto	-0,102	-0,093	-0,075	-0,068	-0,073
	Leverandørgæld	-0,080	-0,097	-0,121	-0,169	-0,186
	Arbejdskapital	0,152	0,164	0,199	0,277	0,207
	Langfristede immaterielle aktiver	0,191	0,217	0,257	0,356	0,270
	Langfristede materielle aktiver	0,181	0,168	0,173	0,188	0,125
	Andre langfristede driftsaktiver, netto	0,047	0,042	0,055	0,092	0,068
	Anlægs kapital	0,418	0,427	0,485	0,635	0,464
	Netto driftsaktiver	0,570	0,591	0,684	0,913	0,670

Bilag 6 - Værdiansættelsesberegning

Proforma-opgørelser	Budgetperiode											Terminalår	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Resultatopgørelse													
Nettoomsætning	2.448,16	2.546,09	2.647,93	2.753,85	2.864,00	2.978,56	3.097,70	3.221,61	3.350,48	3.484,50	3.623,87	3.768,83	
Driftsoverskud fra salg	95,48	99,30	103,27	107,40	111,70	116,16	120,81	125,64	130,67	135,90	141,33	146,98	
Andet driftsoverskud	2,45	2,55	2,65	2,75	2,86	2,98	3,10	3,22	3,35	3,48	3,62	3,77	
Driftsoverskud i alt	97,93	101,84	105,92	110,15	114,56	119,14	123,91	128,86	134,02	139,38	144,95	150,75	
Netto finansielle omkostninger¹	29,95	-8,73	-9,08	-9,44	-9,82	-10,21	-10,62	-11,04	-11,48	-11,94	-12,42	-12,92	
Nettooverskud	127,88	93,12	96,84	100,72	104,74	108,93	113,29	117,82	122,54	127,44	132,53	137,84	
Balance													
Primo arbejdskapital	320,50	509,22	529,59	550,77	572,80	595,71	619,54	644,32	670,10	696,90	724,77	753,77	
Primo anlægskapital	836,00	1.237,40	1.286,89	1.338,37	1.391,90	1.447,58	1.505,48	1.565,70	1.628,33	1.693,46	1.761,20	1.831,65	
Primo netto driftsaktiver	1.156,50	1.746,62	1.816,48	1.889,14	1.964,70	2.043,29	2.125,02	2.210,03	2.298,43	2.390,36	2.485,98	2.585,42	
Primo netto finansielle forpligtelser	-764,90	222,87	231,78	241,05	250,70	260,72	271,15	282,00	293,28	305,01	317,21	329,90	
Primo egenkapital	1.921,40	1.523,75	1.584,70	1.648,08	1.714,01	1.782,57	1.853,87	1.928,03	2.005,15	2.085,35	2.168,77	2.255,52	
Samlet finansiering	1.156,50	1.746,62	1.816,48	1.889,14	1.964,70	2.043,29	2.125,02	2.210,03	2.298,43	2.390,36	2.485,98	2.585,42	
Pengestrømsopgørelse													
DO	97,93	101,84	105,92	110,15	114,56	119,14	123,91	128,86	134,02	139,38	144,95		
D NDA	590,12	69,86	72,66	75,57	78,59	81,73	85,00	88,40	91,94	95,61	99,44		
FCF	-492,19	31,98	33,26	34,59	35,97	37,41	38,91	40,46	42,08	43,77	45,52		
Gældsfinansiering (F)	-1.017,72	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	-0,25	-0,26	-0,27		
Netto dividende (d)	525,53	32,17	33,45	34,79	36,18	37,63	39,14	40,70	42,33	44,02	45,78		
Samlet finansiering	-492,19	31,98	33,26	34,59	35,97	37,41	38,91	40,46	42,08	43,77	45,52		

Budgettering og værdiansættelse fortsat - (mio. kr.)												
Budgetteirng af nølgetal												
	Budgetperiode								Terminalår			
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Salgsvækstrate	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
EBIT-margin	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Effektiv skatteprocent på EBIT	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Core andet driftsoverskud, efter skat /salg	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Primo arbejdskapital / salg	0,131	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Primo anlægskapital / salg	0,341	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486	0,486
NFF /NDA (primo)	-0,662	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128	0,128
(EK+MIN)/NDA (primo)	1,662	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872	0,872
Egenkapitalomkostninger	8,36%											
Før-skat gældsomkostninger	5,02%											
Selskabsskatteprocent	22,00%											
Beregnet gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	7,86%											
Antal udstående aktier (stk.)	43.197.478											

Budgettering og værdiansættelse fortsat - (mio. kr.)													
DCF Modellen	Budgetperiode												
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Terminalår
Driftsoverskud	97,93	101,84	105,92	110,15	114,56	119,14	123,91	128,86	134,02	139,38	144,95	150,75	
DNDA	590,12	69,86	72,66	75,57	78,59	81,73	85,00	88,40	91,94	95,61	99,44	-2.585,42	
FCF	-492,19	31,98	33,26	34,59	35,97	37,41	38,91	40,46	42,08	43,77	45,52	2.736,17	
PV FCF	-456,32	27,49	26,50	25,56	24,64	23,76	22,91	22,09	21,30	20,54	19,80	1.103,62	
PV FCF budgetperiode	-241,54												
PV Terminalværdi	553,31												
Enterprise Value	311,77												
NFO	-764,90												
Værdi af egenkapital	<u>1.076,67</u>												
Værdi per aktie	<u>24,92</u>												
Antal udstående aktier (stk.)	43.197.478												
Beregnet gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	7,86%												

Bilag 7 – Beregning af ejernes afkastkrav (WACC)

WACC beregning - Bang & Olufsen A/S					
Risikofri rente					0,44%
Markedsrisikopræmie			5,50%		
Ugearet beta			1,44		7,92%
Ejernes afkastkrav (CAPM)					8,36%
Risikofri rente					0,44%
Tillægspræmie					6,00%
Rente ekstern finansiering					6,44%
Skat			22%		-1,42%
Gældens afkastkrav					5,02%
Forventet kapital struktur			Fordeling:	WACC:	
Gæld / Total kapital			15,00%		0,75%
Egenkapital / Total kapital			85,00%		7,11%
WACC					7,86%