



Værdiansættelse af Beck & Jørgensen koncernen Afsluttende projekt HD(R)

Amalie Thorvald & Emma Vilhelmine Thaarup Madsen

13. maj 2024 - Aalborg Universitet
Vejleder: Christian Farø

Abstract

The purpose of this project is to estimate the theoretical value of the Danish company Beck & Jørgensen Holding A/S, which is the parent company of Beck & Jørgensen A/S and Guldberg Penselfabrik ApS. The theoretical value is based on strategic and financial analysis, which forms the basis for budgeting the company's future. Throughout the project, the company is compared with Flügger Group A/S to give a clearer picture of the company's market position. In addition, Flügger is used as a comparable for the valuation.

The strategic analysis is based on Beck & Jørgensen A/S, as the company accounts for the primary income in the concern, because they are producing the paint. The strategic analysis is made up of both internal and external analyses, which shows that the company is a minor player in the market, but that based on their CSR focus and technological production, they have managed to build a strong brand. The analysis also shows that the company is significantly affected by the increasing competition in the market, which is especially shown by the increased focus on sustainability and innovative production from the competitors.

The financial analysis is based on the total concern and shows that the group has experienced strong progress after the outbreak of Covid-19, however, the development decreased in recent years. Consequently, 2023 was not satisfactorily compared to previous years. The development of Flügger Group A/S is greater, although their key figures are at a generally lower level than Beck & Jørgensen Holding A/S.

Based on the previous analyses, the project has drawn up two scenarios for the future of the group. The first scenario is based on the company performing at a level as in 2023, whereas scenario two is based on the company experiencing a decline due to increased competition. Afterwards two budgets are drawn up, which form the basis for the DCF method. In addition to this method, multiples are also used, which can support the reality of the final value of the group.

The project concludes that the DCF valuation for scenario one seems the fairest, as the multiple calculations contain too many points of criticism. In addition, the group is expected to perform reasonable, even though the competition is increasing. The theoretical value, using the DCF-method, result in a valuation of DKK 276,165,664 as of December 31th 2023.

Indholdsfortegnelse

Abstract.....	1
1. Indledning.....	4
2. Problemformulering	4
2.1 Afgrænsning	5
3. Metode.....	5
4. Beskrivelse af Beck & Jørgensen A/S og branchen	7
5. Eksterne analyser	8
5.1 PESTEL	8
5.2 Porters 5 forces	16
5.3 Delkonklusion på eksterne analyser	19
6. Interne analyser.....	19
6.1 Vækststrategi	19
6.2 PLC / Boston	23
6.3 Delkonklusion på strategiske analyser	24
7. Økonomisk analyse	25
7.1 Tabeller til analyse	25
7.2 Nøgletalsanalyse	27
7.3 Finansiering	29
7.4 Frit Cash Flow	32
7.5 Komparativ analyse med Flügger	33
7.6 Delkonklusion på økonomisk analyse.....	34
8. SWOT.....	35
8.1 Stærke sider	35
8.2 Svage sider	36
8.3 Muligheder	36
8.4 Trusler	37
9. Budgettering	38
9.1 Første scenarie.....	38
9.2 Andet scenarie	42
9.3 Kritik af budgetter	45
10. Værdiansættelse af Beck & Jørgensen koncernen	45

10.1 DCF-metoden – første scenarie.....	46
10.2 DCF-metoden – andet scenarie.....	52
10.3 Følsomhedsanalyse	53
10.4 Multiple – sammenligning med Flügger.....	55
10.5 Diskussion af værdiansættelse.....	57
11. Konklusion	62
12. Litteraturliste	64
13. Bilag.....	73
13.1 Bilag 1	73
13.2 Bilag 2	74
13.3 Bilag 3	74
13.4 Bilag 4	74
13.5 Bilag 5	75

1. Indledning

Beck & Jørgensen koncernen består af moderselskabet Beck & Jørgensen Holding ApS og datterselskaberne Beck & Jørgensen A/S og Guldborg Penselfabrik ApS. Da man i 2022 købte Tapetcompagniet ApS, har dette i 2022 og 2023 indgået som datterselskab under navnet T.C. af 1/5 2022 ApS. Dette datterselskab er nu opløst under frivillig likvidation, og aktiviteterne herfra er lagt ind under Guldborg Penselfabrik ApS (Det centrale virksomhedsregister). Beck & Jørgensen A/S er Danmarks 3. største malingproducent til professionelle. Virksomheden blev etableret i 1892 af Carl Beck og Fritz Jørgensen, og virksomheden er fortsat ejet af familien Jørgensen (Beck & Jørgensen A/S). Beck & Jørgensen A/S beskæftiger sig med innovativ og bæredygtig produktion af maling samt handel med produkter til malerbranchen i det hele taget. Flere og flere virksomheder oplever et større fokus på mere bæredygtige produkter, hvor forbrugeren heller ikke skal bekymre sig om sundhedsmæssige konsekvenser ved brugen af produktet. Dette er også tilfældet for Beck & Jørgensen A/S, som oplever at dets konkurrenter i større grad også ønsker en stærk miljøprofil, der kan styrke virksomhedernes brand. Især Flügger A/S har øget sit fokus på mere bæredygtig maling (Stenbæk). Det er derfor interessant, hvordan den øgede konkurrence i markedet er med til at påvirke Beck & Jørgensen A/S' mulighed for at vækste i markedet og dermed også værdien af virksomheden. Derudover er det væsentligt at se på eftervirkningerne af Covid-19 samt inflations- og energikrise, idet husholdningernes disponible indkomst har været påvirket i så væsentlig grad, at det har haft og fortsat har stor betydning for efterspørgslen i markedet. Projektet finder det interessant at undersøge, hvordan Beck & Jørgensen koncernen står i påvirkningen af disse markeds kræfter samt undersøge, hvad virksomheden er værd, hvis de eksempelvis ville sælge til en kapitalfond, eller hvis Flügger Group A/S ville opkøbe dem.

2. Problemformulering

Projektets formål er at foretage en teoretisk værdiansættelse af Beck & Jørgensen koncernen pr. 31. december 2023. Værdiansættelsen af virksomheden foretages ved hjælp af en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse, som danner grundlag for budgettering af virksomhedens fremtid, herunder værdiskabelsen i virksomheden. De interne og eksterne analyser af Beck & Jørgensen koncernen er af afgørende betydning for fastsættelse af den teoretiske værdi af virksomheden.

Projektet vil derfor give svar på nedenstående spørgsmål:

1. Hvordan ser virksomhedens strategiske position i markedet ud nu og i fremtiden?

2. Hvordan ser koncernens nuværende økonomiske situation ud, herunder i sammenligning med Flügger Group A/S?
3. Hvordan forventes den strategiske og økonomiske position at påvirke koncernens fremtidige budget?
4. Hvilken teoretisk værdiansættelsesmodel vurderes mest retvisende?

2.1 Afgrænsning

Projektet vil værdiansætte den samlede koncern for Beck & Jørgensen (Herefter B&J), med den antagelse at et eventuelt salg vil inkludere hele pakken af både B&J A/S og Guldberg Penselfabrik ApS. De strategiske analyser afgrænser sig dog til at fokusere på B&J A/S, da hovedparten af koncernens aktiviteter og genererede overskud kommer fra dette selskab. Desuden afgrænses projektet til at se på konkurrencen på det danske marked, da B&J's salg primært kommer fra salg til dette marked.

Tidsmæssigt afgrænser projektet indsamlingen af empiri frem til primo april 2024, grundet projektets aflevering den 13. maj 2024. Den økonomiske analyse vil desuden være afgrænset til en femårig periode for 2019 til 2023.

Projektets komparative analyse vil være koncentreret om Flügger Group A/S (Herefter Flügger), idet virksomheden er markedsleder på det danske marked. Den komparative regnskabsanalyse er afgrænset til det seneste aflagte delårsregnskab fra Flügger. Flügger har skævt regnskabsår, og seneste delårsregnskab er derfor det mest sammenlignelige tidsmæssigt over for B&J koncernens 2023 regnskab, som ligger tilgængeligt for Flügger. Flügger benyttes endvidere som peer ved værdiansættelse af B&J koncernen med multipler, da Flügger er børsnoteret og derfor har tilstrækkelige data til rådighed til denne metode.

3. Metode

Projektet er opbygget med en induktiv start, hvorfra der opnås en generel viden om branchen ved sammenfatning af empiri, hvilket kan udlede generelle teorier. Herefter vil projektets tilgang være deduktiv, idet de udledte teorier vil benyttes ved fastlæggelse af B&J's strategiske muligheder i markedet. Den strategiske analyse vil sammen med nøgletalsanalysen være essentielt for afdækningen af de værdiskabende faktorer i virksomheden, og dermed også værdiansættelsen af virksomheden.

Kvaliteten af projektets analytiske og vurderende del, sikres ved fokus på validitet og reliabilitet. Validiteten, og dermed gyldigheden, højnes ved kildekritik samt vurdering af hvorvidt kilden kan benyttes til projektets formål. Kildekritikken har bl.a. været i spil ved frasortering af visse sponsorerede kilder samt ved den store brug af B&J's egen hjemmeside. B&J's hjemmeside kan give relevant virksomhedsspecifik information, men kræver bevidsthed om, at afsender kun ønsker at fremstille sine gode sider. Høj validitet sikrer ikke automatisk høj reliabilitet, hvorfor understøttelse af empiri fra flere objektive kilder eller understøttelse af en påstand er afgørende for projektets pålidelighed, og dermed nøjagtigheden af projektets resultat (Darmer, Jordansen, & Madsen, 2020). Det er desuden væsentligt for projektets kvalitet, at brugen af specifikke teorier ekspliciteres, idet de valgte teorier har kritiske punkter, som der bør tages højde for ved brugen heraf.

Projektets eksterne analyser består af en konkurrenceanalyse i form af Porters 5 Forces samt en PESTEL-analyse, som skal belyse branchens og den øvrige omverdenens påvirkning på B&J. Ved udarbejdelse af de eksterne analyser er det essentielt, at søgeprocessen til start er åben, men at der begrænses til kun at vedrøre virksomhedens nøglefaktorer. Dette gøres for ikke at få overload af information (Sørensen, 2021, s. 69). Til brug for analyserne benyttes kvalitative og kvantitative data, som skal belyse konkurrencen i markedet. Projektet vil endvidere sammenholde B&J med Flügger, for at give et bedre billede af virksomhedens position i markedet. De eksterne analyser belyser virksomhedens muligheder og trusler, svarende til O og T, der senere opsamles i en SWOT-analyse.

Projektets interne analyser består af en økonomisk analyse, som foretages på baggrund af virksomhedens årsregnskaber fra henholdsvis 2019 til og med 2023, samt en analyse af virksomhedens vækst med udgangspunkt i Anstoffs vækstmatrice. Projektet vil endvidere analysere livscyklussen for virksomhedens produkter. Der er til brug for projektets analyser forsøgt indsamlet interne oplysninger fra B&J. Virksomheden har dog ikke ønsket at fremsende de efterspurgte oplysninger grundet manglende kapacitet, hvorfor projektets analyser er foretaget uden disse (Bilag 1). Oplysningerne kunne have bidraget til en forbedring af virksomhedens interne analyser, også selvom sådanne svar indeholder subjektivitet. På baggrund af den manglende information vurderes det, at der ikke findes tilstrækkelig dokumentation for at foretage en værdikædeanalyse. Denne analyse kunne have bidraget til at skabe en større forståelse for værdiskabelsen i virksomheden – særligt om virksomheden har aktiviteter, som kan kvalitetsforbedres og/eller LEAN-forbedres for at øge virksomhedens sandsynlighed for at vækste i fremtiden (Olsen, Staunstrup, & Hermann,

2022, s. 185-186). De interne analyser belyser virksomhedens svage og stærke sider, svarende til S og W i SWOT-analysen.

De interne og eksterne analyser sammenfattes i en SWOT-analyse. SWOT-analysen placeres efter den økonomiske analyse, idet denne vurderes at være af stor betydning for det reelle billede af B&J's styrker og svagheder. Projektet opstiller på baggrund af SWOT-analysen to scenarier for B&J's fremtid. Herefter opstiller projektet et budget for virksomhedens fremtid i de to scenarier, heriblandt belysning af virksomhedens fremtidige værdiskabelse. Dette gøres for at kunne give et mere kvalificeret bud på værdiansættelsen af virksomheden, da virksomhedens værdi i høj grad vurderes at være påvirket af konkurrencen i markedet og dermed i mindre grad af eksogene faktorer. Resultatet af den strategiske analyse skal bidrage med de ikke-finansielle værdidrivere, som er essentielt for budgetteringen. Projektet vil beregne en estimeret værdi af B&J koncernen pr. 31. december 2023 med DCF-metoden i hvert af de to opstillede scenarier, samt ved hjælp af multipler for Flügger. Til værdiansættelsen af B&J koncernen benyttes to metoder for at give et mere nuanceret billede i koncernens værdi. Projektet vil tage højde for de kritiske punkter ved metoderne, herunder følsomheden af de foretagne analyser. Dette vil indgå i projektets afsluttende diskussion og vurdering af metoderne, der leder til den endelige værdiansættelse.

4. Beskrivelse af Beck & Jørgensen A/S og branchen

Beck & Jørgensen er stiftet af Carl Beck og Fritz Jørgensen i 1892 og ledes i dag af Michael Borop Jørgensen, 3. generation i familien Jørgensen (Beck & Jørgensen A/S). Med en omsætning på over 300 mio. kr. er de landets tredje største malingproducent til professionelle malere, med Flügger og PPG Coatings Denmark A/S på første- og andenpladsen.

Virksomheden servicerer mere end 2.000 malermestre landet over via sine egne 18 kundecentre samt 10 selvstændige grossistcentre. Derudover kan også private kunder købe deres produkter enten direkte på hjemmesiden eller hos en af de mere end 50 tilknyttede forhandlere (WoodSupply, 2022). Med sine mere end 130 år i branchen er B&J et anerkendt brand inden for malingprodukter, hvor kvalitet og pålidelighed er vigtige faktorer. B&J producerer sine produkter på egen fabrik i Søborg, hvor produktion og lager nu har ligget i over 75 år.

Ud over egne produkter består B&J's sortimentet af en række handelsvarer fra nøje udvalgte leverandører med fokus på kvalitet og funktionalitet (Beck & Jørgensen A/S). B&J koncernen består desuden af Guldberg Penselfabrik ApS, som B&J Holding ejer 100 %. B&J har ejet og

forhandlet disse pensler siden 1992 (Det centrale virksomhedsregister, 2022). Derudover overtog B&J i 2010 Larco, hvis produkter videreføres og videreudvikles under dette varemærke. Larco er produkter til industriel overfladebehandling, primært til træindustrien, og B&J har indgået et samarbejde med Lakgruppen, som står for salg og distribution af disse produkter i hele Danmark (Beck & Jørgensen A/S). B&J er et kvalitetsbrand inden for maling og går op i at styrke dette image ved nøje udvælgelse af sine samarbejdspartnere. B&J har opnået eneforhandling i Danmark af Caparol, som er et af Europas største varemærker inden for kvalitetsmaling (Beck & Jørgensen A/S). Dette er endnu et eksempel på styrkelse af deres kvalitetsbrand.

Markedet består af andre producenter af maling, hvoraf de største er Flügger og PPG Coatings Denmark A/S. PPG Coatings Denmark A/S markedsfører bl.a. Beckers, Gori og Dyrup (PPG Coatings Denmark A/S). Flügger blev stiftet i 1783 og var oprindeligt familieejet (Flügger A/S). Flügger er markedsleder med en markedsandel på ca. 30 %. Det, at én stor spiller, som Flügger, fylder så stor en del af markedet, skaber hård konkurrence for de øvrige spillere på markedet. Det betyder, at kravene til de øvrige virksomheders innovation og udvikling af maling højnes, for at de skal kunne bibeholde eller opnå yderligere markedsandele. Det er dog væsentligt at påpege at Flügger siden sommeren 2021 har oplevet et drastisk fald i sin aktiekurs, og i 2023 havde PPG Coating en højere aktiekurs end Flüggers (Flügger Group A/S, 2022/23).

5. Eksterne analyser

5.1 PESTEL

PESTEL-analysen er en ekstern analyse, der anvendes for at identificere mulige fremtidige ændringer i nøgelfaktorer i virksomhedens omverden, hvilket kan have indflydelse på den fremtidige værdiskabelse (Sørensen, 2021, s. 68). De faktorer og forhold i omverdenen, som PESTEL-analysen adresserer, har i høj grad at gøre med faktorer af betydning for virksomhedens CSR-politik, hvilket er noget, som er blevet et større konkurrenceparameter, end det var engang (Olsen, Staunstrup, & Hermann, 2022, s. 156).

5.1.1 P – Politiske og lovgivningsmæssige forhold

Når der ses på, hvilke politiske forhold der påvirker branchen for B&J, så handler det både om, hvordan generelle politiske bevægelser inden for især skatte-og afgiftspolitik påvirker det generelle marked og købekraften, men også om, hvilke mere branchespecifikke emner der diskuteres politisk, og i hvor høj grad branchen i det hele taget er påvirket af, hvilke politikere

der sidder på magten. P'et i PESTEL-analysen knytter sig tæt til L'et, der handler om lovgivning. Lovgivningen er udtryk for politik, der er effektueret, hvor politik handler om mulige ændringer, der diskuteres og kan være på vej.

Af regeringsgrundlaget for den nuværende regering fremgår det, at man samlet set ønsker at nedbringe danske skatter og afgifter. Der er indført skattestop, hvilket betyder, at hvis regeringen vil hæve en skat eller afgift, skal en anden sænkes, så den samlede skat ikke øges (Regeringen, 2022). Dette er positivt for en branche, som den B&J befinder sig i, da det er en branche, som påvirkes af forbrugernes købelyst. Dette vidner udviklingen i branchens køb og salg også om. Den viser, at branchen, lig store dele af byggebranchen, havde en optur under Covid-19-tiden, men at branchens køb og salg også er dalet markant igen i den efterfølgende tid, hvor der har været høj inflation (Bilag 2). Regeringen har lavet en skattereform, der bl.a. fra 2025 forhøjer beskæftigelsesfradraget samt det ekstra fradrag til enlige forsørgere. Desuden vil der i 2026 ske nedsættelse af topskatten, indførelse af en ny top-topskat, samt forhøjelse af bundfradraget i boafgiften. Alle disse tiltag kan forventes at påvirke efterspørgslen i branchen positivt (Finansministeriet, 2023).

I regeringsgrundlaget for den nuværende regering står at regeringen vil "*sikre mindre brug af farlige kemikalier, herunder i forbrugsvarer*", hvilket er et fokus, der også kan påvirke branchen for maling og komplementære varer, hvis produkter indeholder forskellige kemikalier (Regeringen, 2022). Dette var også et emne, der blev diskuteret i den tidligere regering. Diskussionen går på, hvordan der kan skabes mere synlighed omkring, hvor de muligt skadende kemikalier forekommer f.eks. ved at stille krav til deklARATIONER på flere produkter. Derudover handler det om hele tiden at få mere viden om, hvordan forskellige kemikalier påvirker os (Philip, et al., 2021). Danmark har indtil nu været førende i arbejdet med at få reguleret og forbudt skadelige kemikalier i EU. Selvom Danmark allerede er langt på området, er det meget sandsynligt, at der fortsat kan ske en udvikling, som B&J skal forholde sig til i sine malingopskrifter eller deklARATIONER på sine bølter.

5.1.2 E – Økonomiske forhold

De økonomiske forhold er væsentlige for, hvordan virksomheder vælger at drive sine forretninger, samt hvordan bundlinjen i disse påvirkes. Disse påvirkninger kan både være direkte og indirekte. Den danske økonomi har efter coronanedlukningernes afslutning været præget af højkonjunktur. Dog er luften ved at gå ud af ballonen, hvilket betyder, at den danske økonomi igen nærmer sig mere normale tilstande (Andersen, 2023). Dette ses bl.a. ved, at det

danske BNP har været svagt dalende siden 3. kvartal i 2020. Her steg det med 5,9 %, mens det i 4. kvartal 2023 kun steg 2,6 %. Sammenlignet med før Covid-19 ligger væksten i BNP dog fortsat på et højere niveau (Danmark Statistik). Den danske inflation ses også at være faldende. I oktober 2022 nåede inflationen op på 10,1 %, hvilket er enormt højt set i forhold til et ønsket niveau om 2 %. Inflationen har dog været stærkt faldende, og nåede i oktober 2023 et niveau på 0,1%. Herefter er inflationen steget til 1,2 % i januar 2024, hvilket må anses at være i tråd med mere normale tilstande i Danmark. Ser man på kerneinflationen, som er eksklusive energi og ikke-forarbejdede fødevarer, har den også været faldende siden starten af 2023, og ligger i januar 2024 på 2,5 % (Danmark Statistik).

Udviklingen i energipriserne har medvirket til en faldende inflation, som påvirker det private forbrug positivt. Det private forbrug er svagt stigende, hvilket tyder på, at forbrugerne er kommet ud på den anden side af inflationskrisen (Andersen, 2023). Det tyder dog på, at der er udsigt til høje lønstigninger i Danmark og udlandet, hvilket vil kunne skubbe på forbrugerpriserne og dermed forlænge perioden med høj kerneinflation (Danmarks Nationalbank, 2023). For at kunne forstå forbrugernes fremtidige forbrugsmønstre i relation til renoveringsprojekter, køb af nye boliger mv., er det væsentligt at se på forbrugertilliden (Frommelt). Disse forbrugsmønstre er essentielle, når det gælder udviklingen i markedet for salg af maling, både til privat- og erhvervskunder. Forbrugerne vurderer fortsat Danmarks økonomiske situation som værende dårligere end for et år siden, men forventer at familiens egen situation vil være bedre om et år sammenlignet med i dag. Indikatorer viser, at man forventer lavere prisstigninger. Alligevel mener forbrugerne fortsat ikke, at det er fordelagtigt at investere i større forbrugsgoder (Danmark Statistik, 2024).

Det fremgår af Flügger Danmark A/S' regnskab for 22/23, at branchen fortsat er præget af stigende omkostninger til råvarer, transport og energi. Man forventer dog ikke, det vil have samme effekt i 2023/24, hvilket er i overensstemmelse med et generelt faldende inflationsniveau. Forventningerne i markedet er, at man fortsat vil opleve stigende salgspriser, hvilket vil påvirke virksomhedernes omsætning positivt. De stigende salgspriser skal primært henses til forventningen om de stigende lønninger i Danmark. Det påpeges dog, at Flügger forventer en aftagende aktivitet fra de professionelle malere. Må dette ses at være tilfældet for B&J, så vurderes dette at have større konsekvenser for B&J sammenlignet med Flügger, idet B&J's salg af maling hovedsageligt er til professionelle malere i Danmark (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23).

Det er ikke kun i Danmark, men også i udlandet, man har oplevet den høje inflation, hvilket har medført en strammere pengepolitik, som bevirker et højere renteniveau. Siden 2022 er de pengepolitiske renter steget i et historisk hurtigt tempo (Danmarks Nationalbank, 2024). Grundet den høje kerneinflation lavede Den Europæiske Centralbank yderligere stramning af pengepolitikken i sensommeren 2023. Dette har følgende virkning på det danske renteniveau:

”I Danmark er de pengepolitiske renter slået hurtigere og kraftigere igennem til renterne i samfundet, end det er sket i euroområdet” (Danmarks Nationalbank, 2023).

Grunden til den større gennemslagskraft i den danske ind- og udlånsrente skyldes især, at danskerne har kortere rentebindingsperioder samt det danske markedsbaserede realkreditsystem (Danmarks Nationalbank, 2024). Ser man på de udenlandske statsrenter, så er disse faldet markant i november 2023. De største fald ses dog i New Zealand, Australien og USA, hvorimod rentefaldende i Eurozonen er noget mindre. Rentefald er isoleret set godt for aktiemarkederne, og i november 2023 steg stort set samtlige aktiemarkeder i kurs (Sydinvest, 2023). Det faldende renteniveau er positivt for husholdningernes disponible indkomst, hvilket kan øge forbruget i markedet. Det skal dog fremhæves, at samtidig med et faldende renteniveau, så stiger antallet af arbejdsløse i højere grad end antallet af personer i beskæftigelse, hvilket omvendt kan mindske forbruget (Danmark Statistik).

Selvom der er udsigt til lavere renteniveauer, og et højere privatforbrug, ses der således at være en risiko for recession i markedet, hvilket bl.a. skyldes den negative forbrugertillid samt et stigende antal arbejdsløse. Dette mindsker virksomhedernes mulighed for at vækste yderligere. Risikoen forventes i første omgang at påvirke salg til konsumenter, hvor det på længere sigt vil kunne påvirke salget til professionelle kunder (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23). De lavere renteniveauer i udlandet kan dog betyde, at der i højere grad er mulighed for at opnå organisk vækst på de udenlandske markeder. Her ses Flüggers position at være langt stærkere end B&J's, idet B&J's omsætning primær kommer fra salg i Danmark.

5.1.3 S – Sociale og kulturelle forhold

De sociale og kulturelle forhold vedrører de fælles holdninger og trosoverbevisninger i en befolkning, som kan påvirke virksomhedernes mulighed for at være en del af markedet. Tiderne ændrer sig, og fokuset på allergivenlige produkter er stødt stigende. Dette skyldes

især at antallet af personer, som har allergi, er steget betydeligt hos børn og voksne i Danmark og resten af den vestlige verden. Fokusset på allergier er væsentligt, idet børn af forældre med allergi har højere risiko for også at udvikle allergier (Allergiguide). Med stigende antal allergikere vil markedet også i højere grad efterspørge produkter, som er Astma-Allergimærket. Der opleves en stigende efterspørgsel fra de professionelle malermestre på allergivenlig maling. I juni 2016 lancerede B&J, som den første danske malingproducent, en ny indendørsmaling uden det allergifremkaldende konserveringsmiddel MI, som i flere år har været mistænkt for at give malere allergi (Brahe-Pedersen, 2016). B&J's omsætning er primært skabt af salg til professionelle malere, hvorfor dette er essentielt for at sikre virksomhedens vækst. Sidenhen er andre producenter også begyndt at producere maling uden MI. Samtidig viser undersøgelser, at forbrugerne i Danmark i højere grad ønsker at købe bæredygtige produkter. Det er især unge under 18 år, som ønsker bæredygtige produkter – hele 70 % (Raahauge-Pedersen, 2021). Det betyder, at markedet vil opleve en højere efterspørgsel efter bæredygtige produkter, som er miljømærket med Svanen, EU-Blomsten eller Den Blå Krans. Dette kan være med til at påvirke B&J's omsætning positivt, henset deres stærke miljøprofil. Flüggers CSR-profil er dog i enorm udvikling, hvilket kan give yderligere konkurrence på markedet, og dermed mindske B&J's mulighed for organisk vækst. Det øgede fokus på allergivenlige og bæredygtige produkter i branchen har medført en forbedring af arbejdsmiljøet i branchen, som har betydet at selv gravide kan beskæftige sig i denne branche (Malerfagets Oplysningsråd).

Markedsdata, som fremgår af Flügger Danmark A/S' regnskab, viser, at den samlede markedsvolumen for dekorativ maling i Danmark er faldet med ca. 15% det seneste år. Dette vil påvirke malingproducenternes top- og bundlinje (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23). Det er derfor væsentligt, at malingproducenterne tilpasser deres produkter efter efterspørgslen i markedet, herunder hvilke trends der er. Dette kunne være farver eller typer af maling, som f.eks. kalkmaling.

5.1.4 T – Teknologiske forhold

De teknologiske forhold i branchen er i konstant udvikling, og er i høj grad påvirket af politiske og lovgivningsmæssige forhold, som stiller krav til virksomhedernes produktion. FN's verdens mål nr. 12 omhandler ansvarligt forbrug og produktion, hvilket stiller krav til en økonomisk og bæredygtig produktion. Dette skal virksomhederne gøre ved at forbedre måden, der produceres på, samt måden giftaffald og forurenede stoffer bortskaffes (FN).

Ser man på markedet, så findes der flere former for hightech maling, som bl.a. er facademaling mod snavs eller varme, maling som kan benyttes ved lave plusgrader eller maling som er vaskbart (Dinsen, 2016). Dette vidner, om et stort behov for teknologisk udvikling for at kunne konkurrere på markedet.

B&J deltog i 2016 i et samarbejde med Teknologisk Institut vedrørende udvikling af en fungicidfri udendørsgrunder, idet fungicider (svampemiddel) har en skadelig effekt på miljø og sundhed. Man forventede i 2016, at projektet ville have en positiv effekt på efterspørgslen efter mere bæredygtige malinger, hvilket må anses at være korrekt henset til de stigende miljøkrav til virksomheders produktion af maling (Morsing). Teknologisk Institut arbejder i dag på et nyt innovationsprojekt, hvor de skal udvikle en ny og mere renoveringseffektiv træbeskyttelsesmaling. Denne type maling skal være mindre afhængig af gode vejrforhold og underlag. Der vurderes at være stor mulighed for at skabe nye arbejdspladser i Danmark, hvilket skaber øget konkurrence overfor B&J. Dette især set i lyset af at Flügger og andre udenlandske konkurrenter deltager i det nye projektsamarbejde med Teknologisk Institut (Stenbæk). Flügger har investeret i nye og moderne laboratorier, som styrker deres teknologiske position med mere innovative og bæredygtige løsninger. Investeringen er foretaget på baggrund af endnu et samarbejde med Teknologisk Institut, hvor man samarbejdede om at nedbringe brugen af konserveringsstoffer i maling (Lorenzen). Projektet understøtter FN's verdensmål 3 og 12 om sundhed og trivsel samt ansvarligt forbrug og produktion. Den stigende innovation hos Flügger og det øgede samarbejde med Teknologisk Institut, samt en generelt teknologisk udvikling i markedet, vidner om, at B&J fortsat bør have stort fokus på deres teknologiske og bæredygtige produktion. Dette fokus er essentielt for at kunne bibeholde markedsandele på det danske marked og samtidig øge muligheden for at vækste på udenlandske markeder.

5.1.5 E – Miljømæssige forhold

Et stigende fokus på det globale miljøspørgsmål har skabt mere klimabevidste forbrugere, hvorfor de miljømæssige forhold er essentielle for nutidens virksomheder. Næsten otte ud af ti forbrugere finder bæredygtighed vigtigt, og næsten seks ud af ti forbrugere er villige til at ændre sine indkøbsvaner, hvis det kan hjælpe klimaet. Det er nyt, at forbrugernes handlinger i højere grad lever op til deres holdninger, og at købsbeslutninger dermed bliver mere påvirket af hensyn til miljø og klima. Af samme grund er bæredygtighed blevet et forretningsgrundlag, som er populært for virksomhederne at brande sig på. De fleste forbrugere bruger meget lidt tid på at undersøge om virksomhederne overholder sine påstande om klimaansvar, så det er

nemt at blive vildledt af greenwashing. Bæredygtighed har ikke nogen universel definition, hvorfor der er behov for mere gennemsigtighed og vejledning på området, som forbrugerne kan forholde sig til (Raahauge-Pedersen, 2021). Det er ikke utænkeligt, at dette fokus på sigt kommer til at betyde større krav til virksomheder i form af mærkning og rapporteringer. Det er en strømning, som påvirker alle virksomheder, men især produktionsvirksomheder, som B&J, der har al ansvar for sine produkter. B&J er også en af mange virksomheder, der brander sig på sin miljøprofil og forsøger at adskille sig fra sine konkurrenter på det punkt. Til at underbygge sine påstande har B&J opnået det europæiske miljømærke, Blomsten, som stiller stærkere krav til produkterne end det miljølovgivningen kræver. Kravene for dette mærke strammes hvert 3.-5. år, så niveauet hele tiden forbedres (Beck & Jørgensen A/S). B&J fik sit første miljømærkede produkt i 1998. Udover Blomsten har de også svanemærkede og allergimærkede produkter, og virksomheden har desuden vundet priser for sin indsats på området (Beck & Jørgensen A/S). Disse mærker er gode beviser for B&J, på at de ikke bare greenwasher, men at de rent faktisk kan bevise sin miljøbevidsthed. Med det stigende fokus på området, er dette et vigtigt konkurrenceparameter for dem at blive ved med at benytte og være på forkant med.

”Næst efter vand og luft er sand den naturressource, mennesket forbruger mest.” (Bendixen, 2022). Sand og grus anvendes til konstruktioner, mure, gulve og fundamenter i stort set alle bygninger, til sandkasser, flisebelægning og glatførebekæmpelse, til solcelleanlæg, computerchips, tandpasta og til maling og sandspartel.

”Efterspørgslen på sand globalt set er tredoblet alene de sidste to årtier. På verdensplan forbruger vi 50 mia. ton sand hvert år, svarende til ca. 7.000 kg sand pr. person årligt” (Bendixen, 2022).

Mange er af den opfattelse, at sand er en udtømmelig kilde, men i virkeligheden er det en knap ressource i en stigende del af verden. Til trods for den almindelige opfattelse, er der i virkeligheden utallige komplekse menneskelige, økonomiske og miljømæssige konsekvenser som følger med indvindingen af sand. Ofte indvindes sand uden forudgående miljøundersøgelser og i mængder så store, at skaderne ikke kan genoprettes. Der er således behov for at finde alternative løsninger til at forsyne den stærkt voksende globale efterspørgsel. I Danmark får vi størstedelen af vores behov dækket fra grusgrave, men når alt er udvundet, er kassen tom, og det er derfor ikke en bæredygtig tilgang. Det vurderes, at vi har ressourcer til mellem 10 og 40 års råstoffer tilbage (Bendixen, 2022). Denne problematik

er noget, som B&J bør forberede sig på konsekvenserne af. Der kan blive behov for nye metoder til forsyning, og der kan ske ændrede krav fra politisk side som følge af dette, hvilket er en trussel for B&J.

Der stilles strengere miljø- og dokumentationskrav i bygningsreglementet, hvilket er med til at presse bygherrer, når der opføres nybyggerier. Ændringerne i bygningsreglementet 2018 (BR18) kræver, at bygningsherrerne i langt højere grad skal sikre tilstrækkelig dokumentation for, hvilken klimapåvirkning det samlede nybyggeri udgør. Derfor har Flügger allerede i februar 2024 lanceret et online-koncept, som giver fuldt overblik over produkternes indhold. Dette online-koncept kan være essentielt for bygherrernes arbejde, hvilket kan være en trussel for B&J, såfremt de ikke udvikler et lignende koncept til deres professionelle kunder (Flügger A/S, 2024)

5.1.6 L – Juridiske forhold

Lovgivning handler om politik, der allerede har ført til regler, som skal efterleves. I maling kan der forekomme konserveringsmidler som formaldehydfrigørende stoffer og isothiazolinoner, der begge er allergifremkaldende. I 2012 foretog Videncenter for Allergi en undersøgelse af 19 vandbaserede malinger købt i Danmark, som alle viste at indeholde methylisothiazolinone, MI. Undersøgelsen viste også, at koncentrationen af MI ikke var lavere i malinger mærket med EU-Blomsten og Svanemærket. Selvom mærkerne har maksgrænser for indholdet af MI, så ligger grænserne så højt, at det reelt er uden betydning. Har man først udviklet allergi for MI, vil man også kunne reagere på andre isothiazolinoner, og man vil ikke længere kunne arbejde som maler. Derfor er det vigtig med regulering på området. B&J har, som nævnt i afsnit 5.1.3, lanceret en maling helt uden MI, hvilket stiller dem stærkt, skulle der komme stramninger på dette område. Selvom der endnu ikke er regler for, hvor meget MI og andre konserveringsmidler der må være i maling, så er der til gengæld krav til mærkning, når maling indeholder MI. Indeholder maling mere end 1,5 ppm MI, skal det fremgå af emballagen og sikkerhedsdatabladet, og ved indhold over 15 ppm skal der mærkes med en advarsel om, at malingen kan føre til allergi. I Danmark mærkes malinger desuden med MAL-koder bestående af to tal, som angiver graden af sikkerhedsforanstaltninger, man bør træffe mod henholdsvis indånding af dampe fra produktet, og mod sundhedsfarer ved direkte kontakt med produktet. Jo højere tal, jo flere foranstaltninger. Denne mærkning er særligt gavnlig, fordi den afslører, at ofte, når man forsøger at minimere indholdet af allergener, så benytter man i stedet ingredienser, der øger

risikoen for ætsningsskader, hvilket vil kunne ses på en højere værdi i kodens andet tal (Videncenter for allergi).

Anden lovgivning der kan være relevant for B&J, specielt i relation til dette projekts undersøgelser, er konkurrenceloven og reglerne om fusionskontrol. Loven betyder at en fusion skal forbydes, hvis den hæmmer den effektive konkurrence betydeligt. Loven angiver hvilke fusioner, der skal kontrolleres for dette. Det gælder blandt andet fusioner, hvor mindst to af de omhandlende virksomheder hver omsætter for over 100 mio. kr. årligt i Danmark, og den fusionerede virksomhed har en samlet årlig omsætning i Danmark på mindst 900 mio. kr. (Konkurrence- og forbrugerstyrelsen). Det betyder, at hvis f.eks. Flügger ønsker at opkøbe B&J, så er der risiko for, at denne lov vil kunne forhindre det.

5.2 Porters 5 forces

Porters 5 Forces handler om at vurdere indtjeningsmulighederne, inden for den branche man arbejder i. Branchens indtjeningsmuligheder afhænger af truslen fra nye indtrængere på markedet, truslen fra substituerende produkter og niveauet af rivalisering mellem eksisterende virksomheder på markedet. Branchens indtjeningsevne skal dernæst fordeles mellem virksomhederne i branchen samt deres kunder og leverandører. Indtjeningsevnen påvirkes dermed også af henholdsvis leverandørernes forhandlingsstyrke og kundernes forhandlingsstyrke (Sørensen, 2021, s. 70-72). Disse faktorer vil denne analyse belyse for branchen, som B&J befinder sig i. Derfor er det vigtigt først at definere branchen. B&J arbejder inden for branchen af engroshandel med lak, maling, tapet, gulvbelægning mv. Det er en branche som i mange år ikke har udviklet sig voldsomt, men som lig store dele af byggebranchen, havde en optur under Covid-19-tiden. Nyeste tal viser dog, at branchens køb og salg er dalet igen, svarende til niveauet før Covid-19 (Bilag 2). Udover det befinder B&J sig også i branchen for fremstilling af maling, lak og lignende. Dette er en branche, der ligger i tæt relation til branchen for handlen med disse varer, men som alligevel adskiller sig ved, at det ikke er alle handlende, der også selv fremstiller, som B&J gør det.

5.2.1 Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter inden for handel med lak, maling, tapet, gulvbelægning og lignende findes i høj grad inden for samme branche og anses derfor ikke som værende nogen stor trussel i branchen. Hvis et nyt produkt melder sig, vil det blive tilføjet til sortimentet, som allerede rummer en bred palette. Dette gælder for sortimentet af handelsvarer. For

produktionsvarerne kan der være en risiko for, at konkurrerende producenter udvikler teknologisk forbedrede produkter, som kan være sværere at følge trop med helt så hurtigt.

5.2.2 Truslen fra potentielle indtrængere

Inden for engroshandel er det relativt nemt for nye indtrængere at starte i markedet. Der registreres omkring 10 nye virksomheder med denne branchekode hvert år. Til gengæld ophører der de fleste år lidt flere selskaber med branchekoden, end der starter. Det kan vidne om at markedet er rimeligt mættet, og at nye indtrænger kun finder plads ved at skubbe andre ud af gamet. Derfor er truslen fra nye indtrængere til stede i markedet (E-statistik). Ser man i stedet på branchen for fremstilling af malerprodukter, så kommer der kun et par nye til om året, mens der de sidste to år er ophørt tre gange så mange, som der er kommet til (E-statistik). Det kræver større viden for at kunne få en plads på dette marked, og det gør truslen fra nye indtrænger lavere. Samtidig stilles der høje krav til de potentielle indtrængeres likviditetsniveau, idet fremstilling og udvikling af maling kræver stor grad af driftsmidler og medarbejdere med den rette viden. Det er i produktionen af maling, at B&J har sine største fordele og er blandt de største, hvilket stiller dem stærkt over for truslen fra nye indtrængere.

5.2.3 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Markedet kan beskrives som differentieret oligopol (Olsen, Staunstrup, & Hermann, 2022, s. 159-162). Der er en håndfuld store og betydelige spillere, herunder Flügger, Hempel, PPG Coatings og Jotun. Derudover befinder der sig også en række mindre konkurrenter. Præferencegraden på markedet er til stede, men er heller ikke voldsom. Maling vil være maling for mange privatkunder, mens malermestrene, der arbejder med malingen hver dag, vil have større grad af præferencer.

Produkterne på markedet er differentierede på dækkeevne, ingredienser, miljømærker mm. Samtidig er produkterne ikke differentierede nok, til at spillerne blot kan holde hvert sit fokus, og hver især vinde på det. De er nødt til at kigge på, hvad hinanden gør og har succes med, og herefter følge trop. Det ser man bl.a. når Flügger i 2020-24 har ført en Going Green strategi, hvor de i disse år har arbejdet målrettet med, hvad B&J i nærmest hele sin levetid har brandet sig på (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23). Et generelt stigende fokus på miljø har gennem årene stillet højere krav til branchen, hvor det er blevet et konkurrenceparameter at være med i udviklingen af mere miljørigtige produkter, hvilket B&J også har haft stort fokus på (Mestertidende, 2014). Det er et udtryk for, at rivaliseringen i branchen er stor, og at man generelt skal følge godt med for at holde sig relevant i branchen. Prisen bliver også et

konkurrenceparameter, når branchens konkurrenter i højere og højere grad fremstiller lignende produkter, hvis fokus er på bæredygtighed og innovation.

Ligesom indtjeningsevnen i branchen er påvirket af truslen fra substituerende produkter, truslen fra potentielle indtrængere samt konkurrencen i branchen, så skal den værdi, der kan opnås herefter, fordeles mellem forhandleren, dens leverandører, samt kunderne. Her bliver leverandørernes og kundernes forhandlingsstyrker relevante (Sørensen O. , 2021, s. 70-77).

5.2.4 Leverandørernes forhandlingsmagt

Det er svært at sige ret meget værdifuldt om leverandørernes forhandlingsstyrke uden at kende branchen indefra. Flügger udtrykker i sin 22/23 årsrapport, at de har været hårdt påvirket af øgede råvarepriser, som dog er begyndt at vende igen. Højeste punkt i deres risikoanalyse er tilgængelighed og prisudvikling på råvarer og emballage. De har, som følge af både Covid-19 og efterfølgende krigen i Ukraine, oplevet usikkerhed på leveringssikkerheden (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23). Dette må antages at være en problematik for hele branchen. Ud fra dette må det antages, at leverandører af nøgleingredienser har en stærk forhandlingsstyrke, som virksomhederne har svært ved at ændre på.

5.2.5 Købernes forhandlingsmagt

Kundernes forhandlingsstyrke er også svært at sige meget værdifuldt om, uden at kende branchen indefra. I kraft af at præferencegraden ikke vurderes voldsomt stor, er prisen også af stor betydning for kunderne, og det styrker kundernes forhandlingsstyrke, fordi der samtidig er så mange udbydere at vælge imellem. Der er dog en vis grad af præferencer over produkter, der differentierer sig fra konkurrenternes, hvilket kan øge forhandlingsstyrken over for kunderne. Hvor forhandlingsstyrken reelt ligger mere præcist, er det svært at komme nærmere i dette projekt, da det som nævnt kræver mere indgående kendskab, som ikke har været muligt at opnå (Bilag 1).

5.2.6 Kritik af modellen

Denne Porters analyse har et par kritikpunkter, som er nødvendige at belyse. For det første udtrykker begrebet ”branche”, som der analyseres på, en smallere samling af de muligt mange niveauer i branchen, der kan være tale om. Der kan gælde forskellige forhold for forskellige segmenter i samme branche, som det f.eks. nævnes ved præferencegraden hos henholdsvis privatkunder og erhvervskunder. Disse forskelle risikerer at blive belyst i svagere grad, end de kunne være blevet det, i en mere opdelt analyse (Sørensen, 2021, s. 78).

En anden svaghed i analysen er nødvendigheden af adgang til insider kendskab til branchen, som muliggør en fyldestgørende analyse. Det skal belyses, at projektet her ikke har haft adgang til insider brancheinformation, hvilket svækker analysens værdi. Analysen har dog kunne bruges til at blive klogere på dele af branchen, mens punkterne omkring forhandlingsstyrke giver minimalt udbytte i fraværet af den nødvendige information til rådighed.

5.3 Delkonklusion på eksterne analyser

De eksterne analyser har bragt frem, at B&J befinder sig i et marked med stor konkurrence. Der er mange stærke konkurrenter, og præferencegraden er ikke vildt høj. Markedet har grundet Covid-19 haft et par gode år, men har senest været negativt påvirket af øgede energipriser og råvarepriser, som hertil har givet en generel øget inflation. Den stigende inflation har været med til at bremse forbrugernes købekraft. Dette er nu ved at vende, men til trods for en nu faldende inflation, er forbrugertilliden fortsat lav, og man forventer ikke, at hverken forbrugernes eller malermestrenes efterspørgsel vil stige indenfor det næste år, hvilket presser konkurrencen i markedet yderligere. Udover konkurrencen i branchen er der en række udefrakommende faktorer, som også påvirker markedet. Det er især et politisk og lovgivningsmæssigt fokus på miljøet, som stiller øgede krav til branchens produkter. Dette fokus ses også socialt og kulturelt, hvor forbrugerne har fået øget fokus på bæredygtighed. En virksomheds miljøprofil er dermed blevet et større konkurrenceparameter. Dette er en styrke for B&J, som allerede har en stærk miljøprofil. Omvendt er det øgede fokus på bæredygtighed også en trussel, idet flere konkurrenter, grundet denne efterspørgsel, har fået lignende fokus som B&J.

6. Interne analyser

6.1 Vækststrategi

Det er væsentligt at identificere, hvilken form for vækst B&J benytter sig af, da det er relevant, om virksomheden adskiller sig fra sine konkurrenter samt identificere styrker og svagheder for den fremtidige vækst i B&J. Der er principielt to måder at vækste på, det værende organisk eller via opkøb/fusion. Ser man på mulighederne for organisk vækst, er det relevant at benytte Anstoffs vækstmatrice, der illustrerer de vækststrategier, som en virksomhed kan følge for at opnå strategisk udvikling. Alternativt kan virksomheder vækste ved fusion med eller opkøb af andre relevante virksomheder. I denne sammenhæng er det

relevant at se på horisontal- og vertikal integration (Olsen, Staunstrup, & Hermann, 2022, s. 217-221).

6.1.1 Ansoffs vækstmatrice

B&J's primære vækststrategi vurderes at være produktudvikling, som er udvikling af virksomhedens produktportefølje med nye produkter eller forbedringer af den eksisterende produktportefølje. Virksomheden gør brug af denne vækststrategi, bl.a. ved udvikling af en bedre træbeskyttelsesmaling (Beck & Jørgensen A/S, 2022), udvikling af en mat kalkmaling (Beck & Jørgensen A/S, 2023) samt udvikling af deres astma-allergivenlige CARE-serie (Beck & Jørgensen A/S, 2021). Det er stadig en mulighed for B&J at benytte denne strategi ved at udvikle yderligere produkter, som f.eks. er Astma- og allergivenlige. Men i fremtiden kan det potentielt blive svære for B&J at vækste ad denne vej grundet øget konkurrence. Flügger er begyndt at udvikle lignende produkter til B&J's CARE-serie (Faarup, 2023). Bæredygtighed har i det hele taget fået en central plads i Flüggers strategi, hvilket gør B&J mindre differentieret fra denne store konkurrent. Derfor er det kun vigtigere for B&J, at de bibeholder sit fokus på den front, for ikke at ende med at bliver overhalet af Flügger og andre konkurrenter (Jensen, 2021). En forbedring af allerede eksisterende produkter vil fortsat kunne styrke B&J's position på markedet og dermed sikre muligheden for vækst i fremtiden. B&J har desuden benyttet produktudvikling ved ændring i sortimentet af deres handelsvarer. B&J har bl.a. opnået eneforhandling af Caparol i Danmark, som er et af Europas største varemærker inden for kvalitetsmaling. Eneforhandlingen af dette mærke, er et strategisk træk, der styrker virksomhedens kvalitetsbrand. Derudover kan samarbejdet være en styrke for dem, når de ønsker at ekspandere geografisk (Beck & Jørgensen A/S).

B&J udtrykte i 2022 et ønske om at flytte deres lager til et større. Dette skyldes behovet for et lager, som kan rumme 400.000 liter maling. Et nyt og større lager giver bedre mulighed for at benytte sig af markedspenetrering, idet virksomheden ved højkonjunktur vil kunne yde mersalg til deres eksisterende kunder. Mersalget ved højkonjunktur understøttes endvidere af virksomhedens stærke danske brand, som sikrer, at virksomheden kan servicere mere end 2.000 malermestre i hele landet (Kenworthy, 2022). Det faktum, at virksomheden har eksisteret i mere end 130 år, hvor de har haft stort fokus på at skabe teknologisk førende produkter indenfor primært maling og træbeskyttelse, er med til at virksomheden fortsat kan vækste i sit nuværende marked (Delfi).

B&J gjorde senest i 2021 brug af vækststrategien markedsudvikling, da de den 12. april åbnede et kundecenter i Køge (Beck & Jørgensen A/S, 2021). Åbningen af endnu et kundecenter giver virksomheden mulighed for i højere grad at servicere nuværende kunder og potentielle nye kunder. Virksomheden har med sine teknologisk førende produkter desuden muligheden for at vækste ved geografisk ekspansion til andre lande, hvor der er efterspørgsel på bæredygtige produkter. Det er væsentligt at påpege, at virksomheden i 1998 var den første danske producent, der fik EU-miljømærket, Blomsten. Kravene til de miljømærkede produkter er skrappe, end hvad miljølovgivningen kræver, og herudover strammes kravene løbende med års mellemrum, hvilket sikrer, at niveauet hele tiden forbedres (Beck & Jørgensen A/S). Det er derfor en bedrift, at B&J har bevaret mærkningen i alle årene. B&J har desuden modtaget EU's miljøpris, European Business Awards, for the Environment for virksomhedens CARE 5 maling (Kæhler, 2023). Dette understøtter virksomhedens mulighed for geografisk ekspansion til andre EU-lande, hvor efterspørgslen er stor. For yderligere styrkelse af virksomhedens profil i udlandet, vil det give mening for B&J at opnå det nordiske allergimærke, og ikke kun det danske. Dette skal især henses til, at Flügger for nyligt har fået det nordiske allergimærke som den første danske malingsproducent (Faarup, 2023). Det, at markedsudvikle ud over landets grænser, er noget, som B&J overvejer. B&J har en eksportansvarlig og de søger samarbejdspartnere i en række lande i Europa (Beck & Jørgensen A/S). Det er klart en stor mulighed for dem, hvis de kan få hul på dette eventyr via de rette partnerskaber. B&J sælger i stigende grad også til detailmarkedet i Danmark, hvilket er en mulighed B&J kan vælge at have større fokus på for dermed at vækste gennem markedsudvikling (Det centrale virksomhedsregister, 2022).

Diversifikation må anses som den mest risikofyldte vækststrategi. Denne strategi vurderes ikke at være relevant for B&J på nuværende tidspunkt, idet virksomheden har mulighed for at vækste indenfor deres produktområde med allerede eksisterende kundeforhold eller med potentielle nye kunder. B&J anvendte dog koncentrisk diversifikation, da de den 1. maj 2022 opkøbte Tapetcompagniet i Aarhus, som importerer tapeter fra nogle af Europas førende tapetfabrikker. Med opkøbet vil virksomheden have mulighed for at vækste med nye produkter på nye markeder, men hvor der er sammenfald mellem de nye produkter og deres eksisterende produktportefølje. Det er væsentligt at påpege, at opkøbet omhandler en virksomhed, som allerede er godt etableret, da Tapetcompagniet er en af Danmarks førende leverandører af tapeter. Det er B&J's vurdering, at opkøbet vil have en synergieffekt, som giver virksomheden mulighed for at vækste på nye markeder, da B&J's produkter kommer til

at indgå i Tapetcompagniets sortiment (Beck & Jørgensen A/S, 2022). Opkøbet af Tapetcompagniet giver dermed B&J mulighed for at vækste yderligere gennem markedsudvikling. Ser man på konglomerat-diversifikation anses denne vækststrategi heller ikke relevant for B&J, idet virksomheden vurderes at have bedre mulighed for vækst ved brug af produktudvikling eller markedspenetrering.

6.1.2 Horisontal og vertikal integration

B&J har tidligere gjort brug af forlæns vertikal integration, da virksomheden i 2021 købte en del af Malervarer Engros ApS, som var Danmarks tredje største leverandør af maling til professionelle (Det centrale virksomhedsregister). Malervarer Engros ApS var en af de sidste selvstændige grossistvirksomheder, som forhandlede Beck & Jørgensen maling (Mestertidende, 2021). Med dette køb har B&J i højere grad mulighed for at opnå del i den profit der førhen lå i leddet mellem de to virksomheder. Virksomheden sikrer sig dermed i højere grad muligheden for at holde salgsprisen lavere, hvilket er essentielt i en tid med generelt stigende priser.

B&J har endnu ikke benyttet sig af horisontal integration, hvor virksomheden fusionerer med eller opkøber en virksomhed, som fremstiller samme produkter som B&J. Det anses ikke at være relevant for B&J at benytte denne type vækststrategi, da virksomhedens teknologi- og miljøprofil vurderes at kunne svækkes ved en sådan sammenlægning. Denne vækststrategi vil være mere relevant for virksomheder, hvor pris er det primære konkurrenceparameter.

6.1.3 Komparativ analyse

Flügger benytter i højere grad end B&J integration som vækststrategi (Sørensen M. , 2022). De opkøber horisontalt for herigennem at vinde markedsandele, men de frasælger også igen, hvor det ikke går som ønsket (Køjborg, 2023). Derudover fokuserer Flügger sin generiske vækst på de geografiske markeder, hvor de ser størst potentiale (Sørensen M. , 2022). Flügger har en fordel i at være så geografisk udbredt, at de kan fokusere sin energi i de markeder, der klarer sig bedst i forskellige tider. Qua deres størrelse har Flügger bedre mulighed for at benytte integration og geografisk ekspansion, end B&J har det. B&J vil få svært ved nogensinde at følge med Flügger på det niveau og bør derfor i stedet fortsat fokusere på sin kernekompetence, som er at produktudvikle deres bæredygtige produkter. Set i lyset af at Flügger og markedet generelt fokuserer mere på den grønne profil, bliver det kun vigtigere for B&J at fokusere på at holde sig førende på dette punkt. Derudover vil det være relevant for

B&J i højere grad at udnytte mulighederne for geografisk markedsudvikling. Herigennem vil de på sigt kunne opnå nogle af de samme fordele som Flügger, herunder øget risikospredning.

6.2 PLC / Boston

Branchen for salg af maling og komplementære produkter til malermestre befinder sig generelt i mætningsfasen i sin livscyklus. Markedsvæksten er aftagende eller stagnerende, hvilket udviklingen i branchens køb og salg vidner om (bilag 2). Kunderne kender produkternes forskellige funktionaliteter, og konkurrencen handler i højere grad om at fastholde markedsandele end om at vækste i markedet (Sørensen, 2021, s. 80-81).

Kendetegnet for denne fase er et bredt produktsortiment, fokus på forbrugerønsker samt differentiering via kvalitetsudvikling og markedsføring. Dette er i overensstemmelse med situationen hos B&J, som har et bredt og veletableret produktsortiment, der primært vil kunne betegnes som malkekøer i Boston-modellen. Samtidig holder de også konstant øje med, om nogle produkter ikke længere sælger og skal udfases. Det kan være produkter, der ikke trender mere, og derfor er blevet såkaldte hunde, eller produkter der nu findes i bedre og billigere versioner. B&J har stort fokus på kvalitetsudvikling og produktudvikler konstant sine eksisterende produktportefølje. Dette gør B&J for at optimere sine produkter, men også for at bibeholde produkternes miljømærker, hvis krav strammes hvert 3.-5. år. Produktudviklingen frembringer sommetider nye produkter med kun lille plads i markedet til at starte på, men som har stort potentiale. Sådanne produkter vil kunne betegnes som spørgsmålstejn i Boston-modellen. B&J var de første til at introducere allergimærket maling i 2016 (Astma-Allergi Danmark, 2016). 90 % af B&J's maling er i dag mærket med enten EU-mærket, Blomsten, eller Svanemærket (Delfi). Disse, der startede som spørgsmålstejn, er nu veletablerede malkekøer. Ligeledes har den maling, der i 2016 kom med allergimærkning, udviklet sig til stjerner, der stadig er i sin vækstfase, men har bevist sin berettigelse og stadig har potentiale for yderligere vækst. Det faktum har også betydet at konkurrenterne nu prøver at ride med på bølgen, f.eks. har Flügger, som nævnt i afsnit 6.1.1, sidste år introduceret maling med det nordiske allergimærke (Faarup, 2023). B&J har en sund fordeling af produkter i de forskellige kategorier i Boston-modellen, som beviser, at de står stærkt med sine malkekøer, og samtidig holder sig relevante ved at udvikle nye stjerner og skubbe gamle hunde ud (Olsen, Staunstrup, & Hermann, 2022, s. 195-197).

Når man som B&J befinder sig i mætningsfasen, også kaldet modningsfasen, så er kritiske succesfaktorer for overlevelse i markedet, at man har flere målgrupper, intensiv distribution

og fokus på omkostninger (Olsen, Staunstrup, & Hermann, 2022, s. 212-213). Dette skal B&J derfor have in mente i sin strategiske planlægning. I 2022 stod B&J distributionsmæssigt, som nævnt i afsnit 6.1.1, over for et behov for mere lagerkapacitet. Det daværende lager i Søborg var ikke er muligt at udvide yderligere (Kenworthy, 2022). Denne logistik antages det, at B&J har håndteret i 2023 ved investering i nyt lager, hvilket har været essentielt for B&J for at bibeholde positionen i markedet. Antagelsen bygger på, at ønsket ikke lå i fremtiden, men var højaktuelt da det blev medieomtalt i 2022. Dertil kan det konstateres at grunde og bygninger er steget med ca. 8.000.000 kr. i 2023, som det derfor antages er i det nye lager (Det centrale virksomhedsregister, 2023). Dermed har B&J godt styr på distributionen fra lager og ud til sine 28 kunde- og grossistcentre rundt om i landet, samt mere end 50 forhandlere. B&J forhandles ikke i ethvert byggemarked, og det harmonerer godt med deres kvalitetsstempel for mange år i branchen, samt at de vægter at have forhandlere, som kan underbygge deres faglighed og troværdighed.

6.3 Delkonklusion på strategiske analyser

De strategiske analyser viser, at B&J tidligere har haft stor gavn af deres stærke miljøprofil, som har styrket virksomhedens position i markedet. Dog er konkurrenternes større fokus på bæredygtighed med til at presse denne position. Analyserne viser, at den måde, som B&J tidligere har vækstet på, presses af den øgede konkurrence, hvilket betyder, at B&J kan være nødsaget til at vækste ved nye tiltag. Dette har B&J bl.a. gjort ved at øge sit salg til detailmarkedet. B&J har desuden styrket sin position i markedet med strategiske opkøb. Udover et øget salg til detailmarkedet, søger B&J også efter muligheder for at erobre udenlandske markeder. Det er dog væsentligt at påpege, at Flügger i langt højere grad har mulighed for at foretage opkøb eller foretage geografisk ekspansion, grundet deres størrelse. Den bæredygtige og innovative produktion, som B&J har arbejdet på i en længere årrække, arbejder Flügger sig imod med hurtige skridt. Dette er med til at presse B&J's position i markedet. B&J kan risikere at opleve nedgang i virksomhedens vækst, hvis de ikke viderebygger på deres innovative produktion, samt fastholder deres fokus på bæredygtighed, der tidligere har været med til at sikre virksomhedens position i markedet. Dog består B&J's produktportefølje af en god fordeling mellem veletablerede malkekøer samt nyudviklede stjerner, hvilket styrker deres position i markedet.

7. Økonomisk analyse

Den økonomiske analyse vil behandle de seneste fem års regnskabstal for B&J koncernen. Analysen kigger fem år tilbage, for at kunne skabe et mere retvisende billede af koncernen, ved både at se på tal fra mere stabile tider før Covid-19 samt inflations- og energikrisen, og på årene hvor disse kriser har påvirket økonomien. Den økonomiske analyse skal belyse koncernens finansielle udvikling, og skal sammen med den strategiske analyse bidrage til udarbejdelsen af det fremtidige budget, som herefter anvendes til værdiansættelse af koncernen. Analysen vil kommentere på koncernens nøgletal, og der vil i udregningerne heraf blive anvendt gennemsnitsbalancetal, for at opnå det mest retvisende billede. Der udarbejdes endvidere en resultatopgørelse samt managerial balance sheet til analyseformålet. Derudover udarbejdes der en komparativ konkurrentanalyse, hvor B&J koncernens præstationer sammenlignes med konkurrenten Flügger.

7.1 Tabeller til analyse

Nedenstående tabeller er udarbejdet til analyseformål. Der fremgår til højre en kurve, som viser udviklingen i den enkelte regnskabspost i analyseperioden.

Resultatopgørelse	2019	2020	2021	2022	2023	
Bruttofortjeneste/bruttotab	67.720.908	92.055.272	93.689.154	96.559.165	92.495.978	
Personaleomkostninger	- 50.428.504	- 56.736.868	- 59.838.351	- 66.971.655	- 69.479.835	
EBITDA	17.292.404	35.318.404	33.850.803	29.587.510	23.016.143	
Af- og nedskrivninger	- 5.484.247	- 6.963.556	- 7.209.417	- 10.243.597	- 10.064.302	
Andre driftsomkostninger	-	-	-	-	- 48.887	
Driftsresultat (EBIT)	11.808.157	28.354.848	26.641.386	19.343.913	12.902.954	
Andre finansielle indtægter	960.333	1.131.039	1.510.652	1.877.293	1.968.117	
Andre finansielle omkostninger	- 677.078	- 900.415	- 611.676	- 1.010.992	- 3.527.437	
Resultat før skat (EBT)	12.091.412	28.585.472	27.540.362	20.210.214	11.343.634	
Skat af årets resultat	- 2.729.885	- 5.948.262	- 5.987.583	- 4.765.679	- 2.284.046	
Årets resultat (EAT)	9.361.527	22.637.210	21.552.779	15.444.535	9.059.588	

Tabel 1 – Resultatopgørelse.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2019-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Managerial balance sheet	2019	2020	2021	2022	2023
Likvider	559.334	12.374.229	5.763.372	1.008.548	1.527.158
WCR (Arbejdskapital)	41.431.284	40.741.552	63.297.527	68.718.296	69.507.963
Anlægsaktiver	42.248.221	45.894.666	45.649.893	75.606.836	80.862.698
- Hensættelser	2.579.898	2.437.081	2.712.595	2.614.480	3.218.963
Invested capital i alt	81.658.941	96.573.366	111.998.197	142.719.200	148.678.856
Kortfristet rentebærende nettoforpligtelser	4.462.813	2.261.436	1.027.110	15.419.260	14.352.383
Langfristet rentebærende gæld	16.989.541	14.468.133	13.574.511	18.958.828	21.425.773
Egenkapital	60.206.587	79.843.797	97.396.576	108.341.112	112.900.700
Capital employed i alt	81.658.941	96.573.366	111.998.197	142.719.200	148.678.856
Årets investeringer (Netcapex)	6.299.820	10.610.001	6.964.644	40.200.540	15.369.051

Tabel 2 - Managerial balance sheet.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Formålet med at udarbejde managerial balance sheet, og dermed reformulere balancen, er at adskille finansieringsaktiviteter fra koncernens driftsaktiviteter. Dette vil være med til at identificere, om koncernen er i stand til at skabe overskud. Reformuleringen betyder også, at nøgletal kan afvige fra de af koncernen udregnede nøgletal i årsrapporterne.

Nedenstående tabeller er udarbejdet til beregning af nøgletal for koncernen. Specifikationerne af henholdsvis WCR, anlægsaktiver samt Netcapex er udarbejdet for det formål at give et mere overskueligt billede af regnskabsposterne. Det er ikke muligt at kommentere på koncernens styring af WCR samt Cash-to-cash period, idet koncernen ikke har offentliggjort sin omsætning og vareforbrug.

Specifikation af WCR	2019	2020	2021	2022	2023
+ Debitorer	25.715.411	26.852.849	34.423.566	37.391.490	37.032.767
+ Lagre	30.806.725	33.772.773	43.602.104	53.898.404	46.991.604
+ Periodeafgrænsningsposter	798.410	609.498	873.321	768.837	1.819.522
- Varekreditorer	7.754.208	910.755	7.909.240	9.049.897	7.882.895
- Øvrige ikke rentebærende forpligtelser*	8.135.054	19.582.813	7.692.224	14.290.538	8.453.035
WCR (Arbejdskapital)	41.431.284	40.741.552	63.297.527	68.718.296	69.507.963

*Det er antaget at anden kortfristet gæld er ikke rentebærende.

Tabel 3 - Specifikation af WCR.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2019-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Specifikation af anlægsaktiver	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle anlægsaktiver	-	-	-	9.250.000	7.400.000
Bygninger	29.098.881	28.160.055	27.706.733	41.568.710	47.565.624
Driftsmidler	12.021.622	16.711.107	16.537.098	23.230.294	23.883.916
Finansielle anlægsaktiver	1.127.718	1.023.504	1.406.062	1.557.832	2.013.158
Anlægsaktiver i alt	42.248.221	45.894.666	45.649.893	75.606.836	80.862.698

Tabel 4 - Specifikation af anlægsaktiver.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2019-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Specifikation af netcapex	2019	2020	2021	2022	2023
Anlægsaktiver ultimo	42.248.221	45.894.666	45.649.893	75.606.836	80.862.698
- Anlægsaktiver primo	41.432.648	42.248.221	45.894.666	45.649.893	75.606.836
+ Afskrivninger	5.484.247	6.963.556	7.209.417	10.243.597	10.113.189
I alt	6.299.820	10.610.001	6.964.644	40.200.540	15.369.051

Tabel 5 - Specifikation af netcapex.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2019-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

7.2 Nøgletalsanalyse

Profitabilitet - Nøgletal	2019	2020	2021	2022	2023
Return on equity (ROE)	16,4%	32,3%	24,3%	15,0%	8,2%
Return on invested capital (ROIC)	14,7%	31,8%	25,5%	15,2%	8,9%
Return on assets (ROA)	9,4%	20,6%	17,1%	10,2%	5,3%
Operating profit margin (EBIT%) *	17,4%	30,8%	28,4%	20,0%	13,9%
Capital turnover *	0,84	1,03	0,90	0,76	0,63

*Beregnet på bruttofortjeneste, da omsætning ikke er tilgængelig i koncernens regnskab.

Tabel 6 – Profitabilitetsnøgletal.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Ovenstående tabel er udarbejdet med koncernens forrentning i fokus. Det fremgår tydeligt, at B&J koncernen oplevede stor fremgang ved udbruddet af Covid-19. Ser man på udviklingen i ROE, som er forrentning af egenkapitalen, så viser denne fremgang i 2020, for herefter at være faldende. I 2023 ligger ROE på 8,2 %, hvilket giver et fald på 24,1 procentpoint fra 2020. Det kraftige fald skyldes, nedgang i afkastningsgraden, herunder en procentvis større ændring i koncernens egenkapital sammenlignet med årets resultat. Det er væsentligt at bemærke, at B&J koncernens ROE i 2023 er halveret sammenlignet med koncernens niveau i 2019. Den kraftige nedgang i ROE fra 2022 til 2023 kan primært henføres til en stor nedgang i årets resultat i 2023. Koncernens afkastningsgrad, ROIC, som viser den procentvis forrentning af den investerede kapital, steg i 2020 til 27,4%. Siden 2020 er afkastningsgraden faldet med 22,9 procentpoint, til 8,9 % i 2023. Faldet i afkastningsgraden kan henføres til forværringen i indtjeningsniveauet samt i aktivernes omsætningshastighed. Nøgletallene vurderes i 2023 at ligge på et niveau, som må anses for værende lavere end normalt for B&J koncernen,

svarende til før Covid-19. Det er væsentligt at pointere at niveauet i hele perioden ligger på et positivt niveau, når dette sammenlignes med markedsrenten, som i 2023 ligger på under 4 % (Danmarks Nationalbank).

Faldet i ROE og ROIC skyldes i høj grad eftervirkningerne efter Covid-19 samt inflations- og energikrisen. Det er værd at bemærke, at selvom nøgletallene i 2023 ligger på et lavere niveau end i 2019 før kriserne, så ligger EBITDA fortsat på et højere niveau i 2023 sammenlignet med 2019. Derimod ender årets resultat efter skat i 2023 på 9.059.588 kr., hvilket er et niveau, der ligner 2019, hvor årets resultat var 9.361.257 kr. Koncernen skriver følgende i regnskabet for 2023:

”Årets resultat er som forventet, og der har fortsat været tale om et relativt højt aktivitetsniveau i branchen, hvor koncernen har udbygget sine markedsandele i et meget konkurrencepræget marked” (Det centrale virksomhedsregister, 2023)

Faldet i årets resultat har derfor være forventeligt for koncernen, henset den pressede konkurrence i markedet, som koncernen befinder sig i. Dette ses også at være i overensstemmelse med den analyse, som er foretaget for branchen jf. afsnit 5.3. Koncernen har særligt i 2022 og 2023 foretaget større investeringer, som skal være værdiskabende i koncernens fremtid. B&J koncernen ønsker også fremover at foretage nye investeringer i produktionsudstyr, IT, samt i miljømæssige tiltag, som understøtter koncernens grønne og bæredygtige miljøprofil (Det centrale virksomhedsregister, 2023). Det forventes, at B&J koncernens investeringer skal sikre, at koncernens resultater i højere grad er modstandsdygtige overfor eftervirkningerne af inflationskrisen samt den hårde konkurrence, som ses at være i markedet.

Aktionærerne har også mærket B&J koncernens fremgang efter udbruddet af Covid-19, og selvom koncernens nøgletal ikke ligger på samme niveau som i 2020, så har koncernen bedre resultat af primær drift sammenlignet med før 2020. Forslag til udbytte hos aktionærerne er steget fra 3.000.000 kr. i 2019 til 4.500.000 kr. i 2021, 2022 og 2023, hvilket vidner om, at selvom B&J koncernens nøgletal falder, så ligger indtjeningen fortsat på et tilfredsstillende niveau (Det centrale virksomhedsregister, 2019-2023).

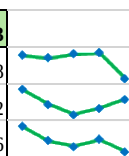
Ser man på capital turnover, aktivernes omsætningshastighed, så er den faldet 0,4 gange fra 2020 til 2023, hvilket er i fin overensstemmelse med, at forbrugertilliden fortsat er påvirket af energi- og inflationskrisen. Husholdningerne forbruger altså ikke i så høj grad, hvilket har en

indvirkning på koncernens afsætning af varer. Ledelsen udtaler i ledelsesberetningen at årets resultat for 2022 og 2023 er tilfredsstillende, især henset at markedet er præget af hård konkurrence. B&J koncernen har på trods af stigende priser, og et fortsat relativt højt aktivitetsniveau, formået at fastholde og udbygge deres markedsandele, hvilket må anses som yderst tilfredsstillende for koncernens fremtidige indtjening (Det centrale virksomhedsregister, 2023).

Return on assets (ROA) er en variant af en afkastningsgrad, og det ses, at også dette nøgletal har været i kraftig nedgang fra 2020 til 2023. I 2023 ligger koncernens ROA på 5,3%, hvilket er 4,1 procentpoint lavere end i 2019. Dette nøgletal viser koncernens evne til at omdanne sine aktiver til profit. Faldet i dette nøgletal kan henføres til, at koncernen har foretaget store investeringer, som har forøget koncernens anlægsaktiver betydeligt, nærmere bestemt med 47 % fra 2019 til 2023. Samtidig har disse investeringer endnu ikke formået at kaste et større resultat af sig. Derudover er B&J koncernens varebeholdning også steget betydeligt, hvilket er i overensstemmelse med at B&J, som nævnt i afsnit 6.2, har investeret i nyt lager i 2023. Forhøjelsen i koncernens samlede aktiver gør også at ROA ligger væsentligt lavere end koncernens ROE.

7.3 Finansiering

Gearing	2019	2020	2021	2022	2023
Financial cost ratio	1,02	1,01	1,03	1,04	0,88
Financial structure ratio	1,41	1,27	1,18	1,24	1,32
Financial leverage multiplier	1,45	1,28	1,22	1,29	1,16



Tabel 7 - Nøgletal for gearing.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Financial cost ratio fortæller, hvor stor en del af EBIT, der er tilbage efter de finansielle poster. I årene 2019-2022 er denne større end et, hvilket kan lade sig gøre, fordi koncernen har finansielle indtægter. Disse opvejer de finansielle omkostninger, som ellers ville trække graden lavere end et. Det betyder, at koncernen tjener på sine finansielle aktiviteter, hvilket er positivt. Graden faldt fra 2019 til 2020, hvilket skyldes, at de finansielle indtægter ikke steg i lige så høj grad som driftsresultatet gjorde det år. Herefter steg den igen, både som følge af en forbedring i de finansielle indtægter og omkostninger, men dog også grundet et faldende driftsresultat. I 2023 falder den med hele 0,16 gange til 0,88. Det skyldes dels, at koncernen har foretaget nye investeringer som er finansieret med gæld, og dels at det er blevet dyrere at låne, som omtalt i afsnit 5.1.2. De finansielle omkostninger stiger dermed til mere end tre

gange så meget som i 2022. Samtidig er EBIT faldet, hvilket også bidrager til et lavere nøgletal. Financial cost ratio ønskes altid så høj som muligt, så det er ikke ønskeligt, at den falder så markant. Men når faldet til dels kan forklares med, at man har foretaget nogle investeringer, som er med til at sikre fremtidig indtjening, så er udviklingen måske ikke så dårlig, som tallet i sig selv viser.

Financial structure ratio angiver investeret kapital over for egenkapital. Jo højere denne er over et, jo mere gæld har man. Denne faldt markant i Covid-19-årene, hvilket hænger godt sammen med den optur, som branchen oplevede i denne periode. Graden er steget en del igen de sidste par år, hvilket vidner om markedets opbremsning. En stigning i denne påvirker til gengæld ROE positivt. Stigningen skyldes den øgede gæld, som man har optaget, til finansiering af nye investeringer. Ratioen i 2023 på 1,32 er dog stadig lavere end niveauet før Covid-19, hvilket betyder, at forholdet mellem gæld og egenkapital alligevel samlet set er forbedret siden dengang.

Financial leverage multiplier er et nøgletal, som er beregnet ved at gange financial cost ratio og financial structure ratio. Financial leverage multiplier er et udtryk for, hvor stor en del af koncernens investerede kapital, som er finansieret med fremmedkapital, og dermed ikke med egenkapital. Dette nøgletal steg lidt i 2022, men er faldet igen i 2023. Isoleret set er et fald i denne multiplikator ikke negativt, da nøgletallet ikke alene kan fortælle noget om den finansielle situation. Det kan være at finansiering vha. fremmedkapital er billigere end udstedelse af aktier, hvilket betyder, at det vil være mere fordelagtigt at stifte gæld ved finansiering af aktiver.

Øvrige nøgletal	2019	2020	2021	2022	2023	
Debt to equity ratio	69,8%	53,3%	39,1%	44,5%	50,8%	
Debt to invested capital ratio	49,4%	41,9%	33,2%	35,9%	38,6%	
Solvency ratio	57,5%	63,7%	70,4%	68,0%	65,2%	
Acid test	1,14	1,55	2,01	1,42	1,14	
Tax effect ratio	0,77	0,79	0,78	0,76	0,80	

Tabel 8 - Øvrige nøgletal.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Debt to equity falder markant i Covid-19-årene, hvilket hænger sammen med store overførte overskud til egenkapitalen i disse år. De sidste par år har den været stigende igen, hvilket vidner om at B&J foretager nogle investeringer, som finansieres af gæld. Forholdet mellem gæld og egenkapital stiger til 50,8 %, og herudover stiger forholdet mellem gæld og investeret

kapital til 38,6 %. Omvendt stiger soliditetsgraden i 2019-2021 og falder herefter igen i 2022-2023, grundet de helt samme påvirkninger. Soliditetsgraden fortæller, hvor meget aktiverne kan tåle at falde i værdi, før det går ud over koncernens kreditorer, og ud fra dette må den vurderes at ligge meget højt i hele perioden. Dette kan siges at være positivt, i hvert fald for kreditorerne, men når koncernen tjener på at arbejde med gæld, kunne dette sagtens være udnyttet mere.

Acid test undersøger, om de mest likvide aktiver kan dække de kortfristede forpligtelser. Hvis denne ligger lavere end et, er der risiko for likviditetsproblemer. For B&J koncernen ligger den i hele perioden langt over et, hvilket er positivt. I 2023 er den dog faldet en del til en værdi på 1,14, hvilket er samme niveau som i 2019 før Covid-19. Det er ikke alarmerende, men man skal passe på, ikke at komme for tæt på grænsen, hvor likviditetsproblemer kan opstå.

Tax effect ratio fortæller, hvor stor en del af resultatet, som koncernen får lov at beholde efter skat. Da denne er tæt på den samme gennem perioden, kan udviklingen i årets resultat ikke i særlig grad tilskrives ændringer i skatten.

Finansiering	2019	2020	2021	2022	2023	
Net long term financing (NLF)	34.947.907	48.417.264	65.321.194	51.693.104	53.463.775	
Net short term financing (NSF)	6.483.377	- 7.675.712	- 2.023.667	17.025.192	16.044.188	
Liquidity ratio	84,4%	118,8%	103,2%	75,2%	76,9%	
Self-sustainable growth rate	11,2%	26,6%	19,2%	10,6%	4,1%	
Payoutratio	32%	18%	21%	29%	50%	
Retention rate	68%	82%	79%	71%	50%	

Tabel 9 - Nøgletal for finansiering.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Både NLF og NSF er betydeligt positive. NSF har dog været negativ i Covid-19-årene.

Liquidity rate viser, at arbejdskapitalen stort set er finansieret langfristet. Dermed er anlægsaktiverne også finansieret langfristet. Det betyder, at finansieringen lever op til matchingprincippet, hvilket er positivt.

Self-sustainable growth rate fortæller, hvor meget koncernens omsætning kan tåle at vokse under de samme forhold uden at kræve ny egenkapital. Da vi ikke kender B&J's omsætning, må vi i manglen af bedre kommentere ud fra bruttofortjenesten. Væksten i bruttofortjeneste har de sidste fem år set ud således:

	2019	2020	2021	2022	2023
Vækst i bruttofortjeneste	11,1%	35,9%	1,8%	3,1%	-4,2%

Tabel 10 - Vækst i bruttofortjeneste.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Det ses at denne vækst har været højere end self-sustainable growth rate i 2020, og de må derfor have været udfordret på at mangle kapital dette år. De seneste år, harmonerer de to tal bedre over for hinanden, hvilket er positivt, selvom det dog er negativt, at væksten i bruttofortjeneste er faldet så meget.

7.4 Frit Cash Flow

Frit Cash Flow	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	11.808.157	28.354.848	26.641.386	19.343.913	12.902.954
Skatteprocent (Tc)	23%	21%	22%	24%	20%
+ Afskrivninger	5.484.247	6.963.556	7.209.417	10.243.597	10.113.189
- Delta WCR (Arbejdskapital)	2.366.653	- 689.732	22.555.975	5.420.769	789.667
- Netcapex (Årets investeringer)	6.299.820	10.610.001	6.964.644	40.200.540	15.369.051
Frit Cash Flow	5.959.997	19.497.863	- 1.461.952	- 20.595.199	4.259.409

Tabel 11 - Frit cash flow.

Kilde: Egne beregninger ud fra årsregnskaberne 2018-2023 (Det centrale virksomhedsregister)

Når man ser på cash flows i virksomheder, vil man se på de pengestrømme, som går ind og ud af virksomheden. Det frie cash flow tager derimod højde for de investeringer en virksomhed gør sig i årets løb, hvilket betyder at beregningen heraf ekskluderer enhver post som relaterer sig til finansieringsaktiviteter (Hawawini & Viallet, 2022). Det betyder, at det frie cash flow ikke påvirkes af gældstrukturen i B&J koncernen. Det frie cash flow er essentielt for B&J koncernens aktionærer, da det giver et billede af koncernens finansielle præstation, og dermed om de er i stand til at foretage nye investeringer eller betale udbytte til sine aktionærer.

Som det fremgår af ovenstående tabel, blev det frie cash flow i 2020 positivt med 19.497.863 kr. for herefter at være negativ med ca. 1,5 mio. kr. i 2021 og 20,5 mio. kr. i 2022. Koncernens frie cash flow er i 2023 positivt med 4.259.409 kr. Udsvingene i cash flowet kan henføres til de store ændringer i henholdsvis EBIT, arbejdskapital samt netcapex. Det negative cash flow i 2021 kan særligt henføres til koncernens store ændring i arbejdskapital, hvor det i 2022 primært skyldes koncernens investeringer i året. Stigningen i arbejdskapital skyldes særligt en stigning i varelager, som fra 2019 til 2023 er steget med mere end 16 mio. kr. Derudover er koncernens debitorer også øget betydeligt i perioden. Koncernen har i perioden også øget

regnskabsposten, anden gæld, hvilket bl.a. er moms og A-skat, som er steget i takt med et stigende antal ansatte og yderligere afsætning af varer.

Isoleret set må det anses at være negativt, at B&J koncernen i 2021 og 2022 har et negativt cash flow. Dette bør dog sammenholdes med koncernens soliditetsgrad, som vurderes at være yderst tilfredsstillende, samt med koncernens liquidity ratio, som også vurderes at ligge på et tilfredsstillende niveau. Dette taler for, at der trods negativt cash flow et par år, stadig er tale om going concern, hvilket understøttes af et positivt frit cash flow i 2023 på 4.259.409 kr. Det negative cash flow vurderes blot at være udtryk for, at B&J koncernen gør sig store investeringer for at sikre fremtidig vækst i et konkurrencepræget marked.

7.5 Komparativ analyse med Flügger

Da Flügger har skævt regnskabsår, er det ikke muligt at sammenligne regnskabstal en til en med B&J's tal. I stedet for at benytte et år gamle tal anvendes Flüggers seneste delregnskab for bedste periodemæssige sammenligning (Det centrale virksomhedsregister, 2023/24).

Flüggers delregnskab for Q1-3 23/24 sammenlignet med Q1-3 22/23 viser en positiv udvikling i bruttofortjenesten på 7,6 %, hvilket er en del bedre end B&J's -4,2 % fald i 2023. Egenkapitalens forrentning er hos Flügger steget med 2,2 procentpoint, mens B&J's egenkapitalforrentning faldt med 6,8 procentpoint. EBIT%'en er også steget hos Flügger, mens den for B&J er faldet (Egne beregninger ud fra Det centrale virksomhedsregister, 2023/24 samt tidligere belyste tal i afnit 7.2). B&J har således haft en væsentligt dårligere udvikling det seneste år sammenlignet med Flügger, hvilket i sig selv er negativt.

Sammenligner man niveaumæssigt B&J koncernens 2023 nøgletal, med tallene for Flügger Groups delregnskab, hvor tallene er justeret op til at svare til et helt år, så klarer B&J sig til gengæld generelt bedst. B&J koncernen præsterer faktisk en del bedre på profitabilitetsnøgletallene til trods for en ellers dårligere udvikling (Bilag 3). På capital turnover klarer Flügger sig dog bedre end B&J, hvilket betyder, at de er bedre til at omdanne investet capital til bruttofortjeneste. På de finansielle nøgletal præsterer de to koncerner tæt på samme niveau, men B&J har dog en stærkere soliditet. Dette behøver dog ikke at være dårligt for Flügger, da de er så stor og markant en spiller, at kreditorer kan forventes at ville acceptere en lavere soliditet. Flügger har en debt to equity ratio på over det dobbelte af B&J. Det betyder, de arbejder langt mere med gæld, og det, at de har en lavere financial cost ratio, vidner om, at de også betaler for den større mængde gæld.

Udviklingsmæssigt klarer Flügger sig bedre end B&J har gjort det seneste år. Dette vidner om, at Flügger er kommet bedre igennem de udfordringer der har været i markedet og konkurrencen. Dette kan være fordi Flügger i stor grad opererer på det globale marked. Når der opleves lavkonjunktur i et marked, vil koncernen kunne fokusere på andre markeder, som klarer sig bedre. Dermed er de mindre følsomme for konjunkturer på ét marked, end B&J som primært afsætter produkter til det danske marked. Til gengæld kan man ved sammenligning se, at B&J niveaumæssigt klarer sig bedre end Flügger, hvilket er positivt.

Der kan argumenteres for, at det ville være mere sammenligneligt at se på, hvordan Flügger Denmark klarer sig i forhold til B&J, frem for at sammenligne med hele Flügger Group, eftersom B&J primært arbejder på det danske marked. Seneste tilgængelige regnskab for Flügger Denmark er året 22/23. Sammenligner man det år med Flügger Group, så klarer Flügger Denmark sig markant bedre på profitabilitetsnøgletallene men lidt dårligere på flere af de finansielle nøgletal. Antager man at Flügger Denmark i året 23/24 også klarer sig bedre end Flügger Group, med en forskel der ligner det man så i året 22/23, så tegner der sig pludselig et billede af, at Flügger også niveaumæssigt klarer sig bedre i Danmark end B&J gør. Det betyder, at B&J måske ikke klarer sig helt så godt i konkurrencen, som det først så ud til, selvom de isoleret set stadig klarer sig fint. Dette bygger dog på usikre antagelser og kan derfor ikke anses for endelig fakta, men som en nuance der bør tages i betragtning, når det diskuteres, hvor stærkt B&J står i konkurrencen.

7.6 Delkonklusion på økonomisk analyse

B&J præsenterer generelt pæne nøgletal, men udviklingen har de seneste år været negativ, hvormed de i 2023 ikke præsterer tilfredsstillende i forhold til egen historik. Nøgletallene ligger på et tilfredsstillende niveau, dog bør B&J have fokus på at få vendt de nedadgående kurver. Det skal dog bemærkes, at det især er de finansielle poster, der påvirker negativt, og at driften således stadig ser fornuftig ud, selvom den også udvikler sig negativt. Man har, til trods for hvad tallene viser, formået at udbygge markedsandele, hvilket er tilfredsstillende i et meget konkurrencepræget marked. Hos konkurrenten Flügger Group har udviklingen været bedre, men de klarer sig til gengæld niveaumæssigt dårligere på flere nøgletal. Det vidner om at B&J klarer sig godt i markedet, til trods for de har haft svært ved at bibeholde eget niveau. Sammenlignes der dog med Flügger Denmark i stedet, ses det under visse antagelser, at B&J klarer sig niveaumæssigt dårligere i konkurrencen. Det kan konkluderes at B&J præsterer flot, trods et udfordrende marked. B&J er nødsaget til at kæmpe for at bibeholde sin position i det

pressede marked, og koncernen skal især være opmærksomme på de finansielle omkostninger, som har været stigende.

8. SWOT

Den interne situation	
Stærke sider (S)	Svage sider (W)
– Stærk miljøprofil og erfaring med innovativ og bæredygtig produktion – Stort fokus på investeringer – Sunde nøgletal – Egne grossistbutikker – Sund fordeling af produkter i Boston-modellen	– Negativ økonomisk udvikling – Færre produktudviklingssamarbejder med Teknologisk Institut – Mangler det nordiske allergimærke
Den eksterne situation	
Muligheder (O)	Trusler (T)
– Øget efterspørgsel på bæredygtige og allergivenlige produkter – Øget salg til detail – Samarbejde med Teknologisk Institut – Faldende rente – Geografisk ekspansion	– Stærke konkurrenter, som får større fokus på innovativ og bæredygtig produktion – Aftagende aktivitet fra professionelle kunder – Lav forbrugertillid – Fremtidig mangel på råstoffer

Figur 1 – SWOT

8.1 Stærke sider

B&J's største styrke ligger, som belyst i afsnit 6.1.1, i deres stærke miljøprofil. B&J har i flere år brandet sig på deres bæredygtighed, hvilket må anses at være en styrke, når flere og flere forbrugere, som belyst i afsnit 5.1.3, ønsker mere bæredygtige produkter. B&J har allerede stor erfaring med udvikling og konstant forbedring af produkter, som kan efterleve de høje krav der stilles for at opnå miljø- og allergimærker. B&J har stort fokus på at foretage investeringer i produktionsudstyr, IT, samt i miljømæssige tiltag, som understøtter deres grønne og bæredygtige miljøprofil. Selvom B&J har foretaget store investeringer, formår de, jf. den økonomiske analyse, fortsat at have sunde nøgletal, hvilket må anses som en stærk

side, henset at der opleves at være nedgang i salget til professionelle kunder. Koncernen har med 130 år i branchen skabt sig et brand, som bygger på faglighed og troværdighed. Dette understøttes bl.a. ved, at B&J's produkter ikke forhandles i ethvert byggemarked, men derimod hos udvalgte forhandlere. B&J har desuden deres egne kunde- og grossistcentre, hvilket, som belyst i afsnit 6.1.2, giver koncernen mulighed for at holde deres priser lavere, f.eks. ved stigende råvarepriser, som koncernen især oplevede i 2021 og 2022. Med mange år i branchen har koncernen, jf. afsnit 6.2, skabt en stærk produktportefølje, som indeholder både malkekøer og udvikling af nye stjerner.

8.2 Svage sider

Det må anses at være en svag side, at B&J, jf. afsnit 7, har oplevet nedgang i sine nøgletal. Nedgangen i nøgletallene må anses at være eftervirkninger af Covid-19 og inflationskrisen. Det skal dog påpeges, at koncernen fra 2020 frem mod 2023 har oplevet en kraftigere nedgang end Flügger, hvilket må anses at være dårligt for deres position i markedet. Derudover må det anses som en svag side, at B&J de seneste år i lavere grad har samarbejdet med Teknologisk Institut omkring udvikling af nye produkter, der efterspørges i markedet. Dette især henset at Flügger til gengæld har øget sine samarbejder med Teknologisk Institut. Derudover har B&J til trods for sit fokus på bæredygtighed ikke opnået det nordiske allergimærke, hvilket svækker koncernens position ved geografisk ekspansion.

8.3 Muligheder

Ændrede vaner hos forbrugerne betyder, som belyst i afsnit 5.1.3, at der i stadigt øget grad efterspørges bæredygtige og allergivenlige produkter, hvilket giver B&J mulighed for at øge sit salg hertil. B&J sælger, jf. afsnit 6.1.1, allerede i stigende grad til detailmarkedet i Danmark. Såfremt B&J vælger at øge sit fokus på salg til detailmarkedet, vil de i højere grad kunne vækste gennem salg til de miljøbevidste kunder. B&J vil ved yderligere samarbejde med Teknologisk Institut kunne skabe fokus på sin stærke miljøprofil, som kan styrke markedspositionen, især når det gælder efterspørgslen efter bæredygtige produkter. Samtidig er renten i Danmark faldende, hvilket, som belyst i afsnit 5.1.2, kan betyde en kommende stigning i husholdningernes forbrug. Dette understøttes af, at forbrugerne forventer, at deres økonomiske situationen forbedres indenfor det næste år, hvilket giver B&J mulighed for øget omsætning. B&J sælger primært sine varer til det danske marked, men de har, som belyst i afsnit 6.1.1, potentiale for at vækste ved geografisk ekspansion. De har især mulighed for at

udbrede sine teknologisk førende produkter til lande, hvor efterspørgslen på bæredygtige produkter er stor.

8.4 Trusler

Den største trussel for B&J vurderes at være, at konkurrenterne får større fokus på innovativ og bæredygtig produktion. Miljøprofil er, som belyst i afsnit 5.2.3, blevet et større konkurrenceparameter, hvilket i virkeligheden både kan være en mulighed og en trussel for B&J, deres erfaring taget i betragtning. Den øgede opmærksomhed på bæredygtighed hos konkurrenterne ses bl.a. ved, at Flügger, som beskrevet i afsnit 5.1.4, har investeret i nye og moderne laboratorier, som skal styrke deres teknologiske position med mere innovative og bæredygtige løsninger. Denne beslutning har Flügger taget, efter de af flere omgange har samarbejdet med Teknologisk Institut omkring forbedring af deres produkter. Samarbejdet kan betyde, at der er risiko for, at B&J's konkurrenter udvikler teknologisk forbedrede produkter, som kan være sværere at følge trop med, taget B&J's størrelse og likvidbeholdning i betragtning. Ud fra et konkurrencemæssigt perspektiv skal B&J benytte en procentmæssig større andel af omsætningen på at udvikle og optimere produkter sammenlignet med markedslederen, Flügger, for fortsat at kunne udvikle sig på bæredygtighed og innovativ produktion. Flügger har udarbejdet en Going Green strategi, som varer fra 2020-2024, hvor de i perioden arbejder målrettet med, hvad B&J altid har brandet sig på. Det betyder også, at Flügger som den første danske virksomheden fik det nordiske allergimærke, hvilket B&J endnu ikke har opnået. Dette kan henledes til, at B&J endnu ikke har stor succes på det udenlandske marked. Derudover er Flügger, jf. afsnit 5.1.5, også foran konkurrencemæssigt, når det gælder udvikling af et onlinekoncept til brug for bygherrer. Dette online koncept skal hjælpe med dokumentation for et byggeris klimapåvirkning. Det kan være relevant for B&J at tilbyde sine kunder et lignende koncept, særlig henset at de primært sælger til professionelle malere.

En anden trussel for B&J er, at branchen, som nævnt i afsnit 5.1.2, forventer en aftagende aktivitet fra professionelle kunder, hvilket vil have stor betydning for B&J, da deres primære salg er til denne målgruppe. Såfremt dette bliver udviklingen, vil B&J skulle øge sit fokus på andre målgrupper eller markeder for at sikre sin indtjening. Her kan B&J indenfor kort fremtid have svært ved at vækste gennem salg til detailmarkedet, idet forbrugertilliden, som beskrevet i afsnit 5.1.2, fortsat er lav, hvilket sætter en dæmper på husholdningernes forbrug. Som afsnit 5.1.5 belyste det, vil B&J på lang sigt kunne opleve en mangel på sand, hvilket er

en problematik, de i den grad bør forberede sig på konsekvenserne af. Der er behov for, at man finder nye metoder til forsyning indenfor overskuelig fremtid, især hvis der på sigt sættes lovkrav omkring brugen af begrænsede råstoffer.

9. Budgettering

På baggrund af ovenstående SWOT-analyse opstilles der to scenarier for B&J's fremtid, som vil danne grundlag for koncernens budget. Den strategiske analyse, hvis formål er at afdække interne og eksterne faktorer, som er ikke-finansielle værdidrivere, er af stor betydning for værdiskabelsen i koncernen (Sørensen, 2021, s. 15). Der opstilles to budgetter, da der på baggrund af tidligere analyser ses to forskellige, og begge sandsynlige, udviklinger for B&J i fremtiden. Scenarierne er opstillet ud fra de faktorer i SWOT-analysen, som antages at have størst betydning for koncernens fremtid. Her er det forskellige faktorer, der har fået størst vægtning i hvert af scenarierne. Budgetterne udarbejdes med udgangspunkt i B&J koncernens historiske regnskabstal, og danner sammen med finansielle- og ikke-finansielle værdidrivere grundlag for de fremtidige budgetter. Det er nærmere beskrevet under det enkelte scenarie, hvad der her har fået størst vægt i udarbejdelsen af scenariets budget. Den valgte budgetperiode er på fem år for begge scenarier, da budgetposterne herfra forventes at udvikle sig med en konstant vækstrate (Sørensen O. , 2021, s. 322).

9.1 Første scenarie

I dette scenarie antages det, at B&J primært påvirkes af eksogene faktorer, som er i markedet. Koncernen formår i højere grad at navigere i markedet, og bibeholder dermed deres position i et ellers konkurrencepræget marked. B&J vil fortsat investere i sin grønne profil, som betyder, at de holder deres markedsposition, samtidig med at de oplever en generisk vækst, der følger udviklingen i det generelle marked. Det er B&J's styrker, omtalt i afsnit 8.1, som dette scenarie forventer fortsat vil bære den fremtidige vækst. Disse vægtes at være stærke nok, til at B&J kan modstå de modsatrettede trusler. Især den stærke miljøprofil og erfaring med en bæredygtig produktion, vægtes at vinde over truslen fra konkurrenternes øgede fokus på det samme. Koncernen har mange styrker og kun få svage sider. Det vurderes derfor i højere grad, at være de eksogene udfordringer koncernen presses af. Koncernen står overfor flere stærke trusler, dog ses de samtidig også at have en række muligheder. Det er de mange muligheder, der i dette scenarie, sammen med styrkerne, forventes at bære B&J gennem markedets udfordringer.

9.1.1 Budgetteret bruttofortjeneste

Baggrunden for den budgetterede bruttofortjeneste er, at forventningen til markedet er lav vækst på kun 1-2 % (Skinbjerg, 2023). Det forventes på baggrund af den seneste nedgang i bruttofortjenesten, at B&J ikke kan præstere over markedsniveauet i 2024, hvorimod B&J i 2025 forventes at ligge en smule over markedsniveau, som følges af deres investeringer. Herefter forventes B&J's vækst at stige til et niveau, som baseret på historiske regnskabstal, anses for værende normalt for koncernen (Det centrale virksomhedsregister, 2017). B&J har tidligere haft et stærkt fokus på salg til professionelle kunder, men har senest øget deres salg til detailmarkedet. Salget til denne gruppe, samt et øget fokus på udlandet, skal bidrage til den generiske vækst, som koncernen forventes at have. Den danske økonomi forventes efter 2025 at lande på et mere normalt vækstniveau, hvilket giver B&J mulighed for at øge deres vækstniveau til, hvad der baseret på historiske data må kunne anses som normalt niveau for koncernen. Ovenstående forventninger betyder, at den budgetterede vækst de næste fem år ser ud som i tabellen nedenfor.

Budgetteret bruttofortjeneste	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Bruttofortjeneste/bruttotab	92.495.978	93.883.418	95.291.669	97.673.961	101.580.919	105.644.156
Budgetteret vækst		1,5%	1,5%	2,5%	4,0%	4,0%

Tabel 12 - Budgetteret bruttofortjeneste.

Kilde: Egen tilskrivning

9.1.2 Budgetterede omkostninger

Det forventes, at personaleomkostningerne vil følge inflationsniveauet. Dette skyldes, at den budgetterede vækst ikke kan henføres til markedsudvikling, som kan kræve yderligere personale, men derimod til generisk vækst i eksisterende markedet. Koncernen forventes at udnytte sin produktionskapacitet med den allerede eksisterende personalmængde.

Investeringer i effektiviserende teknologier og bæredygtig produktion skal sikre, at samme mængde arbejdskraft også vil kunne håndtere den fremtidige vækst i produktionen. Til trods for at bruttofortjenesten i 2023 faldt, så steg personaleomkostningerne. Det skyldes alene lønstigninger, eftersom det gennemsnitlige antal ansatte var det samme i 2022 og 2023. I 2024 forventes inflationsniveauet at være omkring 3 %, hvorefter niveauet vil falde til de ønskede 2 % (Skinbjerg, 2023). Dermed kommer de budgetterede personaleomkostninger for de næste fem år til at se ud som vist nedenfor.

Budgetterede omkostninger	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Personaleomkostninger	- 69.479.835	- 71.564.230	- 72.995.515	- 74.455.425	- 75.944.533	- 77.463.424
Budgetteret vækst		3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Tabel 13 - Budgetterede omkostninger.

Kilde: Egen tilskrivning

9.1.3 Budgetteret EBIT%

I analyseperioden er B&J's af- og nedskrivninger steget en del grundet store investeringer i driftsmateriel samt opkøb af virksomhed. Det antages, at B&J i dette scenarie ikke vil fortsætte med samme høje investeringsniveau som i analyseperioden. Derimod forventes det at koncernen alle år blot vil foretage mindre investeringer, som vil give en vækst i afskrivninger på 1 %. Det forventes dog, at B&J er nødt til at foretage en større investering i driftsmateriel for at bibeholde deres markedsposition. I 2028 vil afskrivninger ikke vokste, hvilket skal henses til, at B&J dette år har færdigafskrevet på det købte goodwill fra 2022. Samtidig foretages, som i tidligere budgetår, mindre investeringer, hvorfor afskrivningerne alligevel ikke falder. Ovenstående antagelser for budgetårene giver følgende resultat:

Budgetteret EBIT%	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
EBITDA	23.016.143	22.319.188	22.296.154	23.218.536	25.636.386	28.180.732
Af- og nedskrivninger	- 10.113.189	- 10.214.321	- 10.316.464	- 11.141.781	- 11.253.199	- 11.253.199
Budgetteret vækst i afskrivninger		1,0%	1,0%	8,0%	1,0%	0,0%
EBIT	12.902.954	12.104.867	11.979.690	12.076.754	14.383.187	16.927.533
EBIT%	13,9%	12,9%	12,6%	12,4%	14,2%	16,0%

Tabel 14 - Budgetteret EBIT%.

Kilde: Egen tilskrivning

9.1.4 Budgetteret finansiering og skat

Set i lyset af udsigt til faldende renter, jf. PESTEL-analysens afsnit 5.1.2, budgetteres der med et mindre fald i de finansielle omkostninger. Samtidig forventes de finansielle omkostninger også at falde, i takt med at gælden afdrages, hvilket igen bidrager til et budgetteret fald i omkostningerne. I 2026 budgetteres der dog med nye investeringer, som finansieres med gæld, hvorfor de finansielle omkostninger i dette år budgetteres til at stige. De nævnte forudsætninger giver følgende finansielle budget:

Budgetteret finansiering og skat	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Netto finansielle omkostninger	- 1.559.320	- 1.528.134	- 1.497.571	- 1.542.498	- 1.511.648	- 1.481.415
Budgetteret vækst		-2,0%	-2,0%	3,0%	-2,0%	-2,0%
EBT	11.343.634	10.576.733	10.482.119	10.534.256	12.871.539	15.446.118
Skat	- 2.284.046	- 2.326.881	- 2.306.066	- 2.317.536	- 2.831.738	- 3.398.146
EAT	9.059.588	8.249.852	8.176.053	8.216.720	10.039.800	12.047.972

Tabel 15 - Budgetteret finansiering og skat.

Kilde: Egen tilskrivning

Skatteprocenten fastsættes til 22%, svarende til den generelle skatteprocent for virksomheder. Dette er bestemt ud fra, at B&J's gennemsnitlige skatteprocent i analyseperioden er 21,8 %, som skildret i tabellen herunder, hvilket er nærmest lig den reelle skatteprocent.

	2019	2020	2021	2022	2023	Gns.
Skatteprocent	22,6%	20,8%	21,7%	23,6%	20,1%	21,8%

Tabel 16 - Historisk skatteprocent.

Kilde: Egen tilskrivning

9.1.5 Budgetteret netcapex

Med de samme forudsætninger, som beskrevet for afskrivningerne i afsnit 9.1.3, budgetteres netcapex til 6 mio. kr. i hovedparten af budgetperioden, da dette er, hvad der anses som et normalt lavt niveau for koncernen, baseret på deres historiske investeringer. I 2026, hvor der vurderes at være behov for yderligere investering i driftsmateriel, er investeringer budgetteret til 15 mio. kr. Det er antaget, at B&J i 2023 har realiseret de i analyserne omtalte ønsker for nyt lager, selvom det ikke har været muligt at få bekræftet. Det er, som nævnt i afsnit 6.2, antaget, at B&J allerede har investeret i det ønskede større lager, hvorfor investeringen heri ikke indregnet i det fremtidige budget. Med de nævnte forudsætninger fås følgende budgetterede anlægsaktiver og investeringer i budgetperioden:

Budgetteret netcapex	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Anlægsaktiver ultimo	80.862.698	76.648.377	72.331.913	76.190.132	70.936.933	65.683.734
- Anlægsaktiver primo	75.606.836	80.862.698	76.648.377	72.331.913	76.190.132	70.936.933
+ Afskrivninger	10.113.189	10.214.321	10.316.464	11.141.781	11.253.199	11.253.199
I alt	15.369.051	6.000.000	6.000.000	15.000.000	6.000.000	6.000.000

Tabel 17 - Budgetteret netcapex.

Kilde: Egen tilskrivning

9.1.6 Budgetteret WCR

Til brug for værdiansættelsen af B&J koncernen er det nødvendigt at beregne det frie cash flow, som bl.a. er baseret på koncernens arbejdskapital (WCR). Den budgetterede arbejdskapital ser ud som følgende:

Budgetteret WCR	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Vækst i %
+ Debitorer	37.032.767	37.588.259	38.152.082	39.105.884	40.670.120	42.296.925	1,5 - 4,0%
+ Lagre	46.991.604	48.871.268	50.826.119	52.859.164	54.973.530	57.172.471	4,0%
+ Periodeafgrænsningsposter	1.819.522	1.828.620	1.837.763	1.846.952	1.856.186	1.865.467	0,5%
- Varekreditorer	7.882.895	8.316.454	8.773.859	9.344.160	10.091.693	10.899.028	5,5 - 8,0%
- Øvrige ikke rentebærende forpligtelser	8.453.035	8.579.831	8.708.528	8.926.241	9.283.291	9.654.622	1,5 - 4,0%
WCR (Arbejdskapital)	69.507.963	71.391.862	73.333.577	75.541.598	78.124.853	80.781.212	

Tabel 18 - Budgetteret arbejdskapital (WCR).

Kilde: Egen tilskrivning

I takt med en stigende bruttofortjeneste forventes det, at debitorer vil stige med samme vækstrater, idet kundernes kredittid forventes at være uændret. Koncernens lager forventes de første tre budgetår at stige med mere end bruttofortjenesten, idet der produceres til at udnytte den nu større lagerkapacitet. Herefter vil ændringen i lageret følge væksten i

bruttofortjenesten. Periodeafgrænsningsposterne forventes at være tæt på uændret med blot en svag stigning på 0,5 % afledt af øget aktivitet. Varekreditorer følger udviklingen i bruttofortjeneste og lager, som er de faktorer, der påvirker mængden af indkøb, hvilket betyder stigninger på mellem 5,5 % og 8 %. Øvrig ikke rentebærende gæld budgetteres med en vækst, som følger bruttofortjenesten. Koncernen vil opleve en stigning i moms og afgifter ved øget salg.

9.2 Andet scenarie

I dette scenarie antages det, at B&J i høj grad er påvirket af den stigende konkurrence i markedet. Dette vil, sammen med eksogene faktorer, påvirke koncernens fremtidige position i markedet. Den øgede konkurrence betyder, at koncernen vil opleve, at muligheden for at vokste i markedet ikke eksisterer, og at de derimod langsomt vil opleve nedgang i indtjeningen. Dette scenarie vægter truslen fra konkurrenternes øgede fokus på områder, som hidtil har været B&J's styrker, som værende af langt stærkere betydning end i det første scenarie. Denne trussel vil underminere flere af B&J's styrker, som i takt med at konkurrenterne udvikler sig i samme retning, ikke længere vil være noget særligt for B&J. Samtidig forventes mulighederne ikke med stor nok kraft at kunne bære nedgangen fra disse udfordringer. Scenariet vægter desuden sammenligningen med Flügger Danmark i afsnit 7.5, som stiller B&J væsentligt dårligere i konkurrencen på det danske marked. Dette taler for en fortsat nedgang i indtjeningen, som betyder, at koncernen vil have mindre likviditet til at investere i udviklingen af innovativ produktion, som anses som værende essentielt for koncernens overlevelse. B&J's stærke brand vil dog betyde, at der i budgetperioden og længere ude i fremtiden vil være tale om going concern. Efter en nedgang vil B&J opnå en ny stabiliseret position i markedet, som deres stadig stærke brand vil kunne opretholde dem på.

Det er væsentligt at pointere, at eksogene faktorer i dette scenarie vil være identisk med det første scenarie, hvorfor ændringen i de budgetterede poster vil være forårsaget af antagelse omkring negativ påvirkning fra konkurrencen i markedet, samt hvordan B&J vil agere ud fra dette. Derfor vil kommenteringen i det følgende have fokus på de ændrede budgetposter.

9.2.1 Budgetteret bruttofortjeneste

Som udledt af de eksterne analyser, er konkurrencen i markedet blevet større, især inden for miljørigtige produkter, som B&J tidligere har været førende inden for. Dette scenarie budgetterer med, at dette pres medfører en negativ udvikling for B&J, som ikke længere formår at være så markant bedre end konkurrenterne på deres miljøprofil. Den komparative

analyse i afsnit 7.5 viste også, at Flügger de seneste år har udviklet sig bedre end B&J, som det seneste år havde nedgang i sine tal. Derfor budgetteres de første år med en fortsat nedgang for B&J, som herefter stabiliserer sig på det nu lavere niveau, de kan være med på. Den budgetterede bruttofortjeneste kommer dermed til at se ud således:

Budgetteret bruttofortjeneste	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Bruttofortjeneste/bruttotab	92.495.978	88.796.139	86.132.255	84.409.610	84.409.610	85.253.706
Budgetteret vækst		-4,0%	-3,0%	-2,0%	0,0%	1,0%

Tabel 19 - Budgetteret bruttofortjeneste.

Kilde: Egen tilskrivning

9.2.2 Budgetterede omkostninger

De budgetterede personaleomkostninger forventes i dette scenarie ikke at følge inflationen, da koncernens udvikling går væsentligt dårligere end inflationen. Man nedjusterer mandskabet som følge af nedgangen i salget, og udviklingen i den budgetterede vækst følger derfor kurven for den budgetterede vækst i bruttofortjenesten. Der budgetteres dog med mindre lønstigninger til de tilbageværende medarbejdere, hvorfor de budgetterede personaleomkostninger samlet ændrer sig mindre end bruttofortjenesten gør. Dette er nødvendigt for at holde på medarbejderne, selvom man ikke er i en situation, hvor der kan tilbydes stigninger tilsvarende inflationsniveauet.

Budgetterede omkostninger	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Personaleomkostninger	- 69.479.835	- 68.090.238	- 67.409.336	- 67.072.289	- 66.736.928	- 67.404.297
Budgetteret vækst		-2,0%	-1,0%	-0,5%	-0,5%	1,0%

Tabel 20 - Budgetterede omkostninger.

Kilde: Egen tilskrivning

9.2.3 Budgetteret EBIT%

I dette scenarie ligner den budgetterede EBIT% meget det tidligere scenarie med de samme forudsætninger bag. Forskellen er, at man nedjusterer niveauet af årlige investeringer til kun det nødvendige minimum. Man budgetterer fortsat med en nødvendig ekstra investering i år 2026 og med lavere afskrivninger fra 2028, hvor goodwillen er færdigafskrevet.

Budgetteret EBIT%	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
EBITDA	23.016.143	20.705.901	18.722.919	17.337.320	17.672.682	17.849.409
Af- og nedskrivninger	- 10.113.189	- 10.163.755	- 10.214.574	- 10.725.302	- 10.778.929	- 10.725.034
Budgetteret vækst i afskrivninger		0,5%	0,5%	5,0%	0,5%	-0,5%
EBIT	12.902.954	10.542.146	8.508.345	6.612.018	6.893.753	7.124.374
EBIT%	13,9%	11,9%	9,9%	7,8%	8,2%	8,4%

Tabel 21 - Budgetteret EBIT%.

Kilde: Egen tilskrivning

9.2.4 Budgetteret finansiering og skat

Budgetteret finansiering er fuldstændig uændret fra det første scenarie og bygger i dette scenarie på stort set de samme forudsætninger. Den eneste ændring i forudsætningerne er, at selvom investeringen, der skal finansieres i 2026, budgetteres lavere, så stiger finansieringsomkostningerne med samme procent. Det skyldes, at det bliver dyrere for koncernen at optage lån som følge af de seneste års nedgang, der forringer kreditgivers risikovurdering.

Budgetteret finansiering og skat	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Netto finansielle omkostninger	- 1.559.320	- 1.528.134	- 1.497.571	- 1.542.498	- 1.511.648	- 1.481.415
Budgetteret vækst		-2,0%	-2,0%	3,0%	-2,0%	-2,0%
EBT	11.343.634	9.014.012	7.010.774	5.069.520	5.382.105	5.642.959
Skat	- 2.284.046	- 1.983.083	- 1.542.370	- 1.115.294	- 1.184.063	- 1.241.451
EAT	9.059.588	7.030.929	5.468.404	3.954.226	4.198.042	4.401.508

Tabel 22 - Budgetteret finansiering og skat.

Kilde: Egen tilskrivning

9.2.5 Budgetteret netcapex

Med de samme forudsætninger, som beskrevet for afskrivningerne i afsnit 9.2.3, budgetteres netcapex til 3 mio. kr. i hovedparten af årene, da dette er, hvad der vurderes som det nødvendige minimumsniveau for koncernen til bl.a. opretholdelse af tidligere opnåede miljømærker. I 2026, hvor der forventes behov for yderligere investering i driftsmateriel, er investeringer budgetteret til 8 mio. kr. Dermed fås følgende budgetterede anlægsaktiver og investeringer:

Budgetteret netcapex	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B
Anlægsaktiver ultimo	80.862.698	73.698.943	66.484.369	63.759.067	55.980.138	48.255.104
- Anlægsaktiver primo	75.606.836	80.862.698	73.698.943	66.484.369	63.759.067	55.980.138
+ Afskrivninger	10.113.189	10.163.755	10.214.574	10.725.302	10.778.929	10.725.034
I alt	15.369.051	3.000.000	3.000.000	8.000.000	3.000.000	3.000.000

Tabel 23 - Budgetteret netcapex.

Kilde: Egen tilskrivning

9.2.6 Budgetteret WCR

I takt med udviklingen i bruttofortjenesten forventes det også i dette scenarie, at debitorer vil udvikle sig med samme vækstrater, idet kredittiden, der stilles overfor kunderne, forventes at være uændret. Koncernens lager forventes at stige med 2 % de første to budgetår for herefter at stagnere. Stigningen de første to år skyldes, at man også i dette scenarie vil udnytte den nu større lagerkapacitet. Det vil man til trods for den budgetterede nedgang, da det til gengæld forventes at kunne effektivisere produktionen, når lageret kan håndtere større produktioner. Periodeafgrænsningsposterne forventes at være tæt på uændret med blot en svag nedgang på

0,5 % afledt af faldende aktivitet. Varekreditorer vil følge udviklingen i bruttofortjenesten samt lageret, som er de faktorer der påvirker mængden af indkøb. Øvrig ikke rentebærende gæld budgetteres med en vækst, som følger bruttofortjenesten. Koncernen vil opleve et fald i moms og afgifter ved mindre salg.

Budgetteret WCR	2023	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Vækst i %
+ Debitorer	37.032.767	35.551.456	34.484.913	33.795.214	33.795.214	34.133.167	-4,0 - 1,0%
+ Lagre	46.991.604	47.931.436	48.890.065	48.890.065	48.890.065	48.890.065	0,0 - 2,0%
+ Periodeafgrænsningsposter	1.819.522	1.810.424	1.801.372	1.792.365	1.783.404	1.774.487	-0,5%
- Varekreditorer	7.882.895	7.725.237	7.647.985	7.495.025	7.495.025	7.569.975	-2,0 - 1,0%
- Øvrige ikke rentebærende forpligtelser	8.453.035	8.114.914	7.871.466	7.714.037	7.714.037	7.791.177	-4,0 - 1,0%
WCR (Arbejdskapital)	69.507.963	69.453.166	69.656.899	69.268.583	69.259.621	69.436.565	

Tabel 24 - Budgetteret WCR.

Kilde: Egen tilskrivning

9.3 Kritik af budgetter

Når man lægger et budget, er det altid bundet op på usikkerheder, men med et grundigt forarbejde vurderes det at være muligt at komme med velbegrundede og kvalificerede bud på koncernens fremtid. De tidligere foretagne analyser har ræsonneret information vedrørende B&J, samt det marked de befinder sig i, og det vides endnu ikke, hvad vil betyde for koncernens fremtid. Projektet har derfor opstillet to scenarier, som begge anses for sandsynlige bud, men som dog bevæger sig i hver sin retning. I praksis vil man som virksomhed nok stile efter det optimistiske scenarie, da budgettet ofte bruges som mål og retningslinje i virksomheden. Dog kan virkeligheden være, at en mere negativ udvikling er det mest realistiske bud. Det faktum, at budgetlægning er bundet op på usikkerheder og antagelser omkring virksomheder og dets marked, medfører at det er vigtigt at udarbejde følsomhedsanalyser, når et sådant budget skal anvendes til værdiansættelse af virksomheden, f.eks. ved et eventuelt salg.

10. Værdiansættelse af Beck & Jørgensen koncernen

Til beregning af Beck & Jørgensen koncernen pr. 31. december 2023 benyttes tidligere udarbejdede strategiske- og økonomiske analyser, som har dannet grundlag for de to budgetter. Budgetterne danner grundlag for beregningen af koncernens værdi, når DCF-modellen benyttes, da denne tager udgangspunkt i det frie cash flow. Der vil i denne sammenhæng også testes for følsomheden af analysen. Projektet vil desuden fastsætte koncernens værdi ved hjælp af multipler, som er en mere simpel værdiansættelsesmetode. De beregnede værdier for B&J koncernen vil afslutningsvis blive sammenlignet.

10.1 DCF-metoden – første scenarie

DCF-metoden fastsætter en værdi for en virksomhed ved at tilbagediskontere de forventede pengestrømme for fremtiden. Diskonteringen sker med en rente, som viser risikoen for disse pengestrømme. Modellen er detaljeret og inkluderer mange antagelser, hvorfor den også er forbundet med usikkerheder, og derfor bør følsomhedsanalyseres.

10.1.1 Frit cash flow

Det frie cash flow er det cash flow, som er til rådighed for dem, der har finansieret virksomhedens aktiviteter, dvs. aktionærer og långivere. Det frie cash flow ekskluderer poster, som relaterer sig til virksomhedens finansieringsaktiviteter, og beregnes med følgende formel (Hawawini & Viallet, 2022, s. 131):

$$\text{Frit cash flow} = \text{EBIT}(1 - T_C) + \text{Afskrivninger} - \Delta \text{WCR} - \text{Netcapex}$$

Ved hjælp af ovenstående formel beregnes det frie cash flow for budgetperioden samt terminalåret til følgende:

Frit cash flow	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
EBIT * (1-Tax)	9.441.796	9.344.158	9.419.869	11.218.886	13.203.476	13.447.740
+ Afskrivninger	10.214.321	10.316.464	11.141.781	11.253.199	11.253.199	11.461.383
WCR	69.507.963	71.391.862	73.333.577	75.541.598	78.124.853	79.570.162
- Delta WCR	1.883.899	1.941.715	2.208.022	2.583.254	2.656.360	1.445.310
- Årets investeringer	6.000.000	6.000.000	15.000.000	6.000.000	6.000.000	6.111.000
Frit cash flow	11.772.218	11.718.907	3.353.628	13.888.830	15.800.315	17.352.813

Tabel 25 - Frit cash flow for budget- og terminalår.

Kilde: Egen tilskrivning

Som det fremgår af ovenstående tabel, vil B&J have et nogenlunde stabilt frit cash flow i alle budgetår, også i terminalåret 2029. Dog er det frie cash flow væsentlig lavere i 2026, hvor det er budgetteret at koncernen vil foretage en større investering i driftsmateriel. Terminalåret 2029 angiver steady state og bygger på antagelsen om, at den konstante vækst vil følge inflationen. Væksten i terminalåret er derfor fastsat til 1,85 % svarende til den gennemsnitlige inflation for de sidste 20 år (Bilag 4).

10.1.2 WACC

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (Herefter WACC, Weighted Average Cost of Capital) viser, at afkastkravet for at investere i virksomhedens driftsaktivitet er et vægtet gennemsnit af långivernes og ejernes afkastkrav. Den relative værdi af gæld og egenkapital udgør vægterne herfor (Sørensen O. , 2021, s. 42). Virksomhedens WACC viser de

gennemsnitlige omkostninger, der er ved fremskaffelse af kapital til virksomheden, og beregnes ved hjælp af nedenstående formel (Hawawini & Viallet, 2022, s. 439):

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D(1 - T_C) \frac{D}{D + E}$$

k_E = Virksomhedens omkostninger ved finansiering gennem egenkapital

k_D = Virksomhedens omkostninger ved finansiering gennem fremmedkapital

E = Virksomhedens egenkapitalfinansiering

D = Virksomhedens gældsfinansiering

T_C = Skatteprocent

For at kunne beregne B&J koncernens WACC, skal ovenstående delelementer fastsættes, hvilket sker i de følgende afsnit.

10.1.2.1 Cost of equity, k_E

Cost of equity viser det afkast, som investorerne kræver ved investering i virksomheden.

Afkastet beregnes på følgende måde, hvor delelementerne er forklaret nedenfor beregningen.

Nedenstående formel kaldes også CAPM, og forklarer forholdet mellem risiko og afkast.

Formlen er delt op i et risikofrit afkast samt en risikopræmie. Risikopræmien fås ved at gange markedsrisikopræmien med den systematiske risiko (Hawawini & Viallet, 2022, s. 436):

$$\text{Cost of equity} = R_F + [E(R_M) - R_F] * \beta_i$$

R_F = Risikofri rente

$E(R_M) - R_F$ = Markedsrisikopræmie

β_i = Betaværdi

Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er den rente, som en investor vil kunne opnå ved en risikofri investering.

En risikofri rente findes ikke i praksis, men skattestyrelsen henviser til, at en dansk

virksomhed benytter renten på en 10-årig dansk statsobligation, da denne anses for nærmest

risikofri (Skat.dk, 2024-1). Den risikofrie rente fastsættes derfor til 2,03 %, som var renten på den 10-årige statsobligation i december 2023, hvor koncernen værdiansættes per (Danmarks Statistik).

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er et udtryk for det forventede merafkast, der vil være på aktier ift. den risikofrie rente (Skat.dk, 2024-1). Der tages udgangspunkt i Skattestyrelsens analyse af markedsrisikopræmien, som i 2023 var 6,5 %.

Beta

Beta er udtryk for selskabets systematiske risiko. Formlen for beta er (Hawawini & Viallet, 2022, s. 86):

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

R_i = Volatiliteten i virksomheden, dvs. variation i aktiekursen

R_m = Volatiliteten i markedet, dvs. variation i aktiemarkedet som helhed

Det betyder, at man tager samvariansen mellem aktiens udsving og markedets udsving og deler med variansen af markedets udsving. Herved fås en normaliseret værdi, som viser koncernens beta. Denne beskriver følsomheden af aktiens afkast over for ændringer i det samlede markeds afkast. Ved en risikofri investering vil beta være nul, ved en risiko lig markedets, vil beta være et, ved risiko større end for markedet, vil beta være over et, og ved en risiko mindre end markedets vil beta være mellem nul og et (Sørensen O., 2021, s. 40).

Flügger har en betaværdi på 0,6, hvilket betyder, prisen på deres aktiekurs er mindre risikofyldt end det samlede markeds. For virksomheder, der ligner hinanden, vil beta normalt ligge op ad hinanden. Sammenholder man to lignende virksomheder, som B&J og Flügger, er det dog relevant at se på, om kapitalstrukturen er ens. Det skyldes, at beta er sammensat af en virksomhedsrisiko, der stammer fra volatiliteten af aktivernes cash flow, og af en finansiell risiko, der påvirkes af graden af gældsfinansiering. B&J har en større grad af egenkapitalfinansiering end Flügger, hvilket giver en lavere finansiell risiko, og dermed taler for en lavere beta. Dog er begge parter finansieret mest af egenkapital, og det antages derfor at forskellen på deres beta er uden stor betydning. Beta for B&J sættes derfor også til 0,6.

Beta for B&J er sat ud fra den betaværdi, der kendes for Flügger, da det ikke vil være muligt at beregne en betaværdi for B&J, som ikke er noteret. Såfremt de var noteret, ville de nok have været en small-cap virksomhed, hvorimod Flügger defineres som mid-cap. I small-cap må beta antages at ville være lavere, når aktien ikke omsættes lige så meget. Det skyldes, at

når en aktie handles mindre, vil variansen af denne være lavere, hvilket giver en lavere sammenhæng mellem variansen i virksomheden og i markedet. En lavere kovarians delt med variansen i markedet vil derfor give en lavere betaværdi. Med baggrund i ovenstående kan Flüggers lave beta dermed også være et udtryk for, at de ikke handles i så høj grad som det generelle marked.

Cost of equity beregning

Ved at indsætte de fastsatte værdier i formelen for cost og equity fås en værdi på:

$$\text{Cost of equity} = 2,03 + 6,50 * 0,6 = 5,93\%$$

I tillæg til ovenstående beregning tilføjes der dog en likviditetspræmie, der skal afspejle den øgede risiko, der er ved at investere i en koncern, som B&J, der ikke er noteret. At de ikke er noteret, gør deres aktie sværere at handle, hvorfor den betegnes som illikvid og skal tillægges en likviditetspræmie. Likviditetspræmien fastsættes til 2 %, hvilket giver nedenstående ændring i cost of equity:

$$\text{Cost of equity} = 2,03 + 6,50 * 0,6 + 2\% = 7,93\%$$

10.1.2.2 After-tax cost of debt, $k_D * (1 - T_c)$

Cost of debt viser det afkast, som långiverne kræver ved investering i virksomheden, altså omkostningen ved finansiering med gæld. After-tax cost of debt, finansieringsomkostningen, beregnes ved hjælp af den risikofrie rente, som allerede er fastlagt overfor, samt et selskabsspecifikt risikotillæg og den effektive skatteprocent på 22 % jf. afsnit 9.1.4 og 9.2.4 (Hawawini & Viallet, 2022, s. 426).

$$\text{After tax cost of debt} = \left(\begin{array}{c} \text{market yield on government bonds} \\ + \text{estimated credit risk spread} \end{array} \right) * (1 - T_c)$$

Lånerenten beregnes efter skat, da pengestrømmen fra driftsaktiviteterne også måles efter skat.

Selskabsspecifikt risikotillæg

Det selskabsspecifikke risikotillæg kan fastsættes på forskellig vis. Tillægget afhænger af, hvor risikofyldt en långiver vurderer virksomheden. Man vil kunne se på kreditratings fra sammenlignelige virksomheder eller tage udgangspunkt i senest foretagende låntagning. Det nærmeste, der her kan benyttes, er en beregning på baggrund af de finansielle omkostninger

kontra den rentebærende gæld for B&J koncernen i 2023. Ved hjælp af tallene fra afsnit 7.1 beregnes renteomkostningen for den rentebærende til 9,86 %. Fratrukket den risikofrie rente på 2,03 fastlægges det selskabsspecifikke risikotillæg dermed til 7,83 %.

After-tax cost of debt beregning

Koncernens omkostninger ved finansiering gennem fremmedkapital beregnes til 7,69 %, og skal benyttes ved beregning af WACC.

$$\text{After tax cost of debt} = (2,03 + 7,83) * (1 - 0,22) = 7,69\%$$

10.1.2.3 Egenkapital- og gældandel (kapitalstruktur), E og D

Til beregningen af koncernens WACC skal koncernens kapitalstruktur også benyttes.

Kapitalstrukturen viser forholdet mellem koncernens egenkapital og gæld. For at give det mest retvisende billede af koncernens kapitalstruktur, baseres denne på gennemsnittet af de historiske regnskabstal.

	2019	2020	2021	2022	2023	Gns.
Egenkapital / Capital Employed	74%	83%	87%	76%	76%	79%
Samlet gæld (rentebærende) / Capital Employed	26%	17%	13%	24%	24%	21%

Tabel 26 - Gennemsnitlig kapitalstruktur for koncernen.

Kilde: Egen tilskrivning

Ovenstående giver en gennemsnitlig kapitalstruktur, hvor egenkapitalen udgør 79% og gælden 21%. Denne kapitalstruktur benyttes til beregningen af WACC nedenfor.

10.1.2.4 WACC beregning

Ovenstående delelementer indsættes i formelen for WACC.

$$\text{WACC} = 7,93 * 0,79 + 7,69 * 0,21 = 7,88 \%$$

Koncernens WACC beregnes til 7,88 %, hvilket er lavere end virksomhedens historiske afkastningsgrader, der blev kommenteret i afsnit 7.2. Det betyder, at B&J tjener på at arbejde med gæld, hvilket er positivt.

10.1.3 Terminalværdi

Perioden efter budgetperioden kaldes terminalperioden og består af en uendelig serie af fremtidige forecast med en konstant vækstrate. Værdien af disse forecast betegnes terminalværdi og beregnes med nedenstående formel (Hawawini & Viallet, 2022, s. 515):

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}$$

TV_5 = Terminalværdien for slutningen af 5. budgetår

FCF_6 = Frit cash flow i terminalåret

WACC = De gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = Terminalvækstrate

For at kunne benytte ovenstående formel, skal der fastsættes en terminalvækstrate for koncernen. Det er væsentligt at pointere, at vækstraten er af stor betydning for værdiansættelsen, og dermed den beregnede værdi af koncernen. Det fremgår af Den Juridiske Vejledning, at vækstraten i terminalperioden bør være den langsigtede nominelle rente i samfundet, svarende til inflationen tillagt realvækst (Skat.dk, 2019). Sættes vækstraten højere end dette, vil det være udtryk for, at man forventer virksomheden over tid vil udgøre en større og større del af det totale marked og ligeledes omvendt, hvis vækstraten sættes lavere. I dette scenarie forudsættes det, at B&J holder sin plads i markedet, hvorfor vækstraten her sættes lig inflationen plus realvæksten. Inflationen fastsættes som et gennemsnit af de sidste 20 års inflation, hvilket er 1,85 %, og realvæksten fastsættes som et gennemsnit af de sidste 20 års realvækst, hvilket er 1,56 %. Det giver sammenlagt en terminalvækstrate på 3,41 %. Herved bliver terminalværdien for slutningen af 5. budgetår følgende:

$$\frac{17.352.813}{7,88 - 3,41} = 388.226.263 \text{ kr.}$$

Dette tilbagediskonteres til nutidsværdien med følgende formel:

$$\frac{TV_5}{(1 + WACC)^5} = \frac{388.226.263}{(1 + 7,88)^5} = 265.695.924 \text{ kr.}$$

10.1.4 Equity value

Udover terminalværdien skal også de fem cash flows for budgetår 1-5 tilbagediskonteres.

Dette sker med følgende formel:

$$\text{Enterprise Value} = \frac{FCF_1}{(1 + WACC)} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_5}{(1 + WACC)^5}$$

For at beregne koncernens equity value, tillægges koncernens likvider ved værdiansættelsen og den rentebærende gæld ved værdiansættelsen fratrækkes.

Ovenstående beregninger er foretaget i excel og giver nedenstående resultat:

WACC: 7,88 %

Terminalvækstrate: 3,41 %

Kr.	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
Bruttofortjeneste	93.883.418	95.291.669	97.673.961	101.580.919	105.644.156	107.598.573
Personaleomkostninger	- 71.564.230	- 72.995.515	- 74.455.425	- 75.944.533	- 77.463.424	- 78.896.497
EBITDA	23.016.143	22.296.154	23.218.536	25.636.386	28.180.732	28.702.075
Afskrivninger	- 10.214.321	- 10.316.464	- 11.141.781	- 11.253.199	- 11.253.199	- 11.461.383
EBIT	12.801.822	11.979.690	12.076.754	14.383.187	16.927.533	17.240.692
Netto finansielle omkostninger	- 1.528.134	- 1.497.571	- 1.542.498	- 1.511.648	- 1.481.415	- 1.508.821
EBT	11.273.689	10.482.119	10.534.256	12.871.539	15.446.118	15.731.871
Skat	- 2.326.881	- 2.306.066	- 2.317.536	- 2.831.738	- 3.398.146	- 3.461.012
EAT	8.946.807	8.176.053	8.216.720	10.039.800	12.047.972	12.270.859
EBIT * (1-Tax)	9.441.796	9.344.158	9.419.869	11.218.886	13.203.476	13.447.740
+ Afskrivninger	10.214.321	10.316.464	11.141.781	11.253.199	11.253.199	11.461.383
WCR	69.507.963	71.391.862	73.333.577	75.541.598	78.124.853	79.570.162
- Delta WCR	1.883.899	1.941.715	2.208.022	2.583.254	2.656.360	1.445.310
- Årets investeringer	6.000.000	6.000.000	15.000.000	6.000.000	6.000.000	6.111.000
Frit cash flow	11.772.218	11.718.907	3.353.628	13.888.830	15.800.315	17.352.813

Nutidsværdi - explicit forecast periode (2024-2028)	44.720.739
Nutidsværdi af terminalværdi	265.695.924
Enterprise value	310.416.662
+ Likvider	1.527.158
- Gæld	35.778.156
Equity value	276.165.664

Tabel 27 - DCF første scenarie.

Kilde: Egen tilskrivning

Med ovenstående beregninger fastsætter DCF-metoden således den teoretiske værdi for B&J koncernen pr. 31. december 2023 til 276.165.664 kr. i første scenarie.

10.2 DCF-metoden – andet scenarie

Værdiansættes B&J i scenarie to ved hjælp af DCF-metoden fås nedenstående resultat.

Terminalåret i dette scenarie er fastsat med samme vækstrate på 1,85 % som i det første scenarie. Det ses, at det frie cash flow også i dette scenarie er rimelig stabilt og lavere i år 2026, hvor der investeres mere. Det generelle niveau er dog også lavere i dette scenarie.

WACC'en og terminalvækstraten er fastsat på samme måde som i første scenarie med henvisning til afsnit 10.1.2 og 10.1.3, dvs. der igen regnes med en WACC på 7,88 % og en terminalvækstrate på 3,41 %. Det giver i dette scenarie en terminalværdi på 187.460.386 kr.

Kr.	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
Bruttofortjeneste	88.796.139	86.132.255	84.409.610	84.409.610	85.253.706	86.830.899
Personaleomkostninger	- 68.090.238	- 67.409.336	- 67.072.289	- 66.736.928	- 67.404.297	- 68.651.277
EBITDA	20.705.901	18.722.919	17.337.320	17.672.682	17.849.409	18.179.623
Afskrivninger	- 10.163.755	- 10.214.574	- 10.725.302	- 10.778.929	- 10.725.034	- 10.923.447
EBIT	10.542.146	8.508.345	6.612.018	6.893.753	7.124.374	7.256.175
Netto finansielle omkostninger	- 1.528.134	- 1.497.571	- 1.542.498	- 1.511.648	- 1.481.415	- 1.508.821
EBT	9.014.012	7.010.774	5.069.520	5.382.105	5.642.959	5.747.354
Skat	- 1.983.083	- 1.542.370	- 1.115.294	- 1.184.063	- 1.241.451	- 1.264.418
EAT	7.030.929	5.468.404	3.954.226	4.198.042	4.401.508	4.482.936
EBIT * (1-Tax)	8.222.874	6.636.509	5.157.374	5.377.127	5.557.012	5.659.817
+ Afskrivninger	10.163.755	10.214.574	10.725.302	10.778.929	10.725.034	10.923.447
WCR	69.453.166	69.656.899	69.268.583	69.259.621	69.436.565	70.721.142
- Delta WCR	- 54.797	203.733	- 388.316	- 8.962	176.945	1.284.576
- Årets investeringer	3.000.000	3.000.000	8.000.000	3.000.000	3.000.000	3.055.500
Frit cash flow	15.441.425	13.647.350	8.270.993	13.165.018	13.105.102	12.243.188

Nutidsværdi - explicit forecast periode (2024-2028)	51.316.623
Nutidsværdi af terminalværdi	187.460.386
Enterprise value	238.777.009
+ Likvider	1.527.158
- Gæld	35.778.156
Equity value	204.526.011

Tabel 28 - DCF andet scenarie.

Kilde: Egen tilskrivning

Med ovenstående beregninger fastsætter DCF-metoden således den teoretiske værdi for B&J koncernen pr. 31. december 2023 til 204.526.011 kr. i dette andet scenarie.

10.3 Følsomhedsanalyse

Begge scenarier har nu givet et bud på en værdiansættelse af B&J koncernen ud fra DCF-metoden. I beregningerne er dog indregnet en række variabler, der bygger på skøn, som øger usikkerheden omkring værdiansættelsernes korrekthed. Beta og likviditetspræmie anses for de mest usikre værdier i beregningen af WACC'en, og dermed i sidste ende for værdiansættelsen. Derfor er der lavet følsomhedsberegninger på disse, hvoraf resultatet ses i tabellen herunder:

Følsomhed WACC - ved ændring af BETA og likviditetspræmie						
		Likviditetspræmie				
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
B	0,50	6,97%	7,17%	7,37%	7,56%	7,76%
E	0,55	7,23%	7,43%	7,62%	7,82%	8,02%
T	0,60	7,48%	7,68%	7,88%	8,08%	8,27%
A	0,65	7,74%	7,94%	8,14%	8,33%	8,53%
	0,70	8,00%	8,20%	8,39%	8,59%	8,79%

Tabel 29 - Følsomhed WACC.

Kilde: Egen tilskrivning

Tabellen viser, at der med de indregnede skøn og forudsætninger kunne være regnet med en WACC i spændet 6,97 % til 8,79 %. Der er derfor i begge scenarier lavet følsomhedsberegninger på, hvad dette spænd i WACC'en vil betyde for værdiansættelsen, sammenholdt med ændring i terminalvækstraten.

Scenarie 1: Egenkapitalværdi ved ændring af WACC og terminalvækstrate						
		WACC				
		6,97%	7,42%	7,88%	8,34%	8,79%
V	3,01%	324.494.920	286.156.848	254.341.551	228.024.772	206.374.422
Æ	3,21%	341.136.972	299.226.183	264.786.259	236.528.535	213.435.857
K	3,41%	359.648.918	313.599.191	276.165.664	245.722.259	221.022.306
S	3,61%	380.364.666	329.481.177	288.611.115	255.693.465	229.194.581
T	3,81%	403.702.662	347.122.939	302.279.775	266.545.130	238.023.263

Tabel 30 - Scenarie 1: Ændring i egenkapitalværdi.

Kilde: Egen tilskrivning

I første scenarie fås en værdiansættelse på mellem 206.374.422 kr. og 403.702.662 kr. Ovenstående viser, at en højere WACC medfører, en lavere egenkapitalværdi. Samtidig ses det, at en minimal ændring i terminalvækstraten også har stor betydning for den endelige værdiansættelse. Bibeholdes WACC'en på 7,88%, mens terminalvækstraten mindskes med 0,2 procentpoint, vil dette medføre en ændring på mere end 10. mio. kr. i egenkapitalværdien. Det ses, at jo lavere WACC'en bliver, jo større betydning får en ændring i terminalvæksten, hvilket skyldes at forskellen mellem WACC og terminalvækstraten (g) bliver mindre.

Scenarie 2: Egenkapitalværdi ved ændring af WACC og terminalvækstrate						
		WACC				
		6,97%	7,42%	7,88%	8,34%	8,79%
V	3,01%	239.024.263	211.775.580	189.128.120	170.363.317	154.898.493
Æ	3,21%	250.765.977	220.996.581	196.497.330	176.363.104	159.880.652
K	3,41%	263.826.984	231.137.383	204.526.011	182.849.688	165.233.232
S	3,61%	278.442.874	242.343.835	213.306.834	189.884.820	170.999.138
T	3,81%	294.909.876	254.789.890	222.950.686	197.541.157	177.228.170

Tabel 31 - Scenarie 2: Ændring i terminalværdi.

Kilde: Egen tilskrivning

I andet scenarie fås en værdiansættelse på mellem 154.898.493 kr. og 294.909.876 kr.

Ovenstående tabel viser igen, som i det første scenarie, at selv små ændringer i beregningsgrundlaget har stor betydning for den endelig værdiansættelse, som er tæt på fordoblet fra laveste til højeste værdi. Dette viser, at metoden kræver yderst velbegrundede skøn, for at resultatet af værdiansættelsen kan anses som værende i tråd med virkeligheden.

10.4 Multiple – sammenligning med Flügger

Ved værdiansættelse ved hjælp af en multipel er der tale om en markedsbaseret værdiansættelse. Dette betyder, at værdien af virksomheden bliver fastsat med udgangspunkt i markedsprisen for en sammenlignelig virksomhed, her Flügger. Den multipel, som benyttes, udledes af en såkaldt peer-gruppe. Ved benyttelse af denne metode til værdiansættelse af en virksomhed er det essentielt, at anvendte peer-gruppe er sammenlignelig med B&J, hvortil Flügger tidligere er valgt (Skat.dk, 2019). Fordelen ved denne værdiansættelsesmetode er, at den ikke er særligt omkostningskrævende for virksomheden, hvilket også betyder, at fordelene ved brug af modellen hurtigt kan overstige omkostningerne hertil. Modellen er meget enkel, hvilket gør den nem at beregne og kommunikere til andre (Sørensen O., 2021, s. 25).

P/E multipl		Price/book value multipl	
P/E	36	Price/book value	1,5
EAT, B&J	9.059.588	Bogført egenkapital	112.900.700
Equity value, B&J	326.145.168	Equity Value	169.351.050
EV/EBITDA multipl		EV/EBIT multipl	
EV/EBITDA multipl	7,72	EV/EBIT multipl	28,14
EBITDA	23.016.143	EBIT	12.902.954
EV	177.651.744	EV	363.097.190
+ Likvider	1.527.158	+ Likvider	1.527.158
- Gæld	35.778.156	- Gæld	35.778.156
Equity value	143.400.746	Equity value	328.846.192

Tabel 32 – Multipler.

Kilde: Egen tilskrivning

De anvendte multipler tager udgangspunkt i oplysninger fra Flüggers seneste delårsregnskab (Det centrale virksomhedsregister, 3. kvartal 2023/24). Pris pr. overskudskrone (P/E) er 36, dvs. én overskudskrone hos Flügger koster 36 kr. Når dette ganges på B&J's resultat efter skat fås, at B&J skal koste 326.145.168 kr. pr. 31. december 2023. Anvendelsen af denne multipl forudsætter, at de sammenlignende virksomheder har lignende kapitalstruktur, hvilket, tidligere i afsnit 7.5, er konstateret ikke er tilfældet (Skat.dk, 2019).

Price/book value, som for Flügger er 1,5, betyder tilsvarende, at én krone bogført egenkapital koster 1,5 kr. Når denne værdi er større end et, fortæller det, at investorerne har positive forventninger til Flügger, som gør dem villige til at betale mere end den bogførte værdi, af den andel de køber i virksomheden. Når denne price/book value ganges på B&J's bogførte egenkapital på 112.900.700 kr. fås, at B&J skal koste 169.351.050 kr. Ved denne balancemultipl bliver egenkapitalen grundlaget for den fremtidige indtjening. Det er derfor af afgørende betydning, at den valgte peer og B&J har samme niveau for den fremtidige egenkapitalforretning (Skat.dk, 2019). Ser man på tidligere nøgletal fra 2023 for B&J og Flügger, ses de at have et niveau på henholdsvis 8,2 % og 4,5 % (Bilag 3). Det betyder ikke, at det fremtidige niveau ikke kan ligge tættere på hinanden, men det viser en usikkerhed omkring brugen af denne multipl.

EV/EBITDA og EV/EBIT angiver, hvor meget enterprice value (EV) én krone henholdsvis EBITDA og EBIT giver. Fordelen ved at benytte EBITDA fremfor EBIT er, at forskellige regnskabsmæssige afskrivninger elimineres, til gengæld kræver brugen af EBITDA fokus på, om kapitalintensiteten er sammenlignelig (Skat.dk, 2019). Når værdierne, som disse to multipler kommer frem til, ligger så langt fra hinanden, så skyldes det, at Flügger og B&J har

vidt forskellig mængde afskrivninger i forhold til EBITDA. Det kan være et udtryk for, at Flügger har flere driftsmidler og/eller bygninger at afskrive på. Det kan dog også være et udtryk for forskellig sammensætning af driftsmidler og bygninger eller en forskellig regnskabsmæssig tilgang til, hvordan de afskriver på deres aktiver.

Balancemultiplen og indtjeningsmultiplerne har givet fire resultater, som alle burde kunne anses som korrekte værdiansættelser i en virkelighed, hvor de to virksomheder er 100 % sammenlignelige. Hvis alle værdierne er korrekte, kan man til den endelige værdifastsættelse benytte et gennemsnit, som her giver følgende:

$$\frac{(326.145.168 + 143.400.746 + 169.351.050 + 328.846.192)}{4} = 241.935.789 \text{ kr.}$$

Korrektigheden af denne tilgang kan der dog sættes spørgsmålstegn ved. Graden af sammenlignelighed med Flügger kan diskuteres, og anvendelsen af disse multipler skal derfor vurderes kritisk. Denne diskussion vil blive behandlet yderligere i afsnit 10.5.

10.5 Diskussion af værdiansættelse

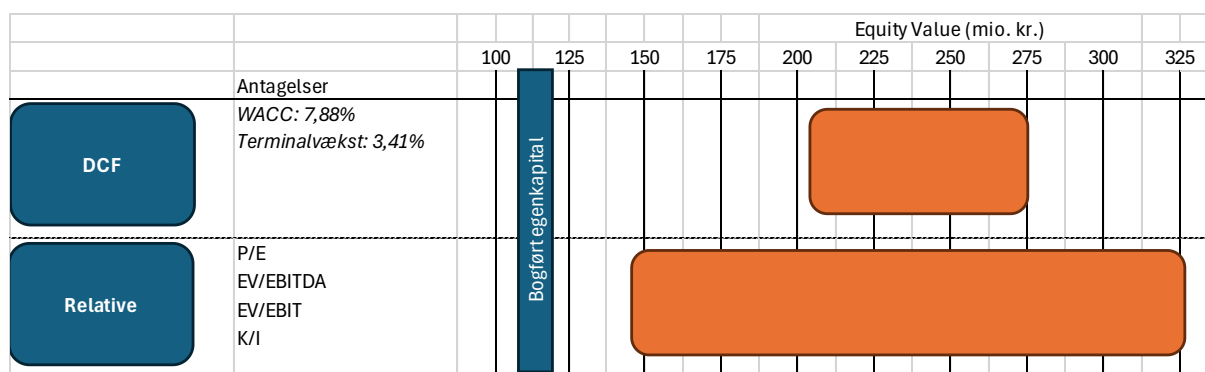
De forskellige værdiansættelsesmetoder har nu givet følgende udfaldsrum af mulige værdiansættelser:

Equity value, kr.	Metode
276.165.664	DCF, scenarie 1
204.526.011	DCF, scenarie 2
326.145.168	P/E multipel
169.351.050	Price/book value multipel
143.400.746	EV/EBITDA multipel
328.846.192	EV/EBIT multipel

Tabel 33 - Oversigt over beregnede egenkapitalværdier

Kilde: Egen tilskrivning

Ovenstående resultater er herunder illustreret visuelt sammen med B&J koncernens egenkapital for ultimo 2023.



Figur 2 – Værdiansættelsesresultater

Kilde: Egen tilskrivning

Ovenstående metoder værdiansætter i gennemsnit B&J til en pris på 241.405.805 kr. pr 31. december 2023. Der vurderes ikke at være belæg for at diskutere videre med begge scenarier fra DCF-metoden, da der bør vælges det scenarie, som anses for mest sandsynligt. Ved beregning af den gennemsnitlige værdi af metoderne uden det første scenarie, fås en middelværdi på 234.453.833 kr., med en tilhørende standardafvigelse på 87.666.884 kr. Dette svarer til en standardafvigelse på 37,4 % af middelværdien. Ved tilsvarende beregning med fravælgelse af andet scenarie fås et gennemsnit på 248.781.764 kr. med en tilhørende standardafvigelse på 87.406.642 kr. Her udgør standardafvigelsen 35,1 % af middelværdien. For at understøtte validiteten i de beregnede egenkapitalværdier bør standardafvigelsen sammenlignes med standardafvigelsen for Flüggers aktiekurs. Flüggers aktiekurs har de sidste fem år gennemsnitligt været 443,14 kr. med en tilhørende standardafvigelse på 159 kr. Dette svarer til en standardafvigelse på 36,0 % af middelværdien. Det ses at det er udfaldsrummet uden andet scenarie der giver en standardafvigelse tættest på Flüggers, med kun 0,9 procentpoint i forskel (Bilag 5). Dette peger på, at det første scenarie fra DCF-metoden kan anses som det mest sandsynlige udfald. Derudover vurderes det også mere sandsynligt, at B&J holder den position i markedet, som de historisk har vist, de er i stand til, end at de oplever nedgang til et lavere konstant niveau i markedet. Dette skyldes bl.a., at generisk vækst fra udlandet forventes at opveje en eventuel nedgangen på det danske marked.

De to scenarier er opstillet, fordi de begge anses for værende mulige, og på baggrund af dette kunne en tilgang være, at udregne et gennemsnit ved hjælp af en scenarieanalyse, hvor hvert scenarie er vægtet efter sandsynligheden for, om det indtræffer. Dette er dog ikke valgt, da det anses for værende en kompromisløsning, som giver et forkert billede af virkeligheden, uanset om denne ender i en fremtid som i scenarie et eller to. I stedet arbejdes der videre med en mere korrekt værdiansættelse af det scenarie, som anses for mest sandsynligt.

At udfaldsrummet giver stort set samme standardafvigelse, som for en sammenlignelig virksomhed, taler positivt for korrektheden af resultaterne. Det er dog også relevant at se på, om det harmonerer med standardafvigelsen for det generelle marked. Når det generelle marked omtales, vil der være tale om OMXC Mid Cap, som er markedet for Mid Cap virksomheder, da Flügger indgår i dette marked. Det generelle marked har en middelværdi på 709,28 kr. med en tilhørende standardafvigelse på 129,97 kr. (Bilag 5). Dette betyder, at denne standardafvigelse kun udgør 18,3 % af middelværdien. Det faktum, at det generelle marked har en betydeligt lavere standardafvigelse, viser, at Flüggers aktiekurs i højere grad er følsom overfor eksogene faktorer i markedet. Dog kan det generelle marked også være mere neutraliseret af, at nogle virksomheder har store udsving, mens andre virksomheder er mere konstante i deres aktiekurs. Det generelle marked, OMXC Mid Cap, udgør samtlige børsnoterede Mid Cap virksomheder, som især henset til Covid-19, krigen i Ukraine og energi- og inflationskrisen vil håndtere høj- og lavkonjunktur forskelligt afhængigt af virksomhedens branche. Dog bør den store forskel i standardafvigelsen sætte spørgsmål ved de beregnede egenkapitalværdier. Det vurderes dog, at Flügger alt andet lige bør anses som værende mere sammenlignelig med B&J end med det generelle marked, særligt henset at Flügger er markedsleder i branchen, som B&J agerer i. Det, at Flüggers aktiekurs varierer mere i pris sammenlignet med det generelle marked, giver en samvarians, som er lav sammenlignet med variansen i det generelle marked. Derfor er Flüggers beta lavere end 1.

I diskussionen omkring, hvad den endelige værdi skal fastsættes til, er det relevant at overveje de forskellige metoders styrker og svagheder, og hvordan disse vægter for netop den case, man har med at gøre. En af kritikkerne ved DCF-metoden er, at den ofte giver en markant højere værdi, fordi man nemt kan blive for optimistisk i budgettet. Dette er dog ikke helt tilfældet her, hvor der er arbejdet med et scenarie nær status quo samt et dårligt scenarie frem for det typiske optimistiske scenarie. Følsomhedsanalyserne belyser en anden svaghed ved modellen, nemlig at små ændringer i WACC og terminalvæksten har stor betydning for den endelige værdifastsættelse. Men når de enkelte tal er grundigt begrundet gennem dybdegående analyser og velovervejede forudsætninger, så taler det for større korrekthed af resultatet. Netop dette er også metodens styrke. Anvendeligheden af metoden kræver indgående kendskab til virksomheden og dens omverden, som er svær og tidskrævende at opnå. Når man har dette, kan metoden til gengæld give et mere velbegrundet og sandsynligt svar end ved anvendelse af simple multipler. Dette projekt har foretaget de gennemarbejdede analyser, der skal til for en brugbar DCF-værdiansættelse. Projektet har dog kun haft

begrænset adgang til interne data. Det betyder, at anvendeligheden af modellen under disse forhold kan have en begrænsning. Denne begrænsning ville dog ikke være til stede, hvis man som undersøger havde adgang til de interne data. Kritikken er derfor ikke en kritik af modellen generelt, men derimod en kritik af modellens anvendelighed i netop dette projekt, som svækkes givet forholdene (Hawawini & Viallet, 2022).

Multipler er nemmere at gå til, og den simplificerede tilgang til værdiansættelsen kræver ikke meget forarbejde, hvilket kan være en fordel. Tidsbesparelsen kan i nogle tilfælde opveje den usikkerhed, som den simplificerede model til gengæld har. Værdiansættelse efter multipler er nem at kommunikere, fordi metoden ikke indeholder lige så stor og kompleks en mængde bagvedliggende beregninger. Spørgsmålet er da, om metoden i for høj grad forsimples noget, der er komplekst (Sørensen O. , 2021). Et kritikpunkt er, at metoden påvirkes af subjektivitet, idet værdien bestemmes ud fra, hvilken virksomhed man benytter som peer. Ved brug af flere virksomheder som peer-gruppe, vil der være mulighed for at fravælge virksomheder med en henholdsvis høj eller lav værdi, som i sidste ende kan påvirke resultatet. Dog vil en større peer-gruppe også kunne mindske subjektiviteten, da det giver mulighed for at til- og fravælge virksomheder til en gruppe med mest sammenlignelige forhold (Skat.dk, 2019).

En yderligere kritik af multipler som værdiansættelsesmetode er, at multipler i høj grad påvirkes af høj- og lavkonjunktur. Dette kan påvirke den beregnede egenkapitalværdi i henholdsvis positiv eller negativ grad. Ved brugen af multipler skal der benyttes normaliserede budgettal, da dette vil give et mere korrekt billede af virksomhedens værdi. Derfor bør der benyttes historiske regnskabsdata for en længere periode sammenholdt med udmeldte forventninger til fremtiden. Derfor bør der ses kritisk på værdiansættelserne, som er beregnet med multipler, idet grundlaget for beregningerne udelukkende er B&J's regnskabstal for 2023. Der er derfor ikke henset til at virksomheden har været i kraftig fremgang inden udbruddet af Covid-19. Samtidig tager multiplerne heller ikke højde for regnskabsmæssige forskelle, hvilket tidligere er omtalt i afsnit 10.4 (Skat.dk, 2019).

På baggrund af ovenstående kritik bør det diskuteres, hvorvidt Flügger er en god peer at benytte til værdiansættelsen af B&J koncernen. Flügger er valgt som peer med en antagelse om, at de som markedsleder på det marked, som B&J befinder sig på, må være den bedst mulige peer. Flügger har de seneste år øget deres fokus på bæredygtighed og teknologisk produktion, hvilket må anses at være kerneværdier hos B&J. Dette taler for, at sammenligneligheden mellem de to virksomheder er større end ved konkurrenter uden dette

fokus på innovation og bæredygtighed i produktionen. Dog viste den komparative strategiske analyse i afsnit 6.1.3 en forskel i vækststrategi, hvor Flügger i høj grad benytter integration samt markedsudvikling på udenlandske markeder, mens B&J især fokuserer på produktudvikling, og i mindre grad markedsudvikling. Flügger kan som global virksomhed navigere bedre på de udenlandske markeder og herigennem modstå mere lokale markedsudfordringer, hvilket er sværere for B&J, idet de primært agerer på det danske marked. Dette påvirker sammenligneligheden negativt. Det faktum, at Flügger har forskudt regnskabsår, bidrager yderligere som en udfordring for at benytte Flügger som peer, da dette gør det svært at sammenligne samme periode fuldstændigt. Uagtet førnævnte sammenlignelighedsudfordringer, er den komparative økonomiske analyse lavet med Flügger, og den viste yderligere større forskelle i økonomiske tendenser for de to koncerner. Jævnfør afsnit 7.5 ses der en niveaumæssig forskel på koncernernes nøgletal, hvor B&J klarer sig bedre end Flügger. Dog ses det, at Flügger har haft en positiv udvikling det seneste år, hvilket er modsat udviklingen hos B&J, som det seneste år har været nedadgående. De finansielle nøgletal viser desuden, at kapitalstrukturen hos Flügger og B&J er forskellige, hvilket yderligere taler imod sammenligneligheden mellem de to koncerner. På baggrund af ovenstående vurderes det, at Flügger ikke er en god nok peer til at kunne værdiansætte B&J ved hjælp af multipler. Det svage sammenlignelighedsgrundlag taler for, at de udarbejdede multipel-værdiansættelser bør fravælges fremfor værdiansættelserne ud fra DCF-metoden.

På baggrund af tidligere fravælgelse af DCF-metodens scenarie to og senere fravælgelse af multipelværdiansættelsesmetode, vurderes DCF-metodens første scenarie, som værende det bedste bud på en værdiansættelse for B&J. Dermed fastsætter projektet værdien af B&J til 276.165.664 kr. pr. 31. december 2023. Ud fra denne værdiansættelse har B&J en price/book value på 2,4 kr., hvilket betyder, at en investor skal betale 2,4 kr. for en krones bogført egenkapital. Det, at price/book value er højere end en, vidner om positive forventninger til B&J koncernen. B&J's price/book value er 0,9 gange større end Flüggers, hvilket bl.a. kan forklares med B&J stærke regnskabstal. Nøgletallene ligger på et højere niveau end Flüggers til trods for nedgang i den seneste udvikling. Desuden er fremtidige udvikling i budgettet, der ligger til grund for værdiansættelsen, positiv. De positive forventninger til koncernens fremtid trækker værdien op. Selvom forventningerne ikke er overdrevet optimistiske, men nærmere en forventning nær status quo, så tæller det op, at status quo har kunne præstere pæne udbytter for koncernen. Udsigten til lignende fremtidige udbytter gør en investor villig til at betale mere end en krone for en bogført egenkapitalkrone. En eventuel investor kan desuden være

villig til at betale ekstra for interne kompetencer vedrørende en mere bæredygtig og innovativ produktion. Der skal henses til, at B&J's konkurrenter først indenfor de seneste år har skærpet deres fokus herpå, hvilket betyder, at B&J's allerede oparbejdede erfaring fortsat vil stille dem godt i markedet i fremtiden og ved et eventuelt opkøb.

11. Konklusion

Gennem de eksterne analyser, PESTEL og Porters Five Forces, er det belyst, at B&J befinder sig i et marked med stor konkurrence og med mange stærke konkurrenter. Markedet har været positivt påvirket af Covid-19, men har senest været presset af stigende råvarepriser og inflation. Forventningen til markedet er ikke yderligere nedgang, men dog fortsat en lav efterspørgsel sammenlignet med de gode covid-19-år. Markedet oplever et øget fokus på bæredygtighed og miljørigtige produkter, både fra politisk side men i høj grad også fra forbrugernes efterspørgsel. Konkurrencen øges derfor i dette felt, hvor B&J har sin styrke.

De strategiske analyser har belyst, at netop B&J's stærke miljøprofil og produktudvikling af bæredygtige produkter, har været en vigtig faktor for deres berettigelse i markedet historisk. Når konkurrenterne i højere grad kopierer samme strategi, så presser det naturligvis B&J. De mange års erfaring på området stiller dem stadig godt, men i takt med at forskellene bliver mindre, stiller det krav til B&J's strategi for fremtiden. Det strategiske fokus på salg til udlandet og til detailmarkedet øges. Denne strategi skal være med til at bære den fremtidige vækst, foruden det fortsatte miljøfokus.

B&J leverer pæne økonomiske nøgletal, hvoraf mange er over niveauet for markedslederen Flügger. Dog er udviklingen de seneste år gået en negativ retning. Dette kan både være udtryk for en normalisering i markedet, der havde helt ekstraordinært gode år under covid-19, men det kan også være udtryk for, at B&J påvirkes hårdere af konkurrencen på de miljørigtige produkter. Flüggers udvikling har seneste år været positiv, hvilket kan pege på, at det er konkurrencen der presser B&J. Men det kan også være udtryk for, at Flügger, qua sin størrelse, nemmere kan navigere udenom nedgang, ved at fokusere sin indsats på de geografiske markeder, der klarer sig bedst.

På baggrund af analyserne ses der to forskellige fremtidige scenarier for B&J. Første scenarie tror på, at B&J kan bibeholde den nuværende position i markedet og vil vokste svagt i fremtiden. Det bygger på en vægtning af de mange års erfaring inden for bæredygtige produkter, som fortsat vil styrke deres position i forhold til konkurrenterne. Derudover bygger

det på en vægtning af det flotte niveau for økonomiske nøgletal over vægtningen af de seneste års nedgang, som anses at skyldes markedets generelle udfordringer. Det andet scenarie vægter den øgede konkurrence på miljøprofil så højt, at det budgetterer en fortsat nedgang for B&J. Det vægter de seneste års nedgang som værende udtryk for øget konkurrence, hvor B&J taber andele. Herefter budgetterer scenariet, at B&J vil lande på et nyt og lavere niveau, som de vil kunne fastholde i fremtiden.

De opstillede budgetter i de to scenarier har givet to bud på værdiansættelser af B&J efter DCF-metoden. Derudover er B&J forsøgt værdiansat ud fra multipler med Flügger som peer. Dette har resulteret i et udfaldsrum af mulige værdiansættelser, som er blevet diskuteret. I en diskussion af, hvilket budgetscenarie der vurderes mest sandsynligt, er det andet scenarios værdiansættelse sorteret fra. Dette er understøttet af en undersøgelse af udfaldsrummets standardafvigelse, sammenholdt med standardafvigelsen for Flüggers aktiekurs. Dernæst har en diskussion af den multiple metode, og hertil anvendelsen af Flügger som peer, ledt til en vurdering af disse værdier som værende for usikre. Derfor konkluderer projektet at B&J pr 31. december 2023 havde en værdi på 276.165.664 kr., fastsat ud fra DCF-metodens første scenarie.

12. Litteraturliste

- Allergiguiden. (u.d.). *Allergi er en folkesygdom*. Hentet februar 2024 fra Allergiguidens hjemmeside: <https://www.allergiguiden.dk/da/om-allergi/hvem-far-allergi>
- Andersen, S. H. (25. august 2023). *Dansk økonomi er stille og roligt på vej tilbage til normalen*. Hentet februar 2024 fra Arbejderbevægelsens erhvervsråd: Konjunkturudvikling: <https://www.ae.dk/analyse/2023-08-dansk-oekonomi-er-stille-og-roligt-paa-vej-tilbage-til-normalen>
- Astma-Allergi Danmark. (6. juni 2016). *Godt nyt til allergikere – maling med Den Blå Krans*. Hentet februar 2024 fra Via Ritzau: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/6211405/godt-nyt-til-allergikere-maling-med-den-bla-krans?publisherId=2265088>
- Beck & Jørgensen A/S. (uge 14 2021). *Nymaillet: B&J kundecenter i Køge*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: http://www.bj.dk/media/81073/nymaillet_14-2021_-_nyt_kundecenter.pdf
- Beck & Jørgensen A/S. (uge 41 2021). *Nymaillet: CARE 30 -Det naturlige valg*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: http://www.bj.dk/media/82576/nymaillet_41-2021_-_care30.pdf
- Beck & Jørgensen A/S. (uge 19 2022). *Nymaillet: B3 Heldækkende træbeskyttelse*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: http://www.bj.dk/media/83519/nymaillet_19-2022_-_b3.pdf
- Beck & Jørgensen A/S. (uge 14 2022). *Nymaillet: Pressemeddelelse omkring opkøb*. Hentet februar 2024 fra Beck og Jørgensens hjemmeside: http://www.bj.dk/media/83270/pressemeddelelse_-_b_j_k_ber_tapetcompagniet.pdf
- Beck & Jørgensen A/S. (41 2023). *Nymaillet: NYHED*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: http://www.bj.dk/media/85831/nymaillet_41-2023_-_kalk.pdf
- Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Om os: Gennem tre generationer*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensen A/S' hjemmeside: <http://www.bj.dk/about-us/about-us/through-three-generations/>
- Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Om os: Industri*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: <http://www.bj.dk/about-us/about-us/industry/>
- Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Om os: Maling og meget andet*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensen A/S' hjemmeside: <http://www.bj.dk/about-us/about-us/paint-and-accessories/>

Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Om os: Partnere - Caparol*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: <http://www.bj.dk/about-us/partners/caparol/>

Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Salg: Certifikater*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: <http://www.bj.dk/sale/eco-labels/certifikater/>

Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Salg: Nye samarbejdspartnere*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: <http://www.bj.dk/sale/new-business-partners/>

Beck & Jørgensen A/S. (u.d.). *Salg: Om Blomsten og Svanen*. Hentet februar 2024 fra Beck & Jørgensens hjemmeside: <http://www.bj.dk/sale/eco-labels/om-blomsten-og-svanen/>

Bendixen, M. (4. oktober 2022). *Sand som dræber*. Hentet februar 2024 fra DM Bios hjemmeside: <https://dm.dk/bio/alle-artikler/raastoffer-og-ressourcer/sand-som-draeber/>

Brahe-Pedersesn, C. (6. juni 2016). *Producent fjerner farligt stof fra maling*. Hentet februar 2024 fra Licitationen.dk: https://www.licitationen.dk/article/view/272119/producent_fjerner_farligt_stof_fra_maling

Børsen. (u.d.). *Flügger group B 2019-2024*. Hentet april 2024 fra Børsens hjemmeside: <https://borsen.dk/investor/aktie/S1086/FLUG-B/FI%C3%BCggergroupB>

Børsen. (u.d.). *OMXC Mid Cap 2019-2024*. Hentet april 2024 fra Børsens hjemmeside: <https://borsen.dk/investor/indeks/X250/OMXCMCPI/OMXCMidCap>

Danmark Statistik. (23. januar 2024). *Forbrugertilliden stiger i januar, dog fortsat negativ*. Hentet februar 2024 fra Danmarks Statistik: <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=46420>

Danmark Statistik. (u.d.). *Et overblik over dansk økonomi*. Hentet februar 2024 fra Danmark Statistik: <https://www.dst.dk/da/Statistik/temaer/overblik-dansk-oekonomi#/>

Danmarks Nationalbank. (20. september 2023). *Lønstigninger forlænger periode med høj kerneinflation*. Hentet februar 2024 fra Nationalbanken.dk: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2023/loenstigninger-forlaenger-periode-med-hoej-kerneinflation>

Danmarks Nationalbank. (20. september 2023). *Pengepolitikken er blevet strammet yderligere*. Hentet februar 2024 fra Nationalbanken.dk: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2023/pengepolitikken-er-blevet-strammet-yderligere>

Danmarks Nationalbank. (8. januar 2024). *Pengepolitisk cashflow-effekt for husholdninger i Danmark og euroområdet*. Hentet februar 2024 fra Nationalbanken.dk: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/economic->

memo/2024/pengepolitisk-cashflow-effekt-for-husholdninger-i-danmark-og-euroomraadet

Danmarks Nationalbank. (u.d.). *Offentlige rentesatser*. Hentet marts 2024 fra

Nationalbanken.dk: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser>

Danmarks Statistik. (u.d.). *Statbank: 10 årig statsobligation*. Hentet april 2024 fra

Statbank.dk: <https://m.statbank.dk/TableInfo/MPK3?lang=da>

Darmer, P., Jordansen, B., & Madsen, J. A. (2020). *Paradigmer i praksis*. København: Djøf Forslag. Hentet marts 2024

Delfi. (u.d.). *Hurtig og præcis lageroptælling med mobile PDA'er hos Beck & Jørgensen*.

Hentet februar 2024 fra Delfi.com: <https://www.delfi.com/da/referencer/beck-joergensen/>

Det centrale virksomhedsregister. (2017). *Beck & Jørgensen Holding ApS' regnskab*. Hentet april 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:

<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=ZG9rdW1lbnRsYWdlcjovLzAzLzk0Lzc4LzZiLzE2LzMxZWYtNGJmZS1iOTAyLTNiYjY5MmI0YzQ1Mw&cvrNummer=26074169>

Det centrale virksomhedsregister. (2019). *Beck & Jørgensen Holding ApS' regnskab*. Hentet marts 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:

<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkciovLzAzLzgxLzEyL2JhL2ZiLzM5NTQtNDdmNC1hZGMxLWMxZjE0ZTdiZmJjYg&cvrNummer=26074169>

Det centrale virksomhedsregister. (2020). *Beck & Jørgensen Holding ApS' regnskab*. Hentet marts 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:

<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkciovLzAzLzglL2VhL2ZkLzY2LzkwNDgtNDY4Yy1hMGZjLThjM2Y3OTU2MTJlNw&cvrNummer=26074169>

Det centrale virksomhedsregister. (2021). *Beck & Jørgensen Holding ApS' regnskab*. Hentet marts 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:

<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkciovLzAzL2M1L2NkLzc2LzhILzM5OWMtNGQ5NC04NjQ1LTAwNTc2M2Y5Y2YwMA&cvrNummer=26074169>

Det centrale virksomhedsregister. (2022). *Beck & Jørgensen A/S' regnskab*. Hentet marts 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:

Det centrale virksomhedsregister. (u.d.). *MALERVARER ENGROS ApS*. Hentet marts 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/10284848?fritekst=malervarer%2520engros&sideIndex=0&size=10>

Det centrale virksomhedsregister. (u.d.). *T.C. af 1/5 2022 ApS*. Hentet marts 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/27491103?fritekst=tapetcompagniet&sideIndex=0&enhedstype=virksomhed&size=10>

Det centrale virksomhedsregister. (2022). *GULDBERG PENSELFABRIK ApS' regnskab*. Hentet februar 2024 fra Det centrale virksomhedsregisters hjemmeside:
<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/4001141338>

Dinsen, L. (22. februar 2016). *9 typer HI-TECH maling*. Hentet marts 2024 fra Gørdetselv.dk:
<https://goerdetselv.dk/materialer/maling/maling-9-typer-hi-tech-maling>

E-statistik. (u.d.). *Engroshandel med lak, maling, tapet, gulvbelægning mv*. Hentet marts 2024 fra estatistik.dk: <https://estatistik.dk/branche/engroshandel-med-lak-maling-tapet-gulvbelagning-mv/467320>

E-statistik. (u.d.). *Fremstilling af maling, lak og lignende overfladebehandlingsmidler, trykfarver samt tætningsmaterialer*. Hentet marts 2024 fra estatistik.dk:
<https://estatistik.dk/branche/fremstilling-af-maling-lak-og-lignende-overfladebehandlingsmidler-trykfarver-samt-taetningsmaterialer/203000>

Financial Times. (15. april 2024). *Equities: Flugger Group A/S*. Hentet fra Financial Times:
<https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=FLUG%20B:CPH>

Finansministeriet. (14. december 2023). *Regeringen indgår bred aftale om skattereform*. Hentet februar 2024 fra Finansministeriet.dk:
<https://fm.dk/nyheder/nyhedsarkiv/2023/december/regeringen-indgaar-bred-aftale-om-skattereform/>

Flügger A/S. (8. februar 2024). *Nyheder: Flügger hjælper bygherrer med stigende dokumentationskrav*. Hentet marts 2024 fra Flügger A/S' hjemmeside:
<https://www.flugger.com/nyheder/08-02-2024/>

Flügger A/S. (u.d.). *Om Flügger: Fakta om Flügger Group*. Hentet marts 2024 fra Flügger A/S' hjemmeside: <https://www.flugger.com/om-fl%C3%BCgger/fakta-om-flugger>

Flügger Group A/S. (2022/23). *Flügger Group A/S' regnskab*. Hentet marts 2024 fra Flügger A/S' hjemmeside:

- <https://www.flugger.com/globalassets/flugger.com/files/pdf/investor/%C3%A5rsrapporter/fl%C3%BCgger-%C3%A5rsrapport-2022-23.pdf>
- FN. (u.d.). *Mål 12: Ansvarligt forbrug og produktion*. Hentet marts 2024 fra Verdensmaalene.dk: <https://www.verdensmaalene.dk/maal/12>
- Frommelt, T. (u.d.). *Forventninger til fremtiden*. Hentet februar 2024 fra Deloitte.com: <https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/brancheanalyser/bygge-og-anlaegsbranchen/byggebranchen-forventninger-til-fremtiden.html>
- Faarup, T. (4. december 2023). *Ny maling med Asthma Allergy Nordic-mærket fra dansk storproducent sikrer større forbrugersikkerhed*. Hentet februar 2024 fra Astma-Allergi Danmark: <https://www.astma-allergi.dk/nyheder/ny-maling-med-asthma-allergy-nordic-maerket-fra-dansk-storproducent-sikrer-storre-forbrugersikkerhed/>
- Hawawini, G., & Viallet, C. (2022). *Finance for executives*. United Kingdom: Cengage.
- Jensen, R. H. (6. januar 2021). *Store ambitioner for miljøvenlig maling*. Hentet marts 2024 fra Indret.dk: <https://indret.dk/store-ambitioner-for-miljoevenlig-maling>
- Kenworthy, P. (8. september 2022). *Malingproducent flytter hovedlageret*. Hentet februar 2024 fra Sjællandske Nyheder: <https://www.sn.dk/gladsaxe-kommune/malingproducent-flytter-hovedlageret/>
- Konkurrence- og forbrugerstyrelsen. (u.d.). *Konkurrence: Fusionskontrol*. Hentet marts 2024 fra Konkurrence- og forbrugerstyrelsens hjemmeside: <https://www.kfst.dk/konkurrenceforhold/fusionskontrol/>
- Kæhler, O. (17. juni 2023). *Beck & Jørgensen er klar til at åbne i nye lokaler*. Hentet februar 2024 fra Sønderborg Nyt: <https://www.sonderborgnyt.dk/beck-joergensen-er-klar-til-at-aabne-i-nye-lokaler/>
- Køjborg, R. (12. november 2023). *Flügger: Frasælger størstedelen af Eskaro og opdaterer sin guidance for 2023/24*. Hentet marts 2024 fra Inderes.dk: <https://www.inderes.dk/analyst-comments/flugger-frasaelger-storstedelen-af-eskaro-og-opdaterer-sin-guidance-for-202324>
- Lorenzen, J. (u.d.). *Færre konserveringsmidler i maling*. Hentet marts 2024 fra Teknologisk Instituts hjemmeside: <https://www.teknologisk.dk/projekter/faerre-konserveringsmidler-i-maling/35893>
- Malerfagets Oplysningsråd. (u.d.). *Arbejdsmiljø*. Hentet februar 2024 fra Malerfagets Oplysningsråds hjemmeside: <https://mba.malermestre.dk/vidensbase/?category=0>
- Mestertidende. (11. december 2014). *Samarbejde om erstatning af kemikalier*. Hentet februar 2024 fra Mestertidende.dk:

- https://www.mestertidende.dk/article/view/169569/samarbejde_om_erstatning_af_kemikalier
- Mestertidende. (12. oktober 2021). *Maling-opkøb: 123-årig familievirksomhed skifter hænder*. Hentet februar 2024 fra Mestertidende.dk:
https://www.mestertidende.dk/article/view/813759/malingopkob_123arig_familievirksomhed_skifter_haender
- Morsing, N. (u.d.). *Projekt - Fungicidfri grunder*. Hentet marts 2024 fra Teknologisk Instituts hjemmeside: <https://www.teknologisk.dk/projekter/projekt-fungicidfri-grunder/38581>
- Olsen, N. V., Staunstrup, E., & Hermann, L. (2022). *Strategi - det strategiske lederskab*. København: Gads Forlag .
- Philip, A., Ekman, C., Andersson, A.-M., Hansen, A. H., Nielsen, J., & Johansen, J. D. (19. juni 2021). <https://www.altinget.dk/artikel/forbruger-og-miljoeaktoerer-skadelige-kemikalier-kan-blive-en-tredje-miljoekrise>. Hentet februar 2024 fra Altinget.dk:
<https://www.altinget.dk/artikel/forbruger-og-miljoeaktoerer-skadelige-kemikalier-kan-blive-en-tredje-miljoekrise>
- PPG Coatings Denmark A/S. (u.d.). *Om PPG: PPG Coatings Denmark A/S*. Hentet marts 2024 fra PPG Coating Denmark A/S' hjemmeside: <https://ppgpro.dk/om-ppg/>
- Regeringen. (december 2022). *Regeringsgrundlag 2022*. Hentet februar 2024 fra Statsministeriets hjemmeside:
<https://www.stm.dk/statsministeriet/publikationer/regeringsgrundlag-2022/>
- Raahauge-Pedersen, L. (1. august 2021). *Analyse: Flere forbrugere forlanger bæredygtighed*. Hentet februar 2024 fra Verdens Bedste Nyheder:
<https://verdensbedstenyheder.dk/nyheder/flere-forbrugere-forlanger-baeredygtighed/>
- Skat.dk. (21. januar 2019). *4.1.1.2 Vækst i terminalperioden*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813213&chk=216301>
- Skat.dk. (21. januar 2019). *4.3.1.1. P/E (Price/Earnings)*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813242&chk=216301>
- Skat.dk. (21. januar 2019). *4.3.1.3. EV/EBITDA (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax Depreciations and Amortisations)*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813243&chk=216301>
- Skat.dk. (21. januar 2019). *4.3.2.1. K/IV (Kurs/indre værdi)*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813249>

- Skat.dk. (21. januar 2019). 4.3.3. *Kritiske faktorer ved multipel værdiansættelse*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning:
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813250&chk=216301>
- Skat.dk. (21. januar 2019). 4.3.3.1. *Sammenlignelighedsgrundlaget (peer-gruppe)*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813252>
- Skat.dk. (2024-1). C.J.3.1.2.2 *Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. Hentet april 2024 fra Den Juridiske Vejledning: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>
- Skinbjerg, D. (12. december 2023). *Ny prognose fra regeringen: Dansk økonomi står over for drømmescenarie*. Hentet april 2024 fra Finans.dk:
<https://finans.dk/okonomi/ECE16678559/ny-prognose-fra-regeringen-dansk-oekonomi-staar-over-for-droemmescenarie/>
- Statistikbanken. (u.d.). *Detaljerede oplysninger omkring malervirksomheders køb og salg*. Hentet februar 2024 fra Statistikbanken.dk: Statistikbanken.dk
- Statistikbanken. (u.d.). *Forbrugerprisindeks (2015=100) efter hovedtal og tid*. Hentet april 2024 fra Statistikbanken.dk:
<https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>
- Statistikbanken. (u.d.). *Versionstabel NANI - Forsyningsbalance (år) efter version, transaktion og prisenhed*. Hentet april 2024 fra Statistikbanken.dk:
<https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>
- Stenbæk, J. (u.d.). *Fremtidens træbeskyttelsesmaling kræver mindre vedligeholdelse*. Hentet marts 2024 fra Teknologisk Instituts hjemmeside:
<https://www.teknologisk.dk/ydelser/fremtidens-traebeskyttelsesmaling-kraever-mindre-vedligeholdelse/38043>
- Sydinvest. (8. december 2023). *Faldende renter og stigende aktiekurser på vej ud af 2023*. Hentet februar 2024 fra Sydinvest.dk: <https://www.sydinvest.dk/nyheder/faldende-renter-og-stigende-aktiekurser-pa-vej-ud-af-2023>
- Sørensen, M. (12. januar 2022). *Flügger: Østeuropa og grønne produkter sikrer fortsat vækst*. Hentet marts 2024 fra Økonomisk Ugeblad's hjemmeside:
<https://ugebrev.dk/ledelse/flugger-oesteuropa-og-groenne-produkter-sikrer-fortsat-vaekst/>
- Sørensen, O. (2021). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. Gjellerup / Gads forlag.
- Videncenter for allergi. (u.d.). *Nyhedsarkiv - Maling*. Hentet marts 2024 fra Videncenter for allergis hjemmeside: <https://www.videncenterforallergi.dk/produkter/maling/>

WoodSupply. (9. september 2022). *130 år gammel malingproducent sprænger rammerne*.

Hentet februar 2024 fra WoodSupply.dk: <https://www.wood->

[supply.dk/article/view/866582/130_ar_gammel_malingproducent_spraenger_rammern](https://www.woodsupply.dk/article/view/866582/130_ar_gammel_malingproducent_spraenger_rammern)

e

13. Bilag

13.1 Bilag 1

Mail af den 19. februar 2024 til Beck og Jørgensen A/S.



Michael B. Jørgensen <mbj@bj.dk>

I dag, 12:16



Hej Amalie

Vi får mange henvendelser omkring lignende projekter i øjeblikket, men vi har ikke kapacitet til at medvirke, da vi har mange tidskrævende interne opgaver i øjeblikket. Vi udleverer under alle omstændigheder ikke internt materiale eller budgetter samt andet fortroligt materiale til en for os ubekendt personkreds.

I ønskes held og lykke med jeres afsluttende projektopgave.

Med venlig hilsen

Beck & Jørgensen A/S

Michael B. Jørgensen

Adm. Direktør

Tlf. 39 53 03 00 Mobil 20 25 90 11

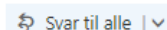
mbj@bj.dk - www.bj.dk



Amalie Thorvald

I dag, 09:48

mbj@bj.dk; Emma Vilhelmine Thaarup Madsen ✉



Kære Michael

Vi er to HDR-studerende som til vores afsluttende projekt har valgt at skrive om Beck & Jørgensen A/S. Vi vil i vores projekt udarbejde en lang række interne og eksterne analyser på jeres virksomhed, hvorefter vi ved forskellige metoder, vil komme med bud på værdiansættelse af jeres virksomhed og diskutere resultaterne af de forskellige metoder.

I den forbindelse vil vi høre, om vi kunne være så heldige, at få lov til at se jeres seneste tre interne årsregnskaber? Det vil kunne løfte vores interne analyser en hel, hvis vi kunne få lov at få adgang til mere intern data. Derudover vil vi også meget gerne, hvis vi må se jeres budget for 2024, eller hvis I alternativt vil afsløre lidt af jeres forudsætninger bag. Det kunne være forventet vækst i omsætning og vareforbrug, forventet ændring i antal ansatte samt hvis der er planer om større investeringer.

Alle oplysninger I indvilliger i at give, vil vi garantere bliver holdt fortrolige. Kun os to, vores vejleder samt sensor vil få adgang til opgaven, og da de er underlagt tavshedspligt, vil vi også på deres vegne kunne garantere fortrolighed. Dette skriver vi gerne under på, hvis det gør en forskel for jer. Vi vil selvfølgelig også dele vores opgave med jer til gengæld, hvilket vi håber I kunne have en interesse i.

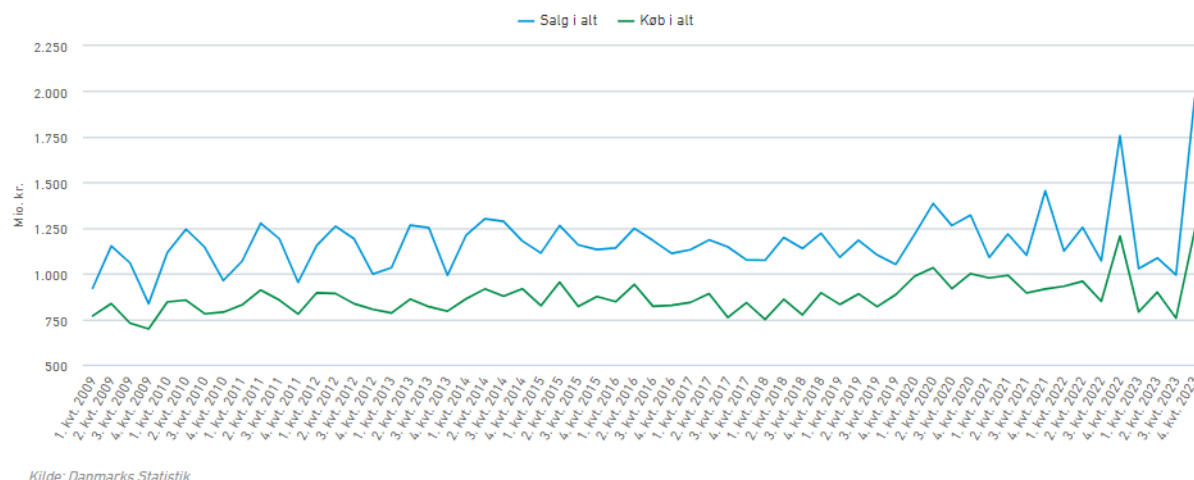
Vi håber på at høre fra jer.

Med venlig hilsen Emma Vilhelmine Thaarup Madsen og Amalie Thorvald

13.2 Bilag 2

Firmaernes køb og salg (detaljeret)

Branche (DB07): 467320 Engroshandel med lak, maling, tapet, gulvbelægning mv. | Beløb:



Kilde: Danmarks Statistik

(Statistikbanken)

13.3 Bilag 3

	B&J Holding	Flügger Group	Flügger Group	Flügger Denmark
Profitabilitet - Nøgletal	2023	Maj 23 til jan 24	01-05-22 til 30-04-23	01-05-22 til 30-04-23
Return on equity (ROE)	8,2%	4,5%	1,9%	13,7%
Return on invested capital (ROIC)	8,9%	5,5%	3,5%	14,3%
Return on assets (ROA)	5,3%	2,0%	0,7%	4,5%
Operating profit margin (EBIT%) over bruttofortjeneste	13,9%	5,7%	3,6%	12,2%
Capital turnover på bruttofortjeneste	0,63	0,97	0,96	1,18
Gearing				
Financial cost ratio	0,88	0,75	0,25	0,91
Financial structure ratio	1,32	1,41	1,61	1,37
Financial leverage multiplier	1,16	1,05	0,39	1,25
Øvrige nøgletal				
Debt to equity ratio	50,8%	128,1%	175,6%	201,2%
Debt to invested capital ratio	38,6%	91,1%	109,1%	146,7%
Solvency ratio	65,2%	43,8%	36,3%	32,9%
Acid test	1,14	0,60	0,52	1,00
Tax effect ratio	0,80	0,78	1,36	0,77

(Det centrale virksomhedsregister, 2023) (Det centrale virksomhedsregister, 2023/24) (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23) (Det centrale virksomhedsregister, 2022/23)

13.4 Bilag 4

Versionstabel NAN1 - Forsyningsbalance (år) efter prisenhed, transaktion, version og tid

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Realvækst i forhold til foregående periode (pct.)																					
B.1*g Bruttonationalprodukt, BNP																					
Martsversion 2023		2,7	2,3	3,9	0,9	-0,5	-4,9	1,9	1,3	0,2	0,9	1,6	2,3	3,2	2,8	2,0	1,5	-2,4	6,8	2,7	1,9

(Statistikbanken)

Forbrugerprisindeks (2015=100) efter hovedtal og tid

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Årsstigning	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	1,3	2,3	2,8	2,4	0,8	0,6	0,5	0,3	1,1	0,8	0,8	0,4	1,9	7,7	3,3

(Statistikbanken)

13.5 Bilag 5

	Middelværdi	Varsians	Standardafvigelse	Standardafvigelse/middelværdi
Flügger	443,14	25.405	159	36,0%
Det generelle marked	709,28	16.893	129,97	18,3%
B&J værdiansættelser	241.405.805	6.438.365.462.143.900	80.239.426	33,2%
B&J værdiansættelser uden scenarie 1	234.453.833	7.685.482.482.159.020	87.666.884	37,4%
B&J værdiansættelser uden scenarie 2	248.781.764	7.639.921.057.663.870	87.406.642	35,1%

(Børsen) (Børsen)