



Værdiansættelse af Bygma A/S

HDR, Afsluttende projekt

Af Rasmus Malik Mørck og Theis Hinrup Søndergaard Nielsen

Vejleder: Jens Henrik Riis Andersen

Maj 2024

Indholdsfortegnelse

Abstract	4
Indledning.....	5
Problemstilling	6
Problemformulering	7
Afgrænsning	8
Metode.....	9
Teori	10
Virksomhedsbeskrivelse.....	11
Strategisk analyse.....	12
Ekstern strategisk analyse	13
PESTEL.....	13
Kritik af PESTEL-analysen.....	19
Opsamling på PESTEL-analysen	19
Intern strategisk analyse	20
Porters værdikæde analyse	20
Primære aktiviteter	22
Støtteaktiviteter	24
Konklusion på analyse af Porters Værdikæde.....	26
Kritik af Porters Værdikæde	26
Ansoffs vækstmatrix	27
Eksisterende produkter	28
Nye produkter.....	28
Delkonklusion på analyse af Ansoffs vækstmatrix	30
Kritik af analyse af Ansoffs Vækstmatrix.....	30
SWOT-analyse	32
Konklusion på den strategiske analyse.....	33
Regnskabsanalyse.....	35
Udvikling i aktivitetsniveau	36
Konklusion på regnskabsanalysen	42
Budgettering	43
Estimering af fremtidige budgetter for Bygma	44
Delkonklusion på budgettering	48
Værdiansættelse af Bygma A/S.....	49

Resultatopgørelse og balance til brug for estimering af fremtidige pengestrømme	49
Værdiansættelse ud fra DCF-metoden	51
Konklusion på værdiansættelse	57
Perspektivering og alternativ værdiansættelsesmetode.....	57
Alternativ værdiansættelse	59
Værdiansættelse med Price/earnings modellen.....	60
Konklusion	62
Kildeliste	66

Abstract

This thesis wants to examine the valuation of a company that is not listed on any publicly traded exchanges. The aim of the thesis is to estimate a value of Bygma A/S, a big supplier of materials to the construction industry in Denmark and discuss whether it is realistic that a third party would come to the same conclusion. The main question in this thesis is: “What is the value of Bygma A/S per 31.12.22?”

This thesis utilizes several academic methods to provide an answer to the problem it is investigating. The paper uses a problem identifying method throughout. Empirical data has been collected using primarily qualitative methods. In addition, the paper incorporates a wide variety of theories to answer its stated problem. Some of the most prominent theories are: PESTEL-analysis, Porter’s value chain, Ansoff’s growth Matrix & DFC-models to calculate the value of future cash flows for Bygma.

The paper combines results of a strategic analysis with a comprehensive analysis of annual reports for Bygma as well as two of the most significant competitors on the Danish market. Through this combined analysis, the paper provides insights into the competition, and stacks the competition up against each other.

In addition, the results of the strategic analysis and the analysis of the annual rapports are used to aid and support the estimation of future budgets for Bygma, which is then used as a foundation for the calculation of the company’s future cash flows and valuation.

The valuation and by extension the conclusion of the paper is tainted by the fact that this paper does not have access to internal data from Bygma, in addition it will not be possible to interview key individuals from Bygmas leadership to gain valuable insights to help with the strategic analysis and estimation of future budgets for Bygma.

The consequence of this means the internal strategic analysis is primarily based on assumptions and prejudice from the authors, which means caution should be taken when reading the conclusion of not only the strategic analysis, but the conclusion of the paper itself.

The strategic analysis, analysis of annual reports and the budgeting and calculation of a Value for Bygma A/S results in the following valuation for Bygma A/S, which also is considered the answer to the problem that this paper sets out to investigate. The calculated value of Bygma A/S 31.12.22 is: t. DKK 7.629.934

Indledning

De fleste mennesker har i 2022, 2023 og fortsat i 2024 oplevet, at alt er blevet dyrere. Omkostninger til de basale fornødenheder som mad, elektricitet og husleje er steget uforholdsmæssigt meget, i forhold til udviklingen siden de tidlige 2010'ere. Dertil er renterne steget, hvilket allerede er begyndt at ramme boligejernes økonomi, og kun endnu flere vil opleve rentestigningernes økonomiske indvirken på deres privatøkonomi fremover.

Virksomheder som Bygma A/S lever af, at der i samfundet er en villighed til at investere i boligerne, anlægsprojekter og generelt vedligehold af folks hjem og bygninger i øvrigt. Risikoen for virksomheder i byggebranchen, herunder Bygma A/S, der sælger materialer til denne, er åbenlys. Hvis en større andel af folks indkomst skal gå til at dække faste omkostninger, dikterer al logik, at der skal spares på andre områder. Her må vedligehold og forbedringer af folks hjem antages at være et oplagt område at spare på. Typisk er omkostninger til renovering mv. en stor omkostning. I mange tilfælde vil folk enten tage et lån for at finansiere ombygningen, andre vil bruge af deres opsparede friværdi i deres bolig.

Det er nærliggende at tænke, at den almene forbruger er mere tilbageholdende end hidtil med at optage sådanne lån, som en direkte konsekvens af de rentestigninger, der er oplevet i de senere år.

Derfor kan det være svært at spå om den nære økonomiske fremtid for virksomheder som Bygma, og andre virksomheder der primært sælger til byggebranchen.

Problemstilling

Bygma A/S er ikke børsnoteret. Det er en udfordring når det kommer til at værdiansætte en virksomhed, da der teknisk set aldrig kan være et korrekt svar. Samtidig opererer Bygma i en branche og en verden der i denne tid er under stor forandring.

Der er mange ting der kan påvirke hvor meget en virksomhed er værd. Selvfølgelig er det oplagt at kigge på de seneste finansielle tal man kan finde om virksomheden. De historiske data viser, hvordan virksomheden tidligere har klaret sig. Men kan de stå alene, når man skal se på, hvordan fremtiden ser ud?

Hvad med verden omkring? Hvilken betydning har den for Bygmas forretning. Opgaven vil senere beskrive, hvordan inflationen i Danmark har udviklet sig de seneste år, og hvordan det kan varsle en hård økonomisk fremtid for Bygma og virksomheder som dem.

Hvad er den korrekte værdi? Det kan være svært at svare på. Og hvordan kan man være sikker på, at når man har beregnet en værdi, er brugbar, og står i nogenlunde overensstemmelse med, hvad en faktisk værdi kunne være?

Problemformulering

Hvad er den beregnede værdi af Bygma A/S pr. 31. december 2022?

For at besvare den overordnede problemformulering, vil vi opstille hypoteser, der enten er posteret som et statement, eller som et direkte spørgsmål. Opgavens analyser har til formål at besvare disse opstillede hypoteser. Tilsammen vil disse hypoteser blive anvendt til at besvare problemformuleringen. Der vil blive samlet op på de enkelte hypoteser samt problemformuleringen i opgavens konklusion.

De eksterne og interne strategiske forhold har stor betydning for Bygmas fremtidige økonomiske udvikling

Formålet med denne hypotese er at afdække i hvilken grad de eksterne og strategiske forhold påvirker Bygmas evne til at drive forretning. Der vil i høj grad være et stort fokus på, hvordan den økonomiske udvikling i samfundet smitter af på Bygma.

Bygmas tidligere økonomiske performance giver et udtryk for, hvordan Bygmas økonomiske fremtid ser ud

Denne hypotese skal afdække hvordan Bygma har klaret sig i en årrække, baseret på tilgængeligt data. Dette skal gøres ved at analysere udviklingen af enkelte tal på regnskabsniveau, samt ved beregninger og analyser af udvalgte nøgletal. For at få det mest præcise svar på hypotesen, vil der blive inddraget andre virksomheder, vi vurderer på en eller anden måde er sammenlignelige med Bygma. Disse virksomheders nøgletal vil blive sammenholdt med Bygmas, for at få en forståelse for, hvor Bygma placerer sig i forhold til deres konkurrenter.

Bygma fortsætter den samme udvikling i fremtiden

Vi har opstillet denne hypotese, da vi mener at det er essentielt at undersøge hvordan Bygmas fremtidige økonomiske udvikling kommer til at se ud, da det er et væsentlige element i at fastlægge en endelig værdi for Bygma. Derfor vil vi estimere budgetter for Bygma i en udvalgt budgetperiode.

DCF-modeller er den bedste type af modeller til at værdiansætte ikke-børsnoterede virksomheder

Denne del af opgave skal undersøge hvordan DCF-modellens resultat står i forhold til en alternativ værdiansættelsesmode. Herudover vil vi perspektivere værdiansættelsen.

Afgrænsning

Der er rigtig mange faktorer der kan påvirke en værdiansættelse af en virksomhed, og i bund og grund kan man nok argumentere for, at alle de elementer man kan komme i tanke om, bør indgå på den ene eller anden måde, for på den måde at få det mest præcise billede af værdien for Bygma.

Men man må også være realistisk, en opgave af denne karakter kan, uanset hvor højt et ambitionsniveau man sætter for opgaven, ikke rumme alle elementer.

Derfor ser vi det som vores ansvar at udvælge de mest væsentlige faktorer og elementer, og inkludere disse i opgaven. Det betyder, at nogle elementer, der kunne have været en del af opgaven, ikke er med. Nogle af de konkrete afgrænsninger der er foretaget til denne opgave, omhandler Bygmas årsrapport for 2023.

Det indledende arbejde med denne opgave er opstartet og foregået i løbet af foråret 2024. I forbindelse med opstarten havde Bygma endnu ikke offentliggjort regnskabet for 2023. Derfor har vi taget den beslutning at anvende 2022 regnskabet som det seneste, der indgår i rapporten.

Det betyder konkret, at opgaven mangler tal for 2023. Disse kunne vi godt have tænkt os at inkludere, for bedre at kunne illustrere effekterne af nogle af de samfundsøkonomiske forhold, vi vil beskrive senere i rapporten.

Opgaven afgrænser sig også fra at have en særligt fokus på ESG og miljø. Det betyder ikke, at dette emne, eller emner der på anden vis relaterer sig til emnet, ikke indgår i elementer af opgaven. Men det er vores vurdering, at dette og relaterede emner er så omfattende, at de hurtigt kommer til at tage et stort fokus for opgaven.

Vi mener der er andre elementer der også har en stor betydning når man skal lave en værdiansættelse for en virksomhed, hvorfor vi har vægtet det højere at sikre, at der også er plads til disse elementer i rapporten.

Metode

Valget af metodik når man skal skrive en opgave som denne er afgørende for, at opgaven får den rette struktur, og samtidig med at man sikrer at der sker en grundig overvejelse af den fremgangsmåde man anvender. På den måde sikrer man, at kilder, modeller og tal der anvendes i opgaven behandles på en standardiseret måde, der er sammenlignelig på tværs af akademiske opgaver.

Denne opgave er i høj grad styret af de rammefaktorer, der er omkring opgaven.

Rammefaktorer skal forstås som regler, rammer og øvrige vilkår for opgaven, som vi ikke nødvendigvis selv er i kontrol over, men har så stor påvirkning på opgaven, at resultatet er en indirekte konsekvens heraf. (Andersen, 2014)

Rammefaktorer der er vurderet væsentlige for denne opgave, inkluderer blandt andet:

Tidsmæssige faktorer. Denne opgave har en afleveringsfrist der skal overholdes. Samtidig har det ikke været muligt for alvor at påbegynde selve udarbejdelsen af opgaven før februar 2024 idet vi ultimo februar 2024 have et opstartsmøde med vores vejleder, hvor opgaven og de krav og forventninger der er til opgaven først blev konkretiseret her.

Konkret betyder det, at der kun har været en bestemt tidsramme til at indsamle alle relevante data og udføre opgaven inden fristen for aflevering.

Derudover er der nogle fastsatte rammer for opgavens omfang mv. der er fastsat af Aalborg Universitet.

Dette medfører, at vi bliver nødt til at være meget kritiske i vores valg af teorier mv. vi anvender i rapporten for at sikre, at vi får en brugbar rapport, det er inden for de givne rammer for opgaven.

Data og kilder

Opgaven er i høj grad udarbejdet på baggrund af kvantitative data, altså data som er præsenteret som tal (Andersen, 2014).

Da stort set samtlige talmæssige data der er anvendt i opgaven kommer fra årsrapporter, der er forsynes med en uafhængig revisors erklæring om revision af årsrapporterne, er det efter vores overbevisning et udtryk for, at dataene har både høj reliabilitet og validitet (Andersen, 2014).

Opgaven indeholder primært sekundære kilder (Andersen, 2014). Disse kilder er anvendt til at belyse forhold, der giver opgaven en kontekst der har været nødvendig for forståelsen af elementer, eller som dokumentation for påstande mv.

Til brug for udarbejdelsen af opgaven har vi læst tidligere opgaver skrevet på Aalborg Universitet, der også har omhandlet værdiansættelser af virksomheder.

I disse opgaver har vi søgt overordnet inspiration til opgaven, som en del af det indledende arbejde. Det er dog vigtigt at understrege, at opgaven er udarbejdet udelukkende på baggrund af vores eget arbejde og egen kildesøgning. (Christiansen & Jakobsen, 2023)

Teori

Til besvarelsen af problemformuleringen anvendes flere forskellige typer af teori. Opgaven og de teorier denne bygger på, vil tage udgangspunkt i de kilder og teorier der er en del af pensum på HD-studiet, samt tillæg af relevant teoretisk litteratur, som vurderes at give mening for det belyste emne. Dertil vil vi indhente relevante data fra og om den virksomhed opgaven omhandler i det omfang det er muligt.

Derudover er det, hvis dette lader sig gøre, opgavens ambition at inddrage nye teorier og afprøve hvordan resultatet af disse kan holdes op imod de mere kendte og hyppigt anvendte teorier.

Virksomhedsbeskrivelse

Bygma er en af landets førende virksomheder inden for leverandører af byggematerialer.

Bygma er grundlagt i 1952, og har siden udviklet sig til at blive en af landets mest anvendte leverandører af byggematerialer, med et særligt kundefokus på professionelle og semi-professionelle håndværkere. Dette er illustreret ved Bygmas slogan ”ikke for amatører.”

Bygma leverer til både større og mindre projekter (Bygma.dk, <https://www.bygma.dk/>, 2023 (31-03-2024))

Bygma har et bredt sortiment af produkter i mange forskellige grupper, hvilket gør, at Bygma har en stor berøringsflade med mange typer af håndværkere i mange forskellige brancher. Dette har medført, at Bygma, efter eget udsagn, er den største danskejede leverandør til byggemarkedet.

Bygma har butikker i flere lande, og har over 2.500 medarbejdere jf. seneste årsrapport. (Bygma.dk, 2024)

Bygmas vækst er et resultat af en forretningsstrategi, hvis primære fokus var opkøb af andre virksomheder, hvor man siden virksomheden blev etableret i midten af det sidste århundrede, løbende har opkøbt en masse lokale og uafhængige byggemarkeder og trælastere.

Bygma har følgende værdier, som selskabet oplyser på sin hjemmeside; troværdighed, købmandskab, nytænkende og holdspiller. Bygmas troværdighed ses også på dets store markedsandele (Bygma.dk, 2024). Bygma er nytænkende i forhold til sit bæredygtige fokus på især klimaet. Bygma skaber stigende overskud hvert år, hvilket sker gennem et stærkt købmandskab.

Strategisk analyse

Der er mange faktorer der spiller ind, når man skal værdiansætte en virksomhed. En ting er de ting vi kan måle via tal, men der er også de ting, der ikke kan gøres op, og sættes to streger under. Derfor er en strategisk analyse relevant når man skal lave en værdiansættelse. Det skyldes, at en strategisk analyse sætter fokus på de eksterne og interne forhold, der påvirker virksomheden, både i dag, men samtidig kigger den også på, hvad der kommer til at påvirke fremtiden, og hvordan økonomiske faktorer bliver påvirket heraf.

Vi har til hensigt at anvende den strategiske analyse, til at undersøge, hvilke styrker og svagheder Bygma har, med det formål at have noget konkret at understøtte opgavens budgettering af Bygmas fremtidige økonomiske udvikling med.

Som en afslutning på den strategiske analyse vil vi anvende den viden vi har tilegnet os, i såvel den eksterne som interne del af analysen, til at analysere fremtidsperspektiverne for Bygma, set fra et strategiske perspektiv.

Denne analyse vil igen indgå i den samlede vurdering af Bygmas nuværende og fremtidige økonomiske situation.

Den strategiske analyse vil blive udarbejdet ved hjælp af anerkendte strategiske modeller, offentlig tilgængelig viden i artikler mv. Disse modeller og informationer vil blive anvendt, men vi vil forholde os kritisk dels til den information vi indsamler fra eksterne kilder, men også til de strategiske modeller.

Den interne del af den strategiske analyse, der analyserer forhold internt i Bygma som de selv har de bedste forudsætninger for at præge og ændre, har vi vurderet nødvendig at vægte lavere end den eksterne, da det ikke har været muligt for os at få adgang til alle de interne data mv. vi kunne have ønsket os. Resultatet af dette er, at den interne analyse i høj grad er bygget på formodninger og antagelser, hvilket har den naturlige konsekvens, at resultatet af den interne analyse er mindre brugbart. Ikke desto mindre har vi alligevel besluttet at inkludere dele af den interne analyse, da vi mener at selvom den ikke giver et præcist billede af de interne forhold, er det trods alt bedre end fuldstændigt at undlade den.

Ekstern strategisk analyse

PESTEL

En PESTEL-analyse er et anerkendt strategisk værktøj der bruges til at analysere eksterne forhold i den strategiske analyse. Analysen kan skræddersyes således at de forhold der undersøges kan gøres i meget generelle termer. Man kan også tilpasse analysens fokusområder til at passe til en enkelt virksomhed eller en branche (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - Pestel-modellen, 2022).

Denne opgave omhandler Bygma A/S, der er leverandør af byggematerialer til byggebranchen. Derfor vil vores fokus i denne PESTEL primært dreje sig om forhold vi vurderer at være relevante for Bygma A/S, virksomheder der ligner Bygma, men også byggebranchen som helhed, da det efter vores opfattelse er en værdikæde der hænger så uløseligt sammen, at de udfordringer det ene led i kæde kommer til at få, med al sandsynlighed også vil påvirke de andre i branchen i nogen grad i hvert fald.

Figur 7.3 PESTEL-analyse	
Faktor	Diverse eksempler på påvirkninger fra fjernmiljøet
P (Politisk)	– Skattepolitiske forhold, fx selskabsskatten – Arbejdsmarkedsregler, fx forhold vedr. udenlandsk arbejdskraft – Politisk fastlagte CO₂ afgifter^a med det formål at reducere CO₂ udledningen
E (Økonomisk)	– Høj og lav konjunktur – Renteniveauet fastlagt af Den Europæiske Centralbank^c (ECB)
S (Socialt / Kulturelt)	– Øget kulturel diversitet i samfundet – Me-Too-debatten
T (Teknisk)	– Industriens øgede brug af internettet (Industri 4.0 / Internet of Things) – Teknologiske nyskabelser, fx udvikling af COVID-19^d vaccine på rekordtid
E (Miljø)	– Mildt og mere regnfuldt vejr. Hyppigere forekomst af skybrud – Øget fokus på biodiversitet
L (Lovgivning)	– Gennemførelse af en CO₂-reduktion via lovgivningsmæssig regulering – Omlægning af personbeskatning med henblik på øget arbejdsudbud
Sammenfatning	– Sammenfatning af de udefra givne forhold med angivelse af, hvilke forhold der har størst betydning for virksomheden i den nuværende situation

Kilde: Baseret på Grant, Robert M., Contemporary Strategy Analysis, Wiley, 8. udgave 2013.

Figur 1: PESTEL-analyse. Kilde: (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - Pestel-modellen, 2022).

Som figuren ovenfor illustrer, består analysen af 6 forskellige kategorier, der hver især har en forskellig berøringsflade med diverse områder der kan påvirke en virksomhed og en hel branche. Vi vil lave en kort redegørelse for, hvad vi mener er relevant for hvert enkelt punkt i analysen. Dog skal man være opmærksom på, at vi i opgaven har afgrænset os fra i væsentligt omfang af tage stilling til ESG, miljø og klimamæssige udfordringer, da vi har vurderet at det er et enormt emne, der kræver en viden og indsigt der er større end, hvad man kan forvente af en opgave som denne. Derfor vil dette punkt i analysen kun blive berørt meget kort.

Politiske forhold

Uanset hvilken virksomhed eller branche, der er tale om, er det svært at forestille sig, at politiske forhold ikke vil spille en væsentlig rolle. I efterhånden mange år, har der f.eks. været tale om, at der skal indføres CO₂ afgifter, skatter på forurening mv. Danmark er med i EU, og derfor er det ikke kun i det danske Folketing, at der bliver taget beslutninger som er relevante for danske virksomheder. I institutioner som EU og FN er det i høj grad rammeaftaler der bliver vedtaget. Det betyder, at nogen har vedtaget nogle regler, der er op til de enkelte medlemslande at forstå, fortolke og senere implementere. Men udfordringen for Bygma, og andre virksomheder i byggebranchen, er den usikkerhed, det skaber. For når Danmark har påtaget sig disse forpligtelser, må man som virksomhed gå ud fra, at landets lovgivende forsamling før eller siden kommer til at vedtage lovgivning der sikrer, at Danmark faktisk overholder den lovgivning, der bliver vedtaget i de øvrige institutioner Danmark deltager i.

Det der er beskrevet ovenfor, viser på mange måder hvor svært det er at navigere i den politiske verden for virksomhederne, næsten uanset erhverv. Politik er præget af en enorm uvished i forhold til, hvad der kommer til at ske i fremtiden.

Stort set hver eneste dag, kan man læse i landets forskellige aviser, at der er politikere og politiske partier, der ønsker at indføre lovforslag.

Problemet for virksomhederne opstår i, at det er svært at vide, hvad der blot er tom snak der udelukkende har til formål at tilfredsstille vælgerne og kapre stemmer, og hvilke forslag og ideer, der reelt har en sandsynlighed for at blive ført ud i livet.

Det gør det svært for virksomhederne at forberede sig på eventuelle ændringer før de træder i kraft.

Økonomiske forhold

Efter vores opfattelse hænger økonomiske og politiske forhold i høj grad sammen. Det skyldes, at det der bliver besluttet fra politisk side, typisk har en direkte påvirkning på økonomiens udvikling.

Det er formentlig ikke gået nogens næse forbi, at der i løbet af de seneste år, har været et stort pres på den danske økonomi, særligt i form af stigende inflation.

Nettoprisindekset

Her kan du se det månedlige nettoprisindeks de seneste 10 år. Indeksreferenceperioden er 2015. Tabellen opdateres den 10. – eller førstkommande hverdag – for senest afsluttede måned.

Nettoprisindeks, hovedtal

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
2024	118,1	118,8	118,8	118,8								
2023	117,4	118,5	118,3	118,7	117,2	117,6	119,2	118,3	118,0	118,3	117,8	117,2
2022	107,9	109,5	110,1	111,6	112,7	113,6	115,1	115,1	116,4	117,7	116,7	116,0
2021	103,8	104,4	104,4	104,8	105,0	105,1	105,8	105,5	105,8	106,7	107,0	106,5
2020	103,6	104,3	103,9	103,9	103,7	103,8	104,6	103,9	103,7	104,0	103,6	103,4
2019	102,6	103,3	103,4	103,7	103,6	103,4	104,1	103,7	103,4	103,8	103,6	103,4
2018	101,3	102,1	102,1	102,6	102,7	102,7	103,6	103,1	102,8	103,1	102,8	102,4
2017	100,5	101,4	101,4	101,8	101,6	101,5	102,5	102,2	102,1	102,3	101,9	101,6
2016	99,5	100,4	100,4	100,6	100,7	100,8	100,8	100,5	100,4	100,7	100,5	100,5
2015	98,7	99,8	100,2	100,3	100,3	100,3	100,3	100,0	100,2	100,2	99,9	99,8
2014				99,6	99,5	99,5	99,4	99,3	99,5	99,6	99,4	99,2

Tabel 2: Nettoprisindeks i Danmark. Kilde: (Danmarks statestik nettoprisindeks, 2024)

Fra 2014-2024, hvor år 2015 udgør indeks 100. Det vil sige, at udviklingen i priserne i % skal ses i forhold til hvad priserne var i 2015.

Som det ellers fremgår af tabellen ovenfor, er udviklingen i nettoprisindekset, inde i en utrolig interessant udvikling i den periode tabellen viser.

For ser man på år 2015 der skal tolkes som indeks 100, og de næste år frem, er stigningen i nettopriserne meget beskedne, i nogle måneder er den endda helt nede på 0,02%.

Dette bekræfter i virkeligheden den opfattelse mange formentlig har, at dansk økonomi har haft det positivt, og folks privatøkonomi ikke har været presset.

Kigger man på udviklingen fra 2021 til 2022 og særlig fra 2022 til 2023 ses, at nettoprisindekset eksploderer, og i december 2023 var nettoprisindekset 17,4% højere end i 2015. Sat på spidsen kan det oversættes til, at det er blevet 17,4% dyrere at leve i Danmark. Alting er ud fra en gennemsnitsbetragtning blevet dyrere.

Som leverandør til byggebranchen må det antages at Bygma i høj grad er påvirket af konjunkturudsving og andre væsentlige begivenheder i samfundsøkonomien, som den hastigt stigende inflation vi har oplevet i 2021-2023, efter vores opfattelse kan betegnes som.

Det er klart, at hvis der antages, at alt er steget 10% i pris i løbet af 2 år fra 2021-2023, betyder det, at basale omkostninger som mad, strøm, brændstof, husleje og lang række andre ting som er svære at undvære automatisk kommer til at fylde mere i budgettet.

En ting er, at det bliver dyrere at leve, det i sig selv, det må antages at skabe en vis afholdenhed, når det kommer til store investeringer i nybyggeri eller renoveringer. Men den anden faktor, som man måske lidt sjældnere taler om, er den usikkerhed, det skaber hos forbrugerne. For det kan være svært at forstå, hvordan udviklingen kommer til at gå de kommende år. I det lægger den risiko, at det kan gå hen og blive endnu værre.

På baggrund af det vurderes det, at de eksterne økonomiske forhold er et af de væsentlige for Bygma, og for byggebranchen som helhed. Den store udfordring er, at det er svært at gøre noget proaktivt. Derfor handler det, om at være opmærksom på udviklingen og være klar til hurtigt at omstille sig når der sker væsentlige ændringer i økonomien.

Sociale forhold

Dette er et interessant punkt i analysen. For man vil kunne argumentere for, at alle forhold i et eller andet omfang er et sociokulturelt forhold. Alligevel vurderes det i det store hele ikke at være et forhold Bygma som sådan skal forholde sig til.

Nogle vil argumentere for, at det er væsentligt for branchen at være opmærksom på, om kunderne kommer til at efterspørge materialer mv. der opfylder visse krav i relation til ESG og bæredygtighed.

Det er dog vores opfattelse, at selvom det er rigtigt, at der kommer større krav fra kunderne, vil disse udfordringer for Bygmas vedkommende løse sig selv. Enten igennem tvang fra lovgivningsmæssige reguleringer. Bliver der en konkret efterspørgsel på særlige bæredygtige produkter, vil det i høj grad være Bygmas leverandører, der bliver nødt til at omstille sig på disse forhold.

Som vi senere vil analysere i den interne strategiske analyse, er det meget begrænset hvor mange produkter Bygma selv producerer. De køber derfor materialer ind hos deres leverandører og sælger dem videre igennem deres forretninger.

Det er derfor vores vurdering, at de primære sociale forhold Bygma skal være opmærksomme på, stammer fra bygge og indretningstrends. Det er naturligvis vigtigt, at Bygma kan levere de materialer og det inventar folk faktisk har lyst til at bruge i deres byggerier.

Teknologi

Teknik, teknologisk og digital udvikling er et interessant forhold for byggebranchen som helhed.

Som det er beskrevet ovenfor, er Bygma dybt afhængige af de produkter, de kan få fra deres leverandører. Det betyder, at al teknisk udvikling i forhold til de produkter, de kan sælge til deres kunder, er noget Bygmas leverandører skal udvikle, førend Bygma kan købe det og videresælge produkterne til deres kunder.

Når det er sagt, er der nogle andre aspekter af digital udvikling, det potentielt kunne være en interessant mulighed for Bygma.

Nemlig den seneste udvikling i AI – *kunstig intelligens*. Som sådan er det ikke et emne opgaven her vil beskæftige sig med, da vi vurderer at det er et enormt stort emne, der er meget komplekst. Det er alligevel et for interessant et emne, til ikke at medtage, det bliver derfor berørt kort.

Dansk Byudvikling har lavet en undersøgelse der viser, at byggebranchens brug af kunstig intelligens er 4-dobblt på blot et år. (Dansk Byudvikling , 2024).

Det er en indikator på, at branchen er ved at få øjnene op for, at kunstig intelligens har et enormt potentiale.

Derfor er det vores opfattelse at dette punkt over de kommende år bliver særligt relevant for branchen som helhed. Det er stadig på et tidligt stadie, og det er måske ikke helt åbenlyst,

hvordan virksomheder som Bygma skal indarbejde det i deres forretning. Som sagt er det vores klare overbevisning, at det er fremtiden, og dermed må Bygma finde en måde at tilpasse sig dette på.

Miljø

Som tidligere beskrevet i opgavens afgrænsning og gengivet igen i afsnittets indledning, er miljømæssige forhold et forhold, der vurderes som værende enormt relevant for Bygma og for branchen som helhed. Det er et stort og kompliceret emne. Vi har i PESTEL-analysens tidligere punkter allerede berørt det, hvilket også viser, at det er et emne der spænder bredt, og har berøring med rigtig mange andre områder af en virksomhed.

På baggrund af det, vil vi ikke gå yderligere i dybden med dette område, da det efter vores opfattelse, som vi også nævner i opgavens afgrænsning, er et emne der potentielt kunne have sin helt egen rapport i relation til byggebranchen.

Lovgivning

Det lovgivningsmæssige aspekt af en PESTEL-analyse hænger på mange måder sammen med det første punkt der vedrører politiske beslutninger.

Der er en lang række af lovgivningsmæssige områder en virksomhed, som Bygma skal overholde. Alt lige fra personalemæssig lovgivning og overenskomster, selskabsretslige forhold og anden lovgivning, der relaterer sig til at drive virksomhed i Danmark.

Derudover er der en masse lovgivning som erhvervsdrivende skal overholde. Det må siges, at det er et vilkår for at drive forretning, og virksomheder bliver nødt til at tilpasse sig den lovgivning der er, for at sikre at de overholder denne.

Kritik af PESTEL-analysen

Generelt er opfattelsen, at det er en glimrende analyse, til at analysere de forhold, der ligger rundt om en branche eller en virksomhed som Bygma. Den giver ikke kun et overblik over, hvilke udfordringer en branche kan stå med, men også hvilke muligheder, der eventuelt kunne opstå.

Modellens udfordringer fremgår tydeligt af selve analysen ovenfor. Der er i nogle af kategorierne et sammenfald imellem indholdet på kryds og tværs. Konsekvensen er, at der er en risiko for at man kommer til at gentage sig selv, alternativet er, at der i nogle af analysens punkter er rigeligt at tage fat på.

Det er et kritikpunkt af modellen, men omvendt er det også logisk, at verden hænger sammen på kryds og tværs, og det er svært at lave ændringer et sted, uden at det potentielt påvirker andre ting.

Modellen bliver også udført på et meget generaliserende niveau. Det betyder konkret, at det er svært at komme i dybden med de enkelte punkter. For i en stor globaliseret verden er der utroligt mange eksterne forhold, der gælder for en stor virksomhed som Bygma.

I en opgave som denne, er det svært at komme omkring det hele, og det er svært at lave dybdegående analyser af de enkelte punkter, da de hver især ville kræve et omfattende stykke research og forarbejde, for at kunne lave mere fuldstændige analyser.

Opsamling på PESTEL-analysen

Den udførte model viser tydeligt at Bygma er påvirket af den verden og det miljø de befinder sig i. Der er mange faktorer der påvirker Bygma både direkte og indirekte. Det kan klart fremhæves at særlig politiske og økonomiske forhold har potentialet til virkelig at have en direkte påvirkning på byggebranchens drift. Byggeriet er naturligvis underlagt en lang række lovgivningsmæssige krav fra politikernes side, mens udsving i økonomien har potentialet til at påvirke aktivitetsniveauet for branchen, og dermed også for Bygma.

Kritikken af modellen viser, at modellen overordnet set, vurderes som anvendelig, dog med sine egne udfordringer. Det er dog vores opfattelse af modellen alligevel er brugbar. På baggrund af analysen mener vi ikke, at der er særlige forhold der taler for, at Bygma ikke i fremtiden vil kunne drive en succesfuld forretning.

Det er klart, at særlig de økonomiske forhold, hvor der i de seneste år har været høj inflation på den korte bane også vil få en betydning for Bygma.

Intern strategisk analyse

Poters værdikæde analyse

Som en del af analysen af de interne forhold for Bygma A/S har vi valgt at udarbejde en værdikædeanalyse af Bygma. Det er vores vurdering, at det er væsentligt at have en grundlæggende forståelse for værdikæden i en virksomhed som Bygma. Den strategiske analyse skal munde ud i en SWOT-analyse. For at kunne vurdere alle fire parametre i SWOT-analysen vurderes kendskab til værdikæden at være et af de vigtigste elementer. Forskellen mellem en stærk og svag værdikæde kan have enorm betydning for en virksomhed som Bygma, der lever af at videresælge produkter.

Som grundlag for vores analyse af Bygmas værdikæde, har vi valgt at benytte os af Porters værdikæde. Denne model er valgt, da det vurderes, at denne giver et godt overblik over den samlede værdikæde.

Modellen vurderes relevant for værdiansættelsen, da der efter at være kommet med et faktisk bud på en værdiansættelse af Bygma, vil analysere og konkludere på dette resultat. Her vil værdikædeanalysen være et væsentligt værktøj til at perspektivere værdiansættelsen og holde den op imod de forhold, de strategiske analyser fremhæver (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - Porters Værdikæde, 2022).



Figur 3, Porters værdikæde: Kilde: (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - Porters Værdikæde, 2022).

Et vigtigt forhold at fremhæve inden selve analysen påbegyndes er, at vi ikke har adgang til interne data fra Bygma, og vi kommer ikke til at få adgang til relevant personale, der kan give konkrete informationer, om de forhold der gør sig gældende for Bygmas værdikæde.

Konkret betyder det, at analysen i høj grad vil blive udarbejdet på baggrund af hvad der er logisk og ellers i øvrigt på baggrund af antagelser vi finder relevante for at kunne udføre analysen på et tilfredsstillende niveau. Derfor er det vigtigt at understrege, at de faktiske forhold der i den virkelige verden gør sig gældende for Bygma, kan variere fra det resultat vi fremkommer med i analysen.

Modellen er, som illustreret af modellen, opdelt i to overordnede grupper:

Primære aktiviteter og støtteaktiviteter.

De primære aktiviteter består af nedenstående punkter, der i høj grad fokuserer på værdikæden for virksomhedens primære aktiviteter fra start til slut.

1. Indgående logistik

Indgående logistik beskriver virksomhedens indkøb af varer og råmaterialer.

Leverandører af disse materialer, samt adgang til, og erhvervelse af, andre relevante ressourcer for at virksomheden kan drifte.

2. Produktion

Dette punkt beskriver hvordan virksomheden omsætter råvarer til produkter der kan videresælges til kunderne.

3. Udgående logistik

Her analyseres virksomhedens evne til at omsætte varer eller ydelser til kunderne.

4. Markedsføring

Dette punkt analyserer hvilke konkrete tiltag virksomheden benytter for at henvende sig direkte til den ønskede kundegruppe(r) med det formål at præsentere nye og eksisterende produkter til dem.

5. Service

Her analyseres virksomhedens service efter salget er skat. Punktet omhandler både kundeservice, men også leverancer af produkter, installation, garanti, reparationer og andre relevanter punkter.

Støtteaktiviteterne består af følgende punkter, der i høj grad skal ses som støttefunktioner til de ovenstående punkter i de primære aktiviteter. Selvom der er tale om ”støttefunktioner” er disse dog væsentlige, især for større virksomheder, for at virksomheden kan fungere.

1. Infrastruktur

Her analyseres de overordnede funktioner i virksomheden. Administration, ledelse mv.

2. Teknologisk udvikling

Her undersøges forhold der relaterer sig til produktudvikling internt i virksomheden.

3. HR

Her analyserer væsentlige HR-relaterede forhold der er relevante for virksomheden.

4. Indkøb

Dette punkt analyserer virksomhedens indkøbsforhold, herunder hvordan kontrakter med leverandører mv. indgås.

Efter denne korte præsentation af modellen, vil vi nu udføre analysen med udgangspunkt i Bygma A/S.

Primære aktiviteter

Indgående logistik

Bygma er leverandør af et stort sortiment af byggerelaterede produkter. Når man ser på Bygmas hjemmeside blot nogle af produktkategorierne som følge: Trælast, mursten og cement, diverse udstyr til byggeri, og meget mere. Som de fremgår af hjemmesiden, har Bygma mange forskellige typer af produkter fra mange forskellige mærker. Derfor må de konkluderes, at Bygma har utroligt mange leverandører, både nationale og internationale leverandører. Da Bygma får leveret deres produkter fra mange forskellige leverandører er det enormt essentielt for Bygma at have styr på deres indgående logistik. Hvis dette punkt i værdikæden fejler, vil de i høj grad ikke være i stand til at genfylde deres lagre, og dermed vil de ikke kunne levere til kunderne.

Produktion

Bygma er som udgangspunkt ikke en produktionsvirksomhed. I stedet er deres primære fokus at indkøbe og videredistribuere byggematerialer, værktøj mv. Det vurderes derfor, at i tilfælde af, at Bygma selv producere enkelte produkter, ikke er et væsentligt led i deres værdikæde.

Udgående logistik

Bygma har byggemarkeder på mange lokationer, hvor kunderne selv kommer og afhenter de produkter de har brug for til deres byggeri. Bygma må antages at have en central, hvor indkøb lander, og derfra bliver distribueret ud til de enkelte detailbutikker, eller direkte ud til kundernes byggepladser.

Det vurderes at være et vigtigt element i Bygmas værdikæde, at have en solid udgående logistik, så de på den måde sikrer, at distributionen af deres produkter kommer ud til butikkerne og byggepladserne.

Markedsføring

Bygma markedsfører sig jf. deres årsrapport (Bygma A/S 2022 Årsrapport side 6 ”ledelsesberetningen”) mod professionelle og semi-professionelle håndværkere.

Bygma benytter sig af traditionelle markedsføringskanaler som online markedsføring samt reklamer i ældre medier som f.eks. TV.

Derudover har de i en årrække været sponsor for Danmarks Håndboldlandshold for herrer, hvilket kan karakteriseres som en alternativ markedsføringsplatform.

Bygma er en veletableret spiller på det danske marked som leverandør af byggematerialer, og det er usikkert i hvilket omfang yderligere markedsføring vil have indflydelse på kundernes brandkendskab, og som konsekvens heraf i hvilket omfang yderligere markedsføring vil have væsentlig betydning for fremtidig vækst for Bygma. Det vurderes derfor at markedsføring ikke er det mest væsentlige punkt i Bygmas værdikæde. Dog er det et område de bør vedligeholde som det er nu.

Service

Som ekstern observatør, er det svært at vide præcist, hvilket serviceniveau Bygma leverer. Dog kan man sige, at som alle andre etablerede virksomheder i Bygmas størrelse, at de har et effektivt kundeservice-organ, der kan assistere kunderne med udfordringer og problemer der af og til opstår i forbindelse med køb af byggematerialer.

Det vurderes dog, at en virksomhed som Bygma bør have et stort fokus på at levere en god service til kunderne, både før, under og efter købsprocessen. Derfor vurderes det at være et væsentligt punkt i virksomhedens værdikæde.

Støtteaktiviteter

Infrastruktur

Det må antages at en stor koncern som Bygma har den nødvendige infrastruktur der er nødvendig for at udføre deres daglige opgaver. Det må ligeledes antages, at der er styr på infrastrukturen, og at der i det omfang det er nødvendigt foretages de justeringer der er behov for, for at sikre at den nødvendige infrastruktur fortsat er til stede.

Teknologisk udvikling

Som leverandør til professionelle håndværkere og større byggerier, må det forventes, at Bygma altid kan levere materialer, der er på niveau med de seneste markedstrends.

Som det allerede er omtalt tidligere i denne analyse, står Bygma ikke selv for deres produktudvikling eller produktion. Derfor er de meget afhængige af, at deres leverandører altid udvikler og forbedrer deres produkter.

Det vurderes derfor, at dette område ikke er noget Bygma direkte, kan påvirke selv som en konsekvens af deres forretningsmodel. Alligevel er det et utrolig vigtigt område. Hvis leverandørerne ikke kan levere de produkter, Bygmas kunder kræver, kan man være nødt til at lede efter andre leverandører.

HR

I forhold til HR relaterede spørgsmål, vurderes det, at det er vigtigt, at Bygma er en god arbejdsplads, da uden tilfredse medarbejdere vil virksomheden ikke have nogen værdi.

Indkøb

Dette punkt hænger i Bygmas tilfælde meget sammen med punkt 2 i støtteaktiviteterne. Det må antages at Bygma konstant forhandler med både eksisterende og nye leverandører for at sikre, at man dels har de produkter kunderne efterspørger, men også at Bygmas leverandører kan levere produkterne løbende, så Bygma kan levere til deres kunder inden for rimelig tid, for at mindske risikoen for at de handler hos Bygmas konkurrenter i stedet.

Samtidig er det ikke kun et spørgsmål om produkter. Vi må også gå ud fra, at Bygma hele tiden forsøger at optimere deres aftaler med deres leverandører ud fra et økonomisk perspektiv, for at Bygma hele tiden får de bedste aftaler.

Denne del af værdikæden er essentiel for Bygmas forretning. De er enormt afhængige af at have gode leverandører. Da Bygma ikke selv producerer nogle varer er forholdet til både eksisterende og kommende leverandører vigtigt.

Konklusion på analyse af Porters Værdikæde

Analysen viser tydeligt, at Bygma har godt styr på sin værdikæde, hvilket også er forventeligt for en virksomhed af Bygmas størrelse. Der er mange områder af værdikæden, hvor Bygma ikke selv bare kan foretage omvæltende ændringer, hvis de skulle ønske det. Dette er primært en konsekvens af, at Bygma har valgt en forretningsmodel, hvor man er enormt afhængig af de produkter, de kan købe fra deres egne leverandører.

Derfor er det også de primære aktiviteter, der bør være Bygmas fokusområde, når de leder efter stedet, hvor de kan optimere deres værdikæde.

Analysen viser i høj grad hvor vigtigt, det er for Bygma at have styr på deres indgående logistik. Det er vigtigt, at de hele tiden får leverancer af nye materialer, så deres lagre er fyldt, for at kunne levere kundernes ordrer.

Kritik af Porters Værdikæde

Det største kritikpunkt af modellen, når den bruges til en opgave som denne er, at grundlaget for analysen bliver meget overfladisk, og i høj grad baseret på antagelser og formodninger. Det kræver dybdegående kendskab til virksomhedens processer før man kan lave en værdikæde analyse på den måde som den oprindeligt har været tiltænkt.

Ansoffs vækstmatrix

Som en afslutning på den strategiske analyse vil der blive anvendt de informationer der er oparbejdet i den interne og eksterne strategiske analyse, og kombinere disse for at lave et forslag til at se på, hvilke muligheder Bygma har for at anvende resultatet af den strategiske analyse til at forbedre deres virksomhed, og øge deres vækst.

I forbindelse med budgetteringen af fremtidens økonomiske udvikling for Bygma, til brug for værdiansættelsen er det interessant at se på, hvilke muligheder Bygma har for at vækste i fremtiden. Resultatet af analysen vil indgå i den samlede vurdering af fremtidsudsigterne for Bygma, når der senere estimeres et fremtidigt budget for Bygma.

Figur 9.7 Ansoffs vækstmatrix		
	Nuværende produkt	Nyt produkt
Nuværende marked	Markedspenetration – Øget markedsandel – Øget forbrug hos nuværende kunder	Produktudvikling – Produktforbedring – Produktlinjeudvikling
Nyt marked	Markedsudvikling – Udvide markedet til nye segmenter – Geografisk ekspansion	Diversifikation – Koncentrisk diversifikation – Konglomerat-diversifikation

Kilde: Baseret på Ansoff, H. I., Corporate Strategy – an analytical approach to business policy for growth and expansion, McGraw-Hill, 1965.

Figur 4, Ansoffs Vækstmatrix Kilde: (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - Ansoffs Vækstmatrix, 2022).

Til det har vi valgt at anvende Ansoffs vækstmatrix, da denne ser på muligheder for udvikling af allerede eksisterende produkter, muligheden for at udvide produktsortimentet, samt hvilke muligheder Bygma har for at udvide deres virksomhed og se på nye markeder, der ikke umiddelbart er en del af deres nuværende strategi, om at henvende sig til professionelle og semi-professionelle håndværkere.

Konkret består Ansoffs vækstmatrix af to kategorier, nuværende og nye produkter, disse fordeles derefter ud på nuværende og nye markeder (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - Ansoffs Vækstmatrix, 2022).

Eksisterende produkter

Bygma sælger et stort udvalg af materialer og værktøjer til byggeriet. Deres produktsortiment er meget bredt og dækker en meget stor del af det, man vil betegne som varer til byggeriet. Bygma sidder allerede på en meget stor del af det danske marked, og har kunder over hele Danmark. Men samtidig er der, som denne opgave også beskriver særligt senere i regnskabsanalysen andre store konkurrenter i Danmark.

Det vil være en mulighed for Bygma at finde en måde at tage markedsandele fra konkurrenterne, og derved opnå en større andel af det samlede danske marked.

En anden mulighed er at øge fokus på den internationale salg, og udvide markedsandelene der. Men det er som udgangspunkt ikke et job for Bygma A/S, men nærmere en strategisk beslutning, der skal tages højere oppe på koncernniveau.

En anden mulighed, kunne være i højere grad at øge den mængde af varer, de allerede nu sælger til deres kunder. En måde at gøre dette på er naturligvis at sælge endnu flere af de varer, de allerede sælger. Det er dog på sin vis svært at se, at det er realistisk, man må gå ud fra at kunderne allerede i forvejen køber, det de har brug for hos én leverandør. Derfor vil det i højere grad være relevant at se på mulighed, for at tilbyde andre eller anderledes produkter der kan differentiere dem fra konkurrenterne.

Nye produkter

Når man taler om nye produkter i Ansoffs vækstmatrix er der to overordnede ting man kan kigge på: Produktudvikling og diversifikation.

Produktudvikling handler om at videreudvikle på det produkt, det kan blive forbedret, kan blive leveret i større mængder eller på anden måde giver kunderne en bedre oplevelse og service.

Diversifikation kan ses som at differentiere sig til sig selv og de produkter man allerede tilbyder, altså med andre ord, tilbyde nye produkter og services, som man ikke tidligere har solgt. Derudover dækker diversifikation også differentiering i forhold til sine største konkurrenter.

I Bygmas tilfælde vil et oplagt område være at kigge på produktudvikling af de allerede etablerede produkter. Bygma har en stærkt brand når det kommer til salg af byggematerialer og værktøj. På nuværende tidspunkt er det en del af Bygmas strategi at levere til professionelle og semi-professionelle håndværkere. Bygma brander sig på at henvende sig til en specifik målgruppe ved professionelle håndværkere, og det vil nogen se som et kvalitetsstempel. Derfor kan der være en ide i at oprette et andet byggemarked, eventuelt med et andet navn. Derfor kunne det være oplagt at se på at oprette en underafdeling af Bygma der henvender sig til amatører og folk der som udgangspunkt ikke kan anses som håndværkere i nogen sammenhæng. På den måde bevarer man brandet Bygma, samtidig med at man skaber et helt nyt brand man kan markedsføre direkte til en anden målgruppe uden at påvirke anden markedsføring mod andre målgrupper.

Konkret vil Bygma nok i høj grad kunne sælge det samme sortiment til den nye målgruppe. Der vil være mulighed for at oprette nye afdelinger, rundt om i landet, hvor fokus vil være større på private forbrugere, de vil kunne komme og købe de produkter, som de har brug for. I disse butikker kunne der så være høj fokus på bygge og gør-det-selv rådgivning til folk, så de føler, at de får en ekstraordinær service. På baggrund af dette, kan der opstå en helt ny mulighed for diversifikation i forhold til langt de fleste andre byggemarkeder.

For når man har amatørerne inde i butikkerne og yder rådgivning er der potentielt ikke langt til at sælge byggeopgaver til folk. Så hvis man opretter en entreprenøraftdeling, vil der være mulighed for at kunne give kunderne tilbud, mens de er i butikken.

Her vil der være tale om Down stream vertical integration, altså hvor man starter eller måske opkøber en virksomhed, der gør sig i byggeentrepriser. Denne type virksomheder vil nok i dag udgøre en større del af Bygmas kundesegment, så hvis man selv indtræder i branchen, giver det nogle unikke fordele i forhold til konkurrenterne, da man pludselig selv er en del af den kundesegments kerneforretning henvender sig til. Det giver et særligt indblik i de udfordringer, den branche har. Det ville give Bygma de absolut bedste forudsætninger for at optimere deres kerneforretning, salg til erhverv, så de kan tilbyde de bedste produkter, løsninger og services.

Dette kan han den afledte effekt at de ender med et produkt er markant anderledes og bedre end det de øvrige konkurrenter kan tilbyde, hvilket i et best-case scenarie vil medføre at kerneforretningen vil tage markedsandele fra de øvrige konkurrenter.

Delkonklusion på analyse af Ansoffs vækstmatrix

Ovenfor er der præsenteret forskellige muligheder for Bygma for at opnå vækst. Særligt i forhold til at udbyde nye produkter er der præsenteret nogle store forslag. Det er væsentligt at bemærke, at de forslag, der er præsenteret ovenfor formentligt, vil være meget omstændige at implementere. Det vil kræve års planlægning, og det vil i mange af tilfældene være forbundet med meget store økonomiske og tidsmæssige investeringer.

Derfor er man, når man skal evaluere på analysen, nødt til at tage et skridt tilbage og se på, hvor realistisk det er, at man nemt kan føre en eller flere af de forslag, der er fremkommet i analysen ud i livet.

Det skal ikke ses sådan, at analysen ikke giver et positivt fremtidsperspektiv for Bygma og deres muligheder for fremtidig vækst. Men når vi senere vil bruge resultatet af denne analyse, sammen med de øvrige strategiske analyser, vil vi udvise et vist mådehold i forhold til at give denne analyse for høj vægt i forhold til at budgettere optimistisk for fremtiden.

Kritik af analyse af Ansoffs Vækstmatrix

Der er flere faktorer i forbindelse med Ansoffs vækstmatrix, man skal være opmærksom på, når man anvender denne analyse.

Analysen er meget overfladisk. Når man ser på en virksomhed og dens muligheder for udvikle sig og vækste er det i den virkelige verden et enormt arbejde der hele tiden foregår for at se på, hvilke aspekter af virksomheden, der skal forbedres, og hvor der opstår mulighed for at nytænke.

Særligt for en stor virksomhed som Bygma må man antage, at der er et stort fokus på strategiudvikling. Derfor er det en anelse urealistisk, at man i en opgave som denne, ved at

benytte en analyse som Ansoffs vækstmatrix, kommer tilstrækkeligt i dybden og sikrer at alle overvejelser kommer i betragtning, når man skal vurdere på nye tiltag.

En anden udfordring ved at benytte denne analyse er, at man som ekstern analytiker ikke har adgang til interne data fra virksomheden. Denne data vil være essentiel for at vide, hvilke ressourcer virksomheden har til rådighed for at implementere eventuelle nye væksttiltag. Dette hænger i nogen grad sammen med analysens overfladiske natur, som er beskrevet ovenfor.

Analysen bærer også præg af, at det er meget let at være overambitiøs i de tanker man gør sig i forhold til virksomhedens muligheder for udvikling. Det er forholdsvist lige til, når man sidder ved tegnebrættet at komme på store vidtrækkende tiltag, der skal gøre virksomheden endnu større og bedre.

I mange tilfælde er det let at forestille sig, at man kan komme på mange gode ideer i analysefasen, når det kommer til at udføre disse tiltag i praksis, vil man let komme i en situation hvor økonomi, tid og kompetencer bliver en uensigtsmæssig udfordring, der gør, at man kan ende med at opgive at implementere, de udviklingstiltag, man havde planlagt. Dette behøver dog ikke udelukkende at være en negativ ting. For dette er måske Ansoffs Vækstmatrix største fordel. Den fungerer rigtig godt, som en indledende øvelse, der bedst kan beskrives som en form for brainstorming-fase. Det der er væsentligt, vil være, hvordan man behandler det resultat, man kommer frem til i analysen efterfølgende.

SWOT-analyse

Denne analyse skal komprimere de væsentligste pointer fra den strategiske analyse, med det formål at analysere, hvilke muligheder og udfordringer Bygma potentielt står overfor (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - SWOT-analyse, 2022).

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
Et af landets foretrukne byggemarkeder Produkter af høj kvalitet ift. konkurrenter	Stor konkurrence Høje priser
Stærk værdikæde	
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
Markedstrends Opkøb Nye produkter og services Kunstig intelligens	Lovgivning Konjunkturfølsom

Figur 5, SWOT-analyse, egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis, inspireret af modellen i (Olsen, Staunstrup, & Hermann, STRATEGI – det strategiske lederskab - SWOT-analyse, 2022)

Som ovenstående figur viser er der forskellige forhold Bygma bør være opmærksomme på. Bygma er en stor spiller på det danske marked, og har været det i mange år. Det medfører stort brandkendskab hos kunderne. De kender Bygma og ved, hvad de står for. Det kan være en stor fordel, hvis de skal udføre nogle af de muligheder for at udvikle deres forretning som er beskrevet i afsnittet om Ansoffs vækstmatrix. Hvis de eksempelvis skulle oprette en ny forretning, der primært henvender sig til amatører og gør-det-selv håndværkere, er det vores opfattelse at den nye forretning vil have stor gavn af, at være en søstervirksomhed til Bygma, der allerede er så veletableret.

Derudover ser vi store perspektiver i muligheden for fremadrettet, at Bygma kan inddrage kunstig intelligens i deres forretning på en eller anden måde.

En mulighed kunne være at arbejde imod en chat-robot, der uafhængigt og menneskelig indblanding kunne rådgive håndværkere, om hvilke materialer der kunne være relevante for dem at anvende til deres projekt.

Der er stor konkurrence på markedet, som udgangspunkt er dette opsat som en svaghed, for det gør det selvfølgelig sværere at tage nye markedsandele, hvis der allerede er andre der sidder på dem. Derudover er der større konkurrence om nye markeder når disse opstår. Omvendt er det heller ikke så slemt igen. For hvis der ikke er hård konkurrence, og man allerede har en plads på dette marked, må det antagelsesvist betyde, at det bliver sværere for andre at komme ind på markedet, som en ny konkurrent. Derudover må det også skulle anses som et kvalitetsstempel, at der stadig er så mange, der handler med Bygma, på trods af, at der er andre muligheder.

De strategiske analyser viser også tydeligt, at Bygma er i en branche hvor udsving i samfundsøkonomien spiller en stor rolle. Derfor kommer årene med høj inflation til at have negative konsekvenser for Bygma, i hvert fald på den korte bane.

Senere i opgaven vil vi redegøre for, hvordan vi ser at det forhold konkret kommer til at påvirke Bygma.

Konklusion på den strategiske analyse

Den strategiske analyse viser, at der mange faktorer, der er væsentlige for Bygma, og som kan påvirke deres fremtidige markedsposition. Bygma, som alle andre i byggebranchen er i risiko for at blive enormt påvirket af ny lovgivning, både generelt, men i særdeleshed i relation til den grønne omstilling. Bygma befinder sig i et marked hvor der er mange relativt store konkurrenter, og hvor særligt Stark puster dem i nakken, i hvert fald i forhold til størrelse. Derudover er byggebranchen måske en af de brancher, der er mest følsomme overfor konjunkturændringer. Højkonjunktur betyder typisk øget forbrug, da folk har flere penge mellem hænderne, hvilket naturligt vil resultere i folk bruger flere penge på at bygge nyt og renovere. Omvendt betyder lavkonjunktur at folk er mere påpasselige med at bruge unødvendige penge, og her er det sandsynligt at byggeriet falder ind under denne kategori.

Den interne analyse giver som, konsekvens af at vi ikke har adgang til interne data fra Bygma, et begrænset billede af de interne forhold der gør sig gældende for Bygma.

Bygma er en veletableret virksomhed, der har en stærk værdikæde fra start til slut der understøtter deres aktiviteter.

Analysen viser også tydeligt, at der er mange muligheder for at Bygma kan udvikle deres forretning og deres koncept for at modstå evt. udfordringer der vil opstå som følge af eksterne og interne udfordringer, eller som følge af øget pres fra konkurrenterne.

Generelt viser den strategiske analyse, at Bygma står stærkt, hvilket også fremkommer af SWOT-analysen. Som alle andre virksomheder er de i et eller andet omfang sårbare overfor de eksterne forhold, der er i verden omkring dem, og som de ikke selv har muligheder for direkte at påvirke, og hvor de i nogle tilfælde, bliver nødt til at omstille sig for at kunne fortsætte med at eksistere i den nye virkelighed, hvad enten der er tale om nye krav fra kunderne, konkurrenter der overtager markedsandele og presser Bygmas koncept, eller om det er ny lovgivning der kræver ændringer.

Når vi skal fortolke resultatet af den strategiske analyse til brug for værdiansættelsen af Bygma, vil vi på den korte bane mene, at Bygma vil opleve en nedgang som er en konsekvens af de generelle samfundsøkonomiske tendenser med stigende inflation. Det betyder at de i de kommende år vil opleve et dårligere resultat. På lang bane er vi dog optimistiske på Bygmas vegne. Det er vores vurdering af Bygma står stærkt fra et strategisk synspunkt, og derfor vil vores estimat på længere sig være, at Bygma fortsætter deres vækst.

Regnskabsanalyse

Alle beregninger i dette afsnit kan ses i Bilag 1.

For at have de bedste forudsætninger for at udføre værdiansættelsen af Bygma, er der udarbejdet en regnskabsanalyse, der vil analysere udviklingen på udvalgte regnskabsposter samt udvalgte, beregnede nøgletal. Formålet med regnskabsanalysen er at have en grundlag for estimering af fremtidige budgetter til brug for værdiansættelsen.

Regnskabsanalysen har to overordnet formål, dels at forsøge at signe noget om, hvad det ligger til grundlag for udviklingen i nøgletallene, men i høj grad også at forstå og vurdere hvordan Bygma performer i forhold til sine konkurrenter.

Regnskabsanalysen er udarbejdet for regnskabsårene 2022-2018. Det er vurderet at en 5-årig periode er passende, for at kunne forstå og vurdere udviklingen af selskabets økonomiske forhold over tid. En længere årrække betyder også, at ”afstikker år”, som f.eks. 2020 og 2021 må siges at være, på grund af covid-19, ikke kommer til at stå alene, og dermed giver et forkert billede af selskabets udvikling og økonomiske stilling.

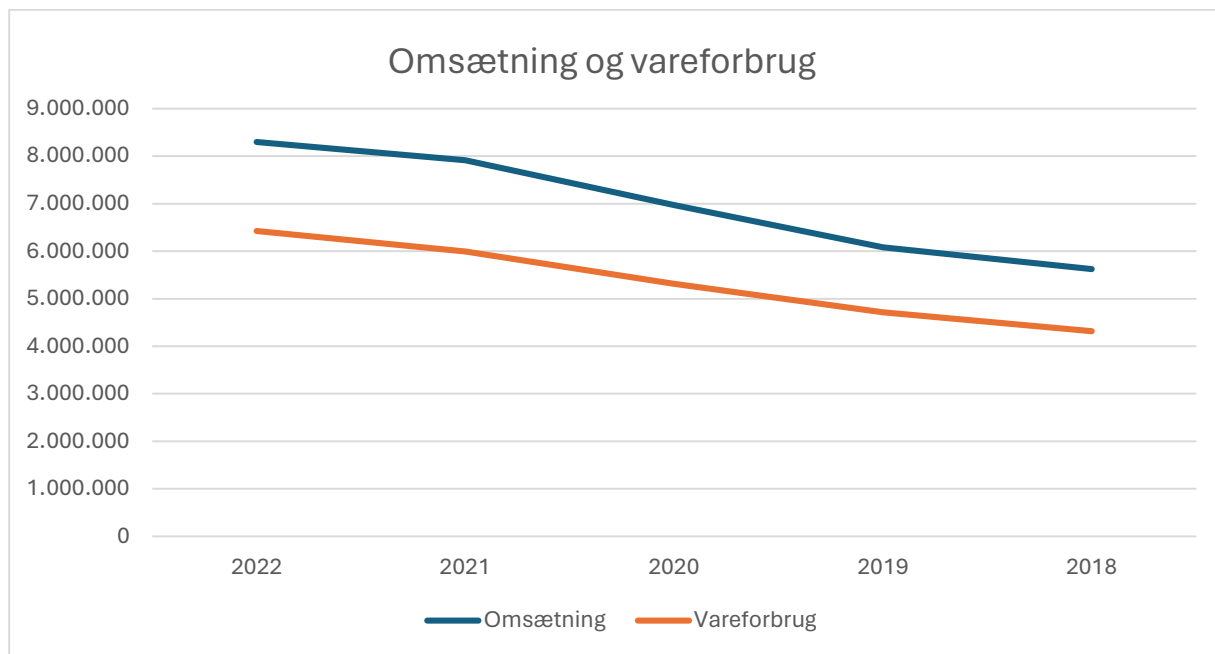
Udover regnskabsanalysen for Bygma, har vi valgt to andre virksomheder i samme branche, Stark og Davidsen Tømmerhandel. Løbende i analysen vil vi sammenholde udviklingen på udvalgte nøgletal og regnskabsposter for Bygma med de to førnævnte selskaber.

Formålet med at inddrage andre selskaber er, at det giver et bedre billede af udviklingen for branchen som helhed. Derudover kan det at sammenholde Bygmas performance med andre selskaber, også være med til at identificere, hvordan Bygma klarer sig i forhold til konkurrenterne, og det gør det nemmere at vurdere om Bygmas udvikling trender opad eller nedad.

Hele regnskabsanalysen er udarbejdet på baggrund af de tilgængelige regnskabstal i de offentliggjorte regnskaber for de respektive selskaber. Da alle selskaber er i regnskabskasse C, betyder det, at regnskabstallene er relativt specificeret, hvorfor vi har vurderet at disse tal er tilstrækkelige til at give en brugbar analyse.

Udvikling i aktivitetsniveau

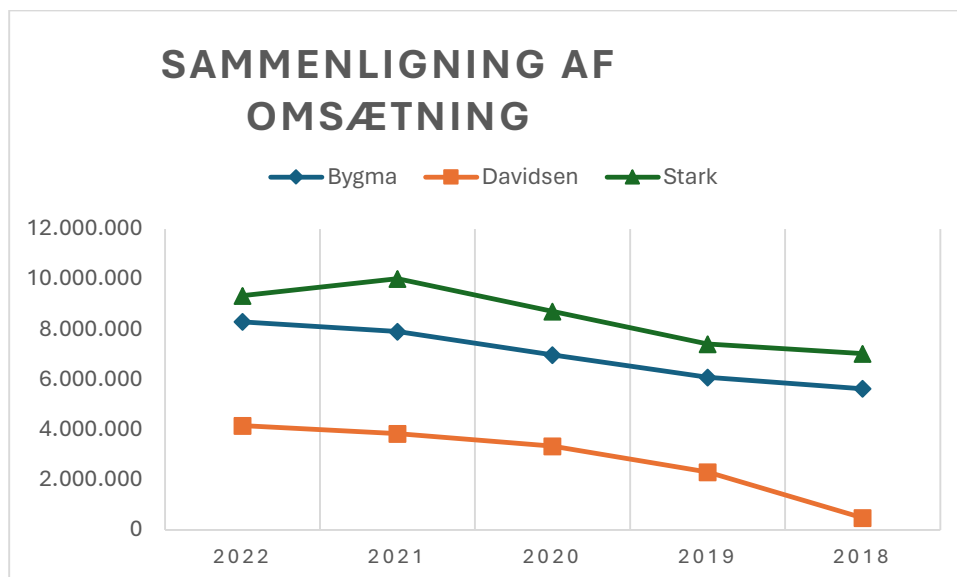
Udviklingen i aktivitetsniveau undersøges, da det vurderes at det giver et indblik i Bygmas evne til løbende at vækste. Samtidig har der i analyseperioden været flere globale begivenheder, der kan påvirke byggebranchens aktivitetsniveau generelt, og som konsekvens heraf, kan Bygmas aktivitetsniveau også være påvirket.



Figur 6: Omsætning og vareforbrug for Bygma i perioden 2018-22. Egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis.

Som ovenstående graf viser, har Bygma kontinuerligt lykkedes med at øge omsætningen år for år. Selv i 2020 og dele af 2021 hvor verden i høj grad var præget af Covid-19 pandemien er Bygma lykkedes med at øge omsætningen.

Den positive udvikling, er fortsat ind i 2022, selvom verden allerede i 2022 begyndte at opleve stigende energipriser, samt en inflation der toppede i slutningen af 2022.



Figur 7: Omsætning for Bygma, Davidsen & Stark i perioden 2018-22. Egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis.

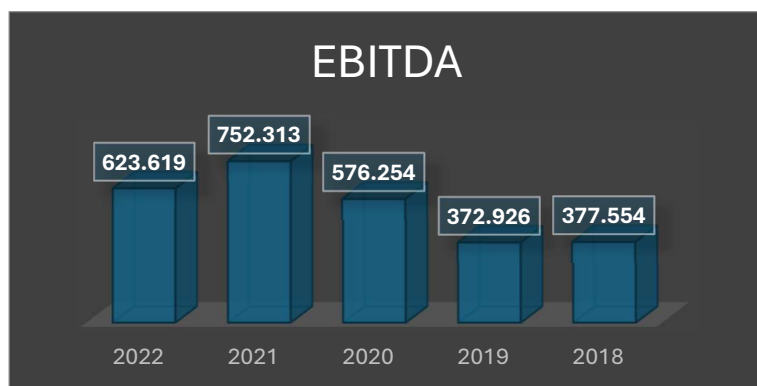
Kigger man på de to konkurrenter der sammenlignes med, ses det at alle 3 i hele perioden har en opadgående kurve. Dog kan man se, at Stark ikke har formået at vedholde den samme omsætning i 2022 som tidligere. Det man skal være opmærksom på ift. tal der vedrører Stark, er, at deres regnskabsperiode er anderledes en Bygma og Davidsens. Bygma og Davidsen har regnskabsafslutning 31.12, hvilket vil sige, at de tal der er med i årsrapporten for 2022 senest er opgjort 31.12.2022. Stark har derimod regnskabsafslutning 30.06. Det vil i dette tilfælde sige, at tallene i år ”2022” faktisk også indeholder data for de første 6 måneder af 2023. Derfor kan den nedadgående trend vi ser hos Stark, muligvis forklares ved, at vi faktisk ser nogle af de konsekvenser, der er ved den høje inflation, der har været i lang tid, kombineret med, at renten er det på højeste set i lang tid.

Det kan betyde, at det endeligt har sat en dæmper på investeringslysten i samfundet. Man kan derfor heller ikke med sikkerhed sige, at hvis man havde data for 2023 for de to andre selskaber, at man ville se en lignende udvikling for disse.

Det man kan sige er trods alt, at alle tre virksomheder over en årrække har øget deres omsætning, og væksten ret betydeligt. Det er en god indikator på, at branchen som helhed er kommet godt igennem diverse kriser igennem de seneste par år, og at der ser ud til at være en stor lyst i samfundet til at købe og investere i bolig og nybyggeri.

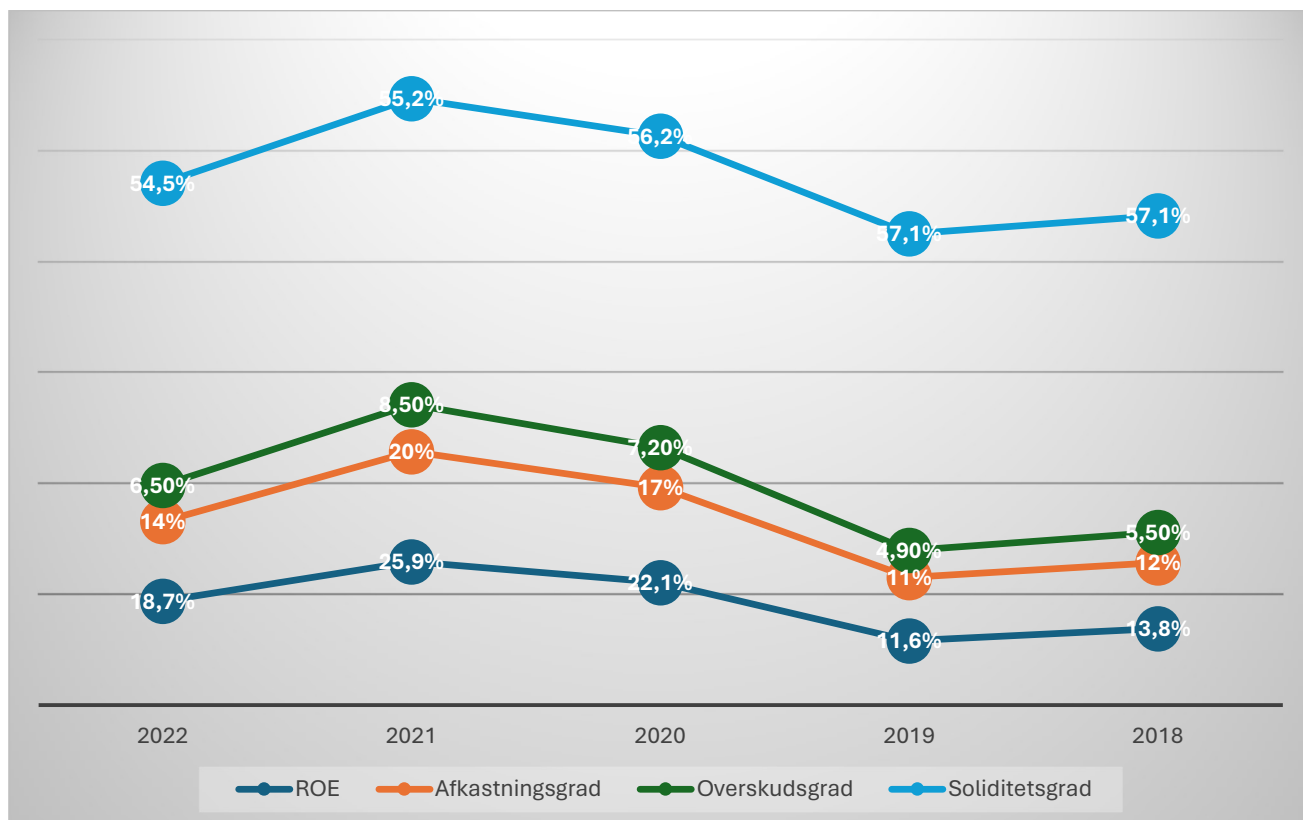
Der er nu konstateret, at Bygma oplever vækst og har gjort det i en længere periode. Men en høj omsætning er ikke en garanti for at driften faktisk giver overskud. Derfor findes der andre nøgletal der kan være relevante at se på.

Et af dem kunne være EBITDA – dette kan oversættes til indtjening før finansielle poster, afskrivninger og skatter. Med andre ord er det altså en måde at måle på om driften isoleret set er profitabel.



Figur 8: Udvikling i EBITDA for Bygma A/S gennem årene 2018-2022. Egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis.

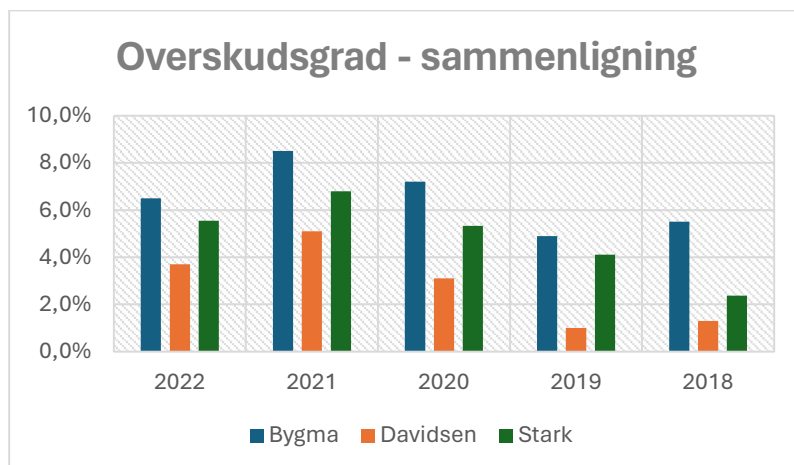
Som figuren ovenfor viser, har Bygma en positiv EBITDA gennem hele perioden, men der ses en tydelig fremgang i årene 2020-2022 ift. de tidligere år. Det skyldes, at omsætningen er steget, men at de øvrige driftsomkostninger ikke er steget i samme omfang. I 2022 ser man, at der er et lille fald sammenholdt med de to tidligere år. Dette kan potentielt forklares ved inflationen. Omsætningen i 2022 er steget, men på grund af inflationen er vareforbrug, øvrige driftsomkostninger som el og gas mv. steget mere i pris end stigningen i omsætningen kan dække ind. EBITDA fokuserer som nævnt tidligere kun på resultatet af driften før andre omkostninger der ikke direkte eller indirekte kan henføres til driften. Men disse omkostninger eksisterer naturligvis uanset, og de har en indflydelse på om det er profitabelt for aktionærerne at eje virksomheden. Derfor er der en række andre nøgletal, der siger noget om virksomhedens profitabilitet.



Figur 9: Udvalgte nøgletal for Bygma for 2018-2022. Egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis.

Tabellen ovenfor viser udvalgte nøgletal for Bygma. Som det fremgår, er udviklingen på mange måder i tråd med den udvikling vi også så på, da vi kiggede på EBITDA. I 2018 og 2019 er udviklingen på det laveste niveau, og ligger meget tæt på hinanden over de to år. I 2020 og frem, ses der en fremgang på de tre profitabilitetsnøgletal.

Overskudsgraden er et udtryk for, hvor stor en del af virksomhedens omsætning er bliver til et faktisk overskud på bundlinjen. I analyseperioden svinger den mellem 4-9%. Det er svært at sige noget om, hvorvidt det er en god eller dårlig overskudsgrad ved bare at kigge på tallet. Derfor kan det være en fordel at sammenligne med andre virksomheder i samme branche, for at se hvordan en virksomhed performer i forhold til konkurrenterne



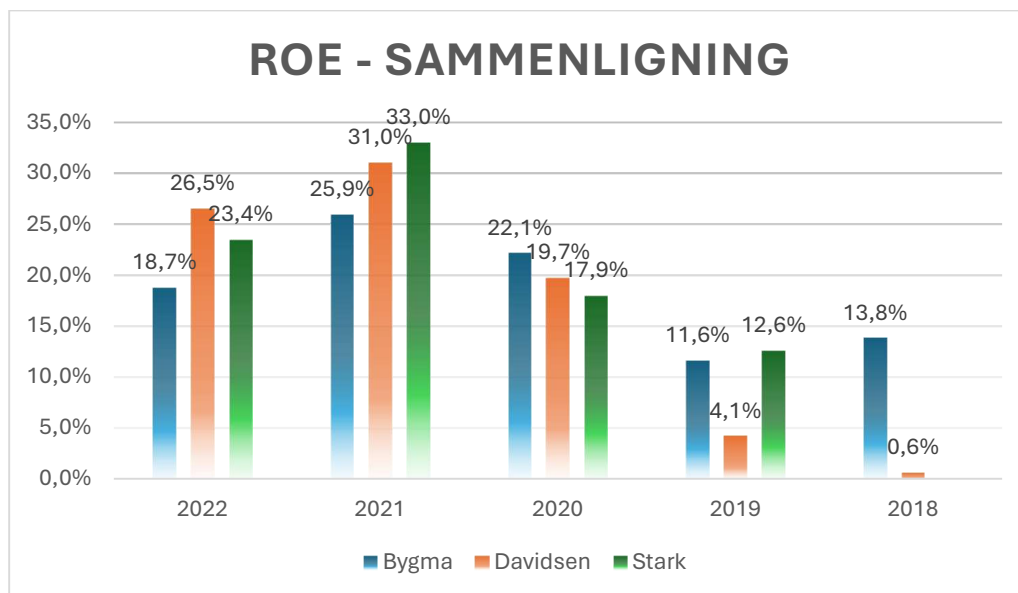
Figur 10: Overskudsgrader for Bygma, Davidsen og Stark, 2018-2022. Egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis

Som figuren ovenfor viser, ligger Bygmas overskudsgrad markant højere end de to andre virksomheder, der er udvalgt til benchmarking.

Et andet væsentlig nøgletal man kan se på, er ROE, eller egenkapitalens forrentning. Denne er særlig interessant for virksomhedens ejere/aktionærer. Derfor er dette nøgletal særlig interessant i forbindelse med en værdiansættelse, da det kan give et billede af, hvor stort et afkast, man kan forvente på sin investering.

ROE er et udtryk for hvor stor en del af resultatet efter skat udgør af den samlede egenkapital, eller med andre ord, hvor meget egenkapitalen vokser et enkelt regnskabsår.

For Bygma ser ROE således ud, over en årrække:



Figur 11: ROE for sammenligningsvirksomheder for 2018-2022. Egen tilvirkning af forfatterne Rasmus og Theis

I figur 11, er 2018 ROE for Stark taget ud af tabellen. Tallet var meget høj som følge af frasalg af en dattervirksomhed. Dette vil have medført at resten af tallene, ville blive komprimeret, og det ville gøre den mindre brugbar til analyseformål.

Tabellen viser et klart billede af, at i løbet af analyseperioden er både Stark og Davidsen kommet tættere på Bygma, hvad angår ROE. Davidsen er sammenlignet med de to andre, noget mindre og har en mindre egenkapital. De er desuden vækstet enormt i løbet af perioden, hvorfor der skal mindre til, at de forbedrer deres ROE sammenlignet med de andre.

For Stark kan man se, at de i nogle af årene også overgår Bygmas ROE. Hvis udviklingen fortsætter, vil det ikke være urealistisk, at de inden for en relativt kort årrække bliver større end Bygma målt på egenkapital.

Soliditetsgrad

Soliditetsgraden kan fortælle regnskabsbrugeren noget om, hvor velkonsolideret en virksomhed er. Soliditetsgraden er et udtryk for hvor stor en del af et selskabs aktiver der er ”egenfinansieret” via egenkapitalen. Eller hvis man vender det om, hvor stor en del af aktiverne der er finansieret ved fremmed finansiering.

En højere soliditetsgrad kan bruges til at vurdere et selskabs evne til at stå imod evt. økonomiske usikre tider, eller andre forhold der gør, at virksomhedens drift i en periode vil opleve nedgang.

Som det fremgår af figur 18, er Bygmas soliditetsgrad stabilt i midt-50'erne. Det vil sige at egenkapitalen udgør minimum 50% af de samlede aktiver. Det vil sige at aktiverne som minimum kun kan være behæftede med lån mv. for under 50%, så hvis man i en ekstrem, og i øvrigt hypotetisk, situation blev nødt til at frasælge alle aktiverne for at indfri lånene, ville man stadig have en positiv egenkapital herefter.

Konklusion på regnskabsanalysen

Regnskabsanalysen har vist, at Bygma over en længere årrække er lykkedes med at vækste deres omsætning og aktivitetsniveau markant. Det er svært at sige, at det er Bygma i sig selv der har forårsaget dette, for når man kigger på de udvalgte konkurrenter, har de været igennem en lignende udvikling. En del af forklaringen kan ligge i, at der i Danmark har været i en særdeles god økonomisk periode, og det er ikke ulogisk at forestille sig, at det kan medføre øgede investeringer i renoveringer af boliger, samt en masse nye byggeprojekter.

På baggrund af den ovenstående regnskabsanalyse vurderes det, at Bygma er en velkonsolideret virksomhed, med der har været igennem en god udvikling de seneste år. Når man måler på diverse nøgletal, ligger de meget godt til ift. øvrige konkurrenter. Derudover kan man sige, at når man ser på konkurrenterne, har de i høj grad været igennem samme udvikling som Bygma, hvilket er en stærk indikator for, at branchen i sin helhed har været i en meget god periode. Derfor vurderes det, at ved udelukkende vurdering på baggrund af regnskabsanalysen, vil det være rimeligt at have en optimistisk tilgang til det fremtidige budget til brug for værdiansættelse af Bygma.

Dog skal man være opmærksom på, at regnskabsanalysen ikke kan stå alene, og denne skal ses i sammenhæng med den strategiske analyse for at få et mest retvisende billede af den estimerede fremtid for Bygma.

Budgettering

Til at lave en brugbar beregning af Bygmas værdi, er man nødt til at se på Bygmas fremtidige pengestrømme og fremtidige budgetter. Det ligger selvsagt i ordet fremtidige, at der er tale om ikke endnu realiserede resultater, men i stedet et estimat af den fremtidige udvikling af Bygmas økonomiske forhold. Estimeringen af de fremtidige budgetter vil blive udført på baggrund af de konklusioner, rapporten har analyseret sig til, dels i opgavens strategiske analyse, men der vil også blive inddraget regnskabsanalysen og den udvikling, der er konstateret heri som et pejlemærke for, hvordan den historiske udvikling for Bygma har været og vil udvikle sig fremadrettet.

Henholdsvis den strategiske og regnskabsmæssige analyse, har ikke hver især en foruddefineret vægtning, selvom der tidligere i rapporten er gjort rede for, hvorfor den interne del af analysen vægtes mindre, i denne del af opgaven. Det skyldes, at der vurderes, at det er svært at retfærdiggøre, at den ene del af de to analyser, giver et bedre billede af den fremtidige udvikling end den anden. I stedet skal de ses, som en hjælp til at forstå Bygmas finansielle stilling, samt give et indblik i, hvordan verden rundt om dem har en både direkte og indirekte påvirkning på Bygmas fremtid.

Derudover skal de to analyser ses som et værktøj, til at perspektivere det endelige resultat opgaven kommer frem til. Budgetteringen vil tage udgangspunkt i det, der kan læses om ledelsens forventninger til det kommende regnskabsår fra Bygmas offentliggjorte årsregnskab for 2022 (Bygma.dk, 2024)(Årsrapport 2022).

Budgetteringen vil omfatte de samme regnskabsposter, som vil blive stillet op på samme måde som den seneste årsrapport for Bygma, der er inddraget i opgaven. Det vil sige årsrapporten for 2022. (Bygma.dk, 2024)(Årsrapport 2022, resultatopgørelse og balance). Dette gøres for at opnå størst mulig kontinuitet i forhold til virksomhedens faktiske regnskaber. Da alle regnskaber ikke er født ens, kan det være svært at anvende dem til analyseformål, hvis de er så forskellige, at beregningen af diverse komponenter til senere beregninger for værdiansættelsen bliver så anderledes at tallene ikke kan sammenholdes.

Derfor vil vi efter budgetteringen beregne de nøgletal for resultatopgørelsen samt balancen, der findes nødvendige for senere at kunne lave de nødvendige beregninger til vores værdiansættelse.

Derudover vil der blive tilpasset balancens poster, og på den måde skabe Bygmas udgave af et managerial balance sheet (Viallet & Hawawini, 2022), der er en komprimeret balance, som laves efter en standardiseret model. Dette sikrer de bedst mulige forudsætninger for, at de efterfølgende beregninger vi kommer til at foretage, er så brugbare som overhovedet muligt.

Estimering af fremtidige budgetter for Bygma

Alle beregninger i denne afsnit kan ses i bilag 2, i fanen budettering.

Dette afsnit i rapporten vil beskrive nogle af de overvejelser, der er gjort i forhold til det budget der er lagt for Bygma i perioden 2023-2027. I dette afsnit vil der ikke blive gennemgået samtlige poster i de fremtidige budgetter, i stedet vil der komme overordnede tanker, samtidig med at der vil blive lavet nedslag på enkelte regnskabsposter, når det vurderes, at disse har særlig relevans for opgaven, og særligt i relation til den kommende værdiansættelse.

Der er valgt, at lave budgetter 5 år ud i fremtiden. Der vurderes, at 5 år er en passende ramme til fange mindre udsving i de samfundsøkonomiske tendenser. Disse er beskrevet med en højere detaljeringsgrad i den strategiske analyse, at samfundsøkonomiske konjunkturudsving er et af de bedste målepunkter for en virksomhed i byggebranchen, når det kommer til at vurdere virksomhedernes økonomiske fremtid.

Nogle vil sikkert kunne komme med det modargument, at konjunkturudsving er så vigtigt et parameter for Bygma, vil det ikke være en ide at forlænge budgetteringsperioden, således at sandsynligheden for at budgetteringen faktisk rammer konjunkturudsving. Men opfattelsen er, at det er for svært at forudse, hvornår der kommer store konjunkturudsving i samfundsøkonomien, at der er tale om en reel lavkonjunktur.

Samtidig med det, er der naturligvis også andre faktorer, både eksterne og interne, der påvirker Bygma. Des længere ude i fremtiden man går, des sværere bliver det at komme med kvalificerede bud på, hvordan verden ser ud, og hvilke aktuelle ting der vil kunne påvirke Bygma.

Det betyder i praksis, at risikoen for at man kommer til at gætte på fremtidige budgetter fremfor at komme med kvalificerede estimater, der er baseret på konkrete analyser, bliver større.

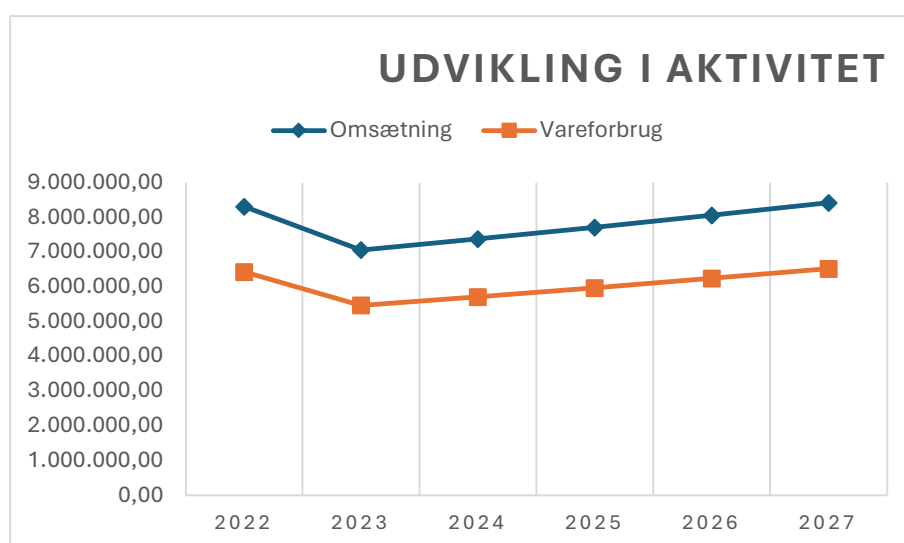
I det tilfælde vil det være oplagt at sætte spørgsmålstegn ved, hvilket omfang de fremtidige budgetter overhovedet kan bruges i nogen sammenhæng, hvor det giver mening.

Så den endelige vurdering er, at 5 år er en passende periode. Der kommer tilpas langt ud i fremtiden til, at mindre udviklinger i økonomien, vil blive omfattet af rapporten.

Udvikling i aktivitetsniveau

En af de væsentligste forhold at kigge på, vurderes at være aktivitetsniveauet. Den nemmeste måde at se på aktivitetsniveauet for en virksomhed, er ved at kigge på omsætningen, da det alt andet lige må være et udtryk for hvor meget virksomheden evner at sælge af deres produkter og services.

Omsætningen og vareforbruget vurderes at være væsentlige regnskabsposter, da det i langt de fleste virksomheder vil være de to primære poster, hvor virksomheden har alle deres indtægter, og en stor del af deres omkostninger i form af udgifter til vareforbrug.



Figur 12, udvikling i aktivitet, egen tilvirkning, forfatterne Theis og Rasmus

Figur 12, viser udgangspunktet for henholdsvis omsætning og vareforbrug. Omsætningen som stammer fra de realiserede tal fra 2022 årsrapporten, (Bygma.dk, 2024)(Årsrapport 2022).

Herefter kommer de 5 års estimering af budgettet for omsætning og vareforbrug.

Som det fremgår, er udviklingen i alle årene fra 23-27 ens for begge regnskabsposter.

Det er de, fordi omsætning og vareforbrug som udgangspunkt følges ad. Da omsætning først må indregnes i resultatopgørelsen, når der er sket og leveret et salg, og indregningen af

vareforbrug som udgangspunkt forudsætter, at der faktisk er solgt noget, er det vores vurdering, at det er mest passende, at disse to regnskabsposter følges ad.

Som figuren viser, oplever begge poster i 2023 et fald. Dette skal ses som en konsekvens af de forhold, der er beskrevet i den strategiske analyse ift. inflation mv. Derudover er det jf. Bygma selv også deres forventning, at 2023 bliver et vanskeligt år. Dette fremgår af et interview givet af Klaus Hadsbjerg, adm. direktør i Bygma A/S fra den 17. april 2023, hvor han påpeger, at 2023 og 2024 bliver meget vanskelige år, men i fremtiden forventer han stadig vækst. (Bielefeldt, Bygma-direktør: Jeg tror, 2023 bliver det vanskeligste år, 2023)

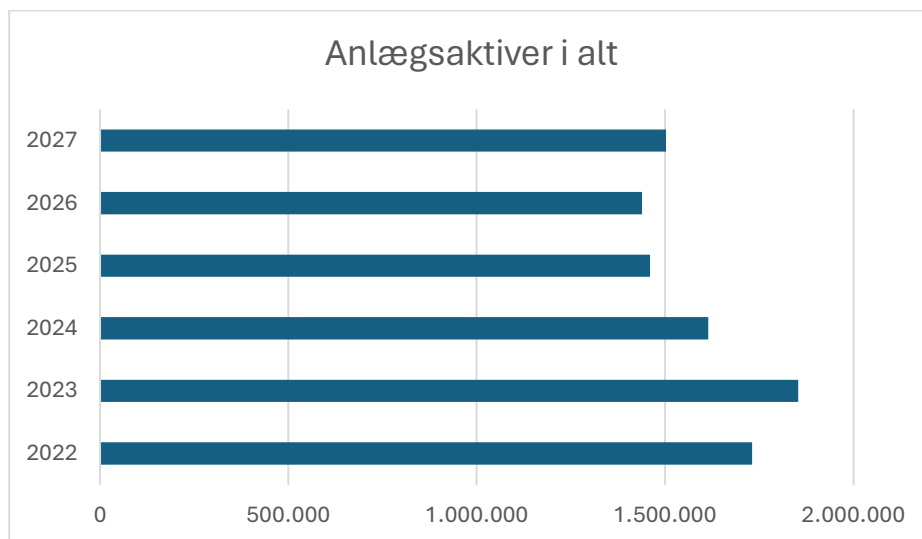
Når man ser på årene efter 2023, ses en stabil vækst på 4,5% pr. år. Vi har valgt at fastsætte den samme vækst hvert år, hvilket i praksis nok er en smule urealistisk. Men selvom en fast vækst aldrig bliver præcis, kan den tage forbehold for, at der nogle år potentielt kan være højere vækst, mens der i andre år kan være lavere vækst. Derfor fungerer det i praksis som en gennemsnitsmetode.

Baseret på opgavens tidligere analyser, er det fortsat vores overbevisning, at Bygma går en fin fremtid i møde i forhold til fremtidig vækst.

Når man ser på regnskabsanalysen, ses det tydeligt at Bygma og de øvrige aktører i branchen kontinuerligt er lykkedes med at øge deres vækst, år efter år. Selv i krisetider som under COVID-19 oplevede de fremgang. Dette er for os en stærk indikator for, at på trods af at det forventes 2023 at blive et år med nedgang, vil Bygma i fremtiden igen opleve en god vækst som de har gjort hidtil.

Investeringslyst

Et andet parameter, der er interessant at kigge på, er virksomhedens investeringer. Det er naturligt en svær post i regnskabet at forsøge at lave et estimat for. Men på trods af det, vurderes der, at der er en god sammenhæng mellem mængden af investeringer en virksomhed foretager, hvad en virksomhed investerer i, og udviklingen i afskrivninger på disse aktiver, og den strategi en virksomhed har for fremtidig vækst.



Figur 13: Anlægsaktiver i alt fra 2022-2027, egen tilvirkning forfatterne Theis og Rasmus

Figuren ovenfor viser udviklingen i anlægsaktiver i alt. For en konkret fordeling ud på de enkelte grupper af anlægsaktiver, henvises til bilag 2.

Som figur 13 viser, er 2023 det år, hvor anlægsaktiverne er på sit højeste. Det er der to primære årsager til. Dels er det vurderingen, at en af de måder Bygma kan komme tilbage fra et hårdt år i 2023, er ved at investere sig ud at problemerne. Det kan f.eks. være i form af opkøb af nye butikker eller udvidelse af allerede eksisterende butikker.

Derudover er projekter under udvikling også på sit højeste i 2023. Tilsammen gør det, at 2023 har det højeste niveau af anlægsaktiver. Det er vores overbevisning at fremtidige investeringer primært vil stamme fra investeringer i grunde og bygninger. Særligt hvis Bygmas intention er at fortsætte med at opkøbe nye butikker. Der bliver løbende bliver der afskrevet på aktiverne.”

Afskrivningerne kan ses her:



Figur 14: Afskrivninger i alt, egen tilvirkning forfatterne Theis og Rasmus

Som det ses, er der en stigning i afskrivninger, hvilket hænger sammen med en stigning i investeringer. Afskrivningerne stiger, mens den samlede regnskabsmæssige værdi af anlægsaktiverne falder. Dette hænger sammen med, at der afskrives lineært på aktiverne.

Delkonklusion på budgettering

For at se den fulde budgetterede resultatopgørelse og balance henvises til bilag 2.

I forhold til de budgetterede tal, er det vigtigt at understrege, at de er præget af en høj grad af subjektive skøn. Konkret betyder det, at tallene ikke kan henføres til nogen faktiske eller realiserede tal. I stedet er de estimeret på baggrund af vurderingen af udtalelserne fra eksterne kilder, samt resultaterne af de analyser der tidligere i opgaven er lavet.

Det betyder, at der er en stor usikkerhed med tallene i budgetterne. Et bedre budget ville have fremkommet gennem drøftelse med Bygma A/S, med det formål at få deres input på budgetterne.

Det er dog opfattelsen, at den strategiske og særligt den regnskabsmæssige analyse er så veludførte, at konklusionerne heri danner et stærkt fundament for at kunne sige noget om Bygmas fremtidige økonomiske udvikling.

Værdiansættelse af Bygma A/S

Når det kommer til at værdiansætte virksomheder, der ikke er børsnoteret, er der en række udfordringer, man bliver nødt til at overkomme. Den helt åbenlyse er, at hvis man vil vide, hvad markedsværdien for en given virksomhed er, er man nødt til at beregne den selv, i modsætning til børsnoterede virksomheder, hvor man går ind på en onlinebørs og ser værdien.

Når man skal forsøge at beregne en værdi af en virksomhed, skal man først vælge, hvilken metode man vil anvende. Der findes en lang række anerkendte teorier og modeller der kan anvendes. I denne opgave er der valgt at anvende en DCF-model (Viallet & Hawawini, 2022), eller *discounted cash flows*. Konkret anvendes denne metode til at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme til en nutidsværdi.

En DCF-model er en oplagt model at anvende i en case som denne, da der indgår en lang række variabler, der er med til at afgøre den beregnede værdi. Bedre forarbejde, man har lavet, des bedre bør resultatet modellen ende ud i blive.

Der ligger dog også som en iboende risiko heri, at nogle af de fremtalte variabler indeholder skøn af forskellig karakter. Når man taler om skøn, er der altid en risiko forbundet hermed, da udøvelsen af skøn i høj grad er afhængig af den eller de der udøver skønnets bias.

Der vil blive kommet ind på, hvor der er udøvet skøn senere i afsnittet. Her vil der også blive redegjort for de valg, der er taget og hvilken argumentation der ligger bag.

Resultatopgørelse og balance til brug for estimering af fremtidige pengestrømme

Som nævnt i afsnittet om de fremtidige budgetter, er der udarbejdet budgetter for Bygma ud fra samme opstilling, som er anvendt i Bygmas regnskab. Det betyder, at både resultatopgørelsen og balancen er uhensigtsmæssige at anvende til en beregning af fremtidige pengestrømme. Dette skyldes, at der mangler væsentlige nøgletal og beregninger der skal danne grundlag for andre beregninger.

Derfor er der udarbejdet en modificeret resultatopgørelse og balance som anvendes.

Resultatopgørelsen:

I resultatopgørelsen er der beregnet summeringer af resultatopgørelsens poster. Det vil blandt andet være EBIT, EBITDA og EAT (Viallet & Hawawini, 2022). Resultatet af dette gør, at der nu er en resultatopgørelse, der ser således ud:

I tkr.	Realiseret	Estimeret budget				
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Omsætning	8.301.314	7.056.117	7.373.642	7.705.456	8.052.202	8.414.551
Variable omkostninger	-7.687.418	-6.819.675	-7.146.769	-7.507.271	-7.827.202	-8.103.354
Andre driftsindtægter	9.723	10.000	9.000	12.500	17.000	11.350
EBITDA	623.619	246.441	235.873	210.685	242.000	322.546
Afskrivninger	-84.719	-66.231	-69.517	-73.356	-77.761	-82.755
EBIT	538.900	180.210	166.356	137.329	164.239	239.791
Resultat af kapitalandele	-4.033	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	16.093	17.833	18.047	18.264	18.483	18.705
Finansielle omkostninger	-21.003	-21.371	-21.745	-22.125	-22.512	-22.906
EBT	529.957	176.673	162.658	133.467	160.210	235.589
Skatter	-120.638	-40.265	-37.075	-30.396	-36.509	-53.703
EAT	409.319	136.407	125.583	103.071	123.701	181.886

Tabel 15: Resultatopgørelse med beregnede summeringslinjer, egen tilvirkning forfatterne Theis og Rasmus

Formålet med denne nye resultatopgørelse er at have en resultatopgørelse der er dekomponeret, hvilket vil sige, at den er teknisk set, opdeles i små bider. Det betyder i praksis, at man kan lave analyser på forskellige stadier af resultatopgørelsen.

Balance:

Balancen egner sig som standard heller ikke til at blive anvendt til at foretage en værdiansættelse. Derfor er denne konverteret til en standard balance inden for økonomisk teori, kaldet en *managerial balance sheet* (Viallet & Hawawini, 2022).

Denne er særligt vigtig af en primær årsag. Når man udarbejder en sådan balance, beregner man et tal der hedder WCR – *working capital requirement* (Viallet & Hawawini, 2022), der er et væsentligt nøgletal når man skal beregne det frie cash flow.

Alle efterfølgende beregninger og omtale af virksomhedens fremtidige resultater skal ses som en omtale af den nye resultatopgørelse og balance.

Balancen kommer efterfølgende til at se således ud:

I tkr.						
<i>Invested capital</i>						
Likvider	6.022	5.600	5.668	5.736	5.805	5.874
Tilgodehavender fra salg	685.883	583.001	609.236	636.651	665.300	695.239
Varelager	919.599	781.659	859.825	945.808	1.040.388	1.144.427
kreditorer (-)	-942.664	-980.371	-1.019.585	-1.060.369	-1.102.784	-1.244.849
Anden gæld (-)	-160.478	-163.688	-166.961	-170.301	-173.707	-177.181
WCR	502.340	220.602	282.514	351.789	429.199	417.636
Anlægsaktiver	1.731.227	1.853.396	1.615.106	1.459.945	1.439.001	1.502.612
Tilgodehavende hos tilknyttede	518.642	523.828	529.067	534.357	539.701	545.098
Andre tilgodehavender	8.039	8.039	8.039	8.039	8.039	8.039
Selskabsskat	0	0	0	0	0	0
Periodeafgrænsningsposter	0	0	0	0	0	0
hensættelser (-)	-53.759	-50.185	-46.574	-42.928	-39.246	-35.526
Invested capital	2.712.511	2.561.281	2.393.819	2.316.938	2.382.498	2.443.734
Kortfristet gæld (rente)	486.195	495.737	499.779	616.939	855.768	1.031.976
Langfristet gæld	115.634	118.525	121.488	124.525	127.638	130.829
Egenkapital	2.110.682	1.947.019	1.772.553	1.575.474	1.399.092	1.280.929
Capital employed	2.712.511	2.561.281	2.393.819	2.316.938	2.382.498	2.443.734
Ændring i WCR	-18.413,0	-281.738	61.912	69.275	77.409	-11.562

Tabel 16: Managerial balance sheet, egen tilvirkning, forfatterne Theis og Rasmus

Som nævnt er det væsentligste tal i forhold til denne opgave WCR, og ændringen i WCR som beskriver udviklingen år for år. Her kan det i øvrigt nævnes at udviklingen fra 2021 til 2022 er udregnet ud fra tallene for Bygmas regnskab for 2021, der er anvendt i opgavens afsnit om regnskabsanalyse.

Værdiansættelse ud fra DCF-metoden

Alle beregninger i dette afsnit kan ses i bilag 2 i fanen værdiansættelse

Som det ligger i modellens navn discounted cash flows baserer hele modellen sig på at tilbagediskontere fremtidige cash flows for en virksomhed. Derfor er det første man skal gøre at finde frem til virksomhedens fremtidige pengestrømme. Her anvendes det, som kaldes det *free cashflow* (Viallet & Hawawini, 2022).

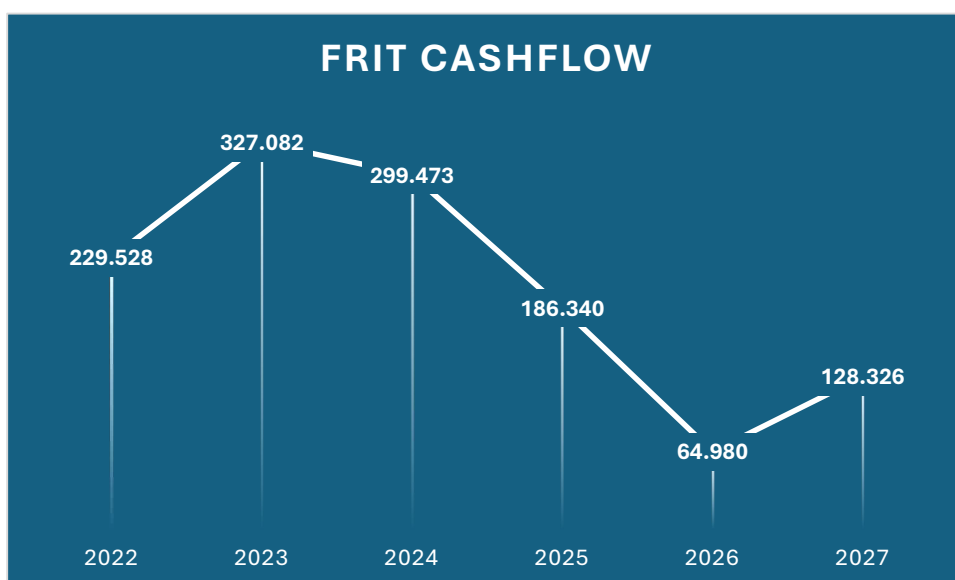
Det frie cashflow tager forbehold for virksomhedens pengestrømme fra regnskabet som en standard pengestrømsanalyse også vil gøre det. Forskellen er, at her er der, et skærpet fokus på de omkostninger, der er forbundet med investeringer. Disse indgår i beregningen, så man finder frem til at cashflow, der giver et billede af, hvad en virksomheds cashflow er, efter omkostninger til investeringer er medtaget.

Det frie cashflow kan udtrykkes ved følgende formel:

$$FCF = EBIT (1 - T_c) + afskrivninger - \text{ændring i WCR} - \text{Nettoinvesteringer}$$

Formelen er beskrevet i Viallet & Hawawini, (2022) side 130 og 131.

Udviklingen af de frie cashflow for perioden 2022-2027 for Bygma A/S ser med udgangspunkt i ovenstående formel således ud:



Figur 17: Frit cash flow 2022-27, egen tilvirkning forfatterne Theis og Rasmus

Som det fremgår af ovenstående tabel, er der en relativ stor udvikling i det frie Cashflow for Bygma. Dette skyldes blandt andet, at i estimeringen af Bygmas aktivitetsniveau i de kommende år, vil opleve en stor nedgang i 2023, og først i løbet af de kommende år vil de komme sig.

Dette betyder af virksomhedens EBIT i perioden vil være noget lavere end det realiserede resultat for 2022. Derudover er der også en relativt stor nedgang i nettoinvesteringerne i 2024 og 2024, hvilket også påvirker det frie cashflow negativt.

Efter man har beregnet det frie cashflow, skal man finde frem til terminalværdien i det første år der følger budgetperioden (Viallet & Hawawini, 2022). Da en virksomhed må antages at fortsætte med at være i drift længere ud i fremtiden end blot de 5 år, hvor der er lagt et budget for, anvendes en terminalværdi for det efterfølgende år, der umiddelbart følger det seneste år i budgetperioden. I dette tilfælde vil det være år 6. Teorien antager, at den efterfølgende vækst

vil være det samme, hvorfor vi ved hjælp af Gordons vækstformel (Viallet & Hawawini, 2022) kan fastsætte det friecashflow for år 6.

Beregnen af terminalværdien kan udtrykkes således: $TV(6) = \frac{FCF(5) \times (1+g)}{(WACC-g)}$

Denne formel introducerer en række begreber vi skal fastlægge for at kunne anvende formelen og finde frem til terminalværdien.

G = Den faste vækstrate

Denne er baseret på et subjektivt skøn. Vi har fastsat denne til 4,5% for år 5, hvilket afspejler væksten i vores fastlagte budgetter. Da denne antages at være konstant i den efterfølgende periode, er det vores vurdering at det er en korrekt repræsentation af den fremtidige vækst at fastholde denne.

WACC = Weighted cost of capital

WACC er et udtryk for det vægtede forhold mellem egen og fremmedfinansiering af selskabets aktiviteter (Viallet & Hawawini, 2022).

WACCen kan udtrykkes ved følgende formel:

$$WACC = \left(\text{Cost of debt} \times \left(\frac{D}{D + E} \right) \right) + \left(\text{Cost of equity} \times \left(\frac{E}{D + E} \right) \right)$$

Hvor cost of equity er den krævede forrentning af egenkapitalen og cost of debt er den faktiske rentekomkostning efter skat som selskabet har på deres gældsforpligtelser.

Derudover kræver formelen, at forholdet i balancen mellem gæld og egenkapital gøres op.

Cost of equity fastlægges på denne måde:

Først fastlægges en betaværdi. Dette er et udtryk for, hvor følsom en aktie er, for den systemiske risiko (Viallet & Hawawini, 2022). Ved den systemiske risiko forstås den risiko der sker i samfundet rundt om virksomheden, altså noget som ikke selv har en direkte indflydelse på. Betaer kan som udgangspunkt beregnes for den enkelte virksomhed, men det forudsætter, at man har en række oplysninger. Da dette ikke er muligt, kan man i stedet anvende et gennemsnit for børsnoterede virksomheder for en hel branche. Der er valgt at anvende en betaværdi for den branche der hedder byggematerialer (Damodaren, 2024). Denne er opgjort ved New York Universitets Business skole – Stern. Betaen fastsættes til 1,32.

Herefter fastsættes den risikofrie rente. (Viallet & Hawawini, 2022) Beskriver den risikofrie rente således:

”... the government bonds are considered to be default-free bonds.”

(Viallet & Hawawini, 2022, side 338).

Når der tales om en *default* på en obligation, menes der, at den underliggende institution, hvad enten der er tale om en virksomhed eller en stat ikke har mulighed for at betale den forpligtelse, der er knyttet til obligationen. Så når Viallet og Hawawini taler om *default-free*, mener de i virkeligheden, at det er den almene opfattelse, at når nogle stater, herunder Danmark, udsteder en statsobligation, er risikoen for at de ikke kan betale så lav, at det i praksis er umuligt, at de ikke betaler.

Derfor anvendes statsobligationer med en lang løbetid typisk som et benchmark for hvad der kan anses som en risikofri rente. I denne rapport er den risikofrie rente fastsat til 2,6% (Trading Economics, 2024).

Til sidste skal vi se på markedsrisikopræmien (MRP) (Madsen & Hartzberg)

Markedsrisikopræmien skal ses som den yderligere rente investorerne får ved at vælge en investering, der ikke blot er en statsobligation – der er risikofri.

Hvis der ikke er et økonomiske incitament, til at investere i virksomheder, aktier eller andre ting, er der reelt ingen grund til at nogen skulle vælge dette, fremfor en statsobligation der giver et stabilt afkast over en årrække. PWC har lavet en rundspørge for at finde ud af hvad folk i den finansielle verden anvender som MRP, og her viser undersøgelsen at folk har anvendt en MRP i intervallet 2-7,5% (Madsen & Hartzberg).

Denne rapport er et par år gammel på tidspunktet for denne rapport. Det er derfor vurderingen, at investeringer i virksomheder 2022 eller senere må antages at være blevet mere risikofyldt. Derfor er det også logisk at des mere risikofyldt en investering er, des højere et afkast vil man som investor forvente. Derfor er MRP fastlagt til 6%

Derfor bliver cost of equity beregnet til 10,52%.

En anden faktor til beregning af WACCEN er cost of debt.

Der er valgt at tage de samlede rentebærende gældsforpligtelser for Bygma og dividere med de samlede finansielle okstninger i resultatopgørelsen for 2022. Dette er potentielt ikke en helt korrekt metode, da der ikke kan redegøres for alle finansielle omkostninger. Men der er vurderet, at det giver et tilstrækkeligt billede af de gennemsnitlige rentekomkostninger.

Herefter er der korrigeret for skat.

Cost of debt er derfor fastsat til 2,72%.

Det sidste der mangler for at kunne beregne WACCen, er nu at etablere forholdet mellem finansiering via egenkapitalen og fremmedkapital.

Måden dette findes på, er ved at sammeholde henholdsvis gæld og egenkapitalen med den samlede blancesum. Det er her vigtigt at bemærke, at både egenkapitalen og gælden skal anvendes ud fra markedskursen. Det er svært at gøre med en virksomhed, der ikke er børsnoteret. Da egenkapitalen teknisk set ikke har en markedskurs, da den ikke er børsnoteret, og for at kende markedsværdien på de enkelte gældsposter, skulle vi have haft adgang til interne dokumenter fra pengeinstitutter.

Derfor er der valgt at finde et gennemsnit for andelen af passiverne der er finansieret ved fremmedkapital for byggebranchen. (Full:Ratio, 2024)

Building Materials

0.58

7

Figur 18, viser andelen af passiverne finansieret med fremmedkapital, og antal af virksomheder der er den del af gennemsnittet. Kilde: Full:ratio.com besøgt 29.05.24

Figuren ovenfor viser, at andelen fremmedfinansiering udgør 58% det betyder at alt andet lige, at de resterende 42% må være finansieret via egenkapitalen. Beregningen er et gennemsnit af 7 virksomheder. Det er færre virksomheder, end man kunnet have ønsket. Derudover er det faktum at der ikke kan blive specificeret, hvilke virksomheder der er tale om, er noget der trække fra i egnetheden af kilden.

Det er dog vurderingen, at det trods alt stadig giver et mere konkret billede af det generelle forhold mellem gæld og egenkapital indenfor branchen for byggematerialer.

Beregning af WACC:

Nu er der samlet alle relevante parametre for at kunne beregne en WACC.

WACCen kan som tidligere nævnt illustreres ved følgende formel:

$$WACC = \left(\text{Cost of debt} \times \left(\frac{D}{D + E} \right) \right) + \left(\text{Cost of equity} \times \left(\frac{E}{D + E} \right) \right)$$

Indsætter man de tal der er fundet frem til ovenfor, kan formelen reduceres til følgende:

$$WACC = (0,0272 \times 0,58) + (0,1052 \times 0,42)$$

Omregnet til % bliver WACCen til brug for værdiansættelsen af Bygma fastsat til 6%

Inden man kan begynde at beregne nutidsværdier af pengestrømme, skal der opgøres det frie cashflow for år 6.

Som der allerede er nævnt, er formelen til at beregne terminalværdien for år 6 som følger:

$$TV(6) = \frac{FCF(5) \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Det frie cashflow i terminalåret fastsættes derfor til 134.101.

Terminalværdien er fastsat til 8.956.674

Tilbagediskontering af fremtidige pengestrømme og terminalværdi

Alt der er tilbage for at kunne finde værdien af Bygma er at tilbagediskontere henholdsvis de fremtidige pengestrømme, samt nutidsværdien af terminalperioden.

Beregningsen foretages ved brug af Excel, og ender med følgende resultater:

Nutidsværdi af terminalværdien udgør: 8.449.915

Nutidsværdien af fremtidige pengestrømme for perioden 2023-2027 udgør: 878.968.

Value of equity:

For at finde den konkrete værdi af virksomheden, skal der beregnes, hvad der kaldes *value of equity* (Viallet & Hawawini, 2022)

Denne beregnes på følgende måde:

DCF value of equity: (NPV af terminalværdi + NPV af FCF) – Gæld + likvide midler

Hvor de to nutidsværdier er dem der er beregnet ovenfor, mens gæld og likvide midler kan findes i årsregnskabet for 2022 for Bygma A/S.

Formelen kommer til at se således ud:

$$\textbf{DCF value of equity: } (8.449.915 + 878.968) - 1.704.971 + 6.022 = 7.629.934$$

Konklusion på værdiansættelse

Der er nu beregnet en værdi for Bygma A/S 31.12.2022. Værdiansættelsen er udarbejdet ud fra en anerkendt værdiansættelsesmetode. Værdien er beregnet, ud fra dels et resultat af de analyser, der tidligere er udarbejdet i opgaven. Disse analyser danner hovedgrundlaget for alle vurderinger og antagelser, der er taget i forbindelse med værdiansættelsen. Alligevel har det vist, at der er i forbindelse med udarbejdelsen af de forskellige delkomponenter af værdiansættelsen, har været forhold, der i høj grad, har været præget af subjektive skøn. Det betyder naturligvis, at der er usikkerhed forbundet med værdiansættelsen, som også beskrives tidligere i rapporten. Denne usikkerhed er svær at minimere ved yderligere analyser, som eksempelvis en følsomhedsanalyse, der ellers typisk er en metode, der er anvendt for at illustrere, hvor små ændringer i de forskellige parametre, der skal til, før man får et markant andet resultat.

I stedet for, er der valgt at lave en perspektivering af værdiansættelsen, hvor der i stedet kommer med en vurdering af, hvor realistisk og brugbar værdiansættelsen og den bagvedlæggende analyse er, og om der overhovedet er noget andet at gøre.

Perspektivering og alternativ værdiansættelsesmetode

Alle beregninger i dette afsnit kan ses i bilag 2 i fanen værdiansættelse

I afsnittet om værdiansættelse er der udarbejdet og anvendt en DCF-model. Dette afsnit vil forholde sig til nogle af de risikofaktorer, der ved at benytte en DCF-model, særligt i relation til den store mængde af skøn, der er forbundet med sådan en model. Derudover der blive analyseret på værdiansættelsen og resultatet heraf. I forlængelse af dette vil der blive vist et eksempel på en anden metode, og i forhold til en DCF-model, mere simpel måde at lave en værdiansættelse på, ved at introducere en P/E-værdiansættelse af Bygma pr. 31.12.2022.

Opsamling på DCF-model

Den værdi DCF-modellen har beregnet er som bekendt 7.629.934 t. DKK svarende til 7.6 milliarder DKK.

Det er en relativt stor værdiansættelse, men i bund og grund er det et tal, der står for sig selv, og det er som udgangspunkt svært at forholde sig til, uden yderligere kontekst.

For når man anvender en DCF-model, er der rigtig mange underliggende faktorer, der hver især har en mindre eller større indflydelse på, hvilken værdi modellen til sidst genererer.

Først og fremmest er hele modellen baseret på fremtidige forventninger til, hvordan en given virksomheds økonomi udvikler sig over en årrække.

I tilfælde af sådanne typer af opgaver som denne, er det forventeligt, at der ofte ikke vil være intern adgang til virksomheder. I de tilfælde hvor der faktisk er, antages denne at være begrænset, forstået på den måde, at det forekommer os usandsynligt, at virksomheder er villige til at udlevere alle detaljer, om deres forventninger til fremtiden til universitetsstuderende, der efterspørger dette.

Derfor bliver budgetteringen i høj grad baseret på forfatterens antagelser og formodninger. Selvfølgelig foreligger der en strategisk analyse, og i dette tilfælde også en regnskabsanalyse, der giver en indsigt i de eksterne og interne forhold, der er relevante for Bygma. Regnskabsanalysen giver en forståelse for, hvordan udviklingen har været i perioden op til året for værdiansættelsen.

I forhold til disse analyser, er det dog igen værd at fremhæve, at der kun har været adgang til eksterne data, og det reelt ikke kan give den indsigt i de interne forhold, der gør, at man kan drage de rigtige konklusioner i forhold til, hvad der ligger til grund for den økonomiske udvikling, og hvordan Bygma forholder sig til de udfordringer og muligheder de ser for fremtiden.

Dernæst er der en række skøn forbundet med selve beregningen af værdien. Her er det særligt væsentligt at fremhæve et nøgletal, der allerede har berørt en del i afsnittet om værdiansættelsen, nemlig markedsrisikopræmien, herefter forkortet MRP. Som det er beskrevet i PWCs vejledning til at fastsætte denne, er det en subjektiv vurdering der ligger til grund. (Madsen & Hartzberg) i 2020 var den gennemsnitlige anvendte MRP i den rundspørge PWC har foretaget 5,6% til 5,8% afhængigt af, om der var et såkaldt COVID-19

tillæg til MRP, som skal ses som et udtryk for den risiko der var forbundet med usikkerheden ved COVID-19.

Fastsættelsen af MRP i 2022 (med kendskab til den videre udvikling i 2023 og 2024) er selvsagt en udfordring. For det er let at konkludere, at verden umiddelbart er blevet mere usikker som følge af begivenhederne i 2022 og 2023, særligt i relationen til inflationen som også er grundigt beskrevet i opgavens PESTEL-analyse. Ser man på det isoleret set, vil den umiddelbare tanke være, at MRP i 2024, bør være noget højere som følge af den øgede risiko. Men omendt ses der, at i 2024 er den hårdeste periode med inflation ved at være ovre, og er der udsigt til mere normaliserede tilstande.

Derudover er det væsentligt at holde sig for øje, at man har med en virksomhed at gøre, der er leverandør til byggebranchen, og uanset hvor slemt, det står til med økonomien, vil der altid være behov for byggematerialer. Det er et stærkt argument for, at MRP ikke skal sættes alt for højt.

Bygma har i øvrigt et stærkt brand som beskrevet i værdikædeanalysen, og som regnskabsanalysen viser, er Bygma et af landets største byggemarkeder målt på omsætning. Det gør, at det er nærtliggende at antage, at selv på trods af en presset økonomi, vil Bygma fortsat være en af de byggemarkeder, hvor den danske befolkning handler.

Alternativ værdiansættelse

Når der ovenfor er konstateret, at der er visse usikkerheder forbundet med en DCF-værdiansættelse, kan der ses på, hvordan en anden og mere simpel metode værdiansætter Bygma, og om forskellen er så stor, at det er værd at gå ind i diskussionen om, hvilken model man eventuelt bør anvende.

Som alternativ værdiansættelsesmetode er der valgt en P/E-værdiansættelse. (Viallet & Hawawini, 2022).

P/E står for Price/earnings og sammenholder markedsprisen per aktie med indtjeningen efter skat. Det præsenterer nogle problemer, men dem behandler vi senere i afsnittet.

Viallet & Hawawini beskriver denne type af værdiansættelser således:

” A quicker but less reliable method to value the shares of a company is to compare the company to a similar one for which you have data on share price...”

(Viallet & Hawawini, 2022) s. 355

Denne beskrivelse er netop, hvorfor metoden findes interessant. Det væsentlige her er, at den hurtigere, men mindre pålidelig. Dertil er den også simplere at anvende og kræver langt færre data før man kan lave beregningen. Derfor vil der blive testet om en DCF-model, har for mange data, der i øvrigt er baseret på skøn fra forfatterne, at resultatet er i risiko for at blive mindre brugbart, i forhold til en værdiansættelse, der kun kræver to tal før man kan få et konkret bud på en virksomheds værdi.

Værdiansættelse med Price/earnings modellen

Før der kan beregnes en værdi ud fra P/E, er der nogle enkelte faktorer der skal på plads.

Først skal man kende *earnings*, hvilket i dette tilfælde betyder resultat efter skat. Dette tal kan aflæses i årsrapporten for 2022 og var: 409.319 t. DKK

Det andet parameter man skal kende er, hvad markedsprisen pr. aktie er. Her opstår naturligvis en udfordring, da denne opgave vil værdiansætte en virksomhed der ikke er børsnoteret.

Derfor kan man anvende et gennemsnit for branchen, en såkaldt P/E-ratio.

New York University, Stern Business School har opgjort P/E værdier for byggebranchen. De giver forskellige muligheder. I opgaven er der valgt at anvende 2 multipler, en current, der svarer til P/E-ratioen i dag, og så en *forward PE-ratio* der forsøger at fremskrive værdien for de næste 12 måneder. (Damodaren A. , 2024)

Multiplerne er hhv.:

- Current: 25,93
- Forward: 18,9

Det giver følgende værdiansættelse:

Værdi for Bygma 31.12.22	
Forward PE	7.736.129
Nuværende PE	10.613.642

Figur 19: Værdi for Bygma pr. 31.12.2022 beregnet ud fra P/E-ratioer. Egen tilvirkning forfatterne Theis og Rasmus

Sammenligning

Nu hvor der er beregnet to alternative værdiansættelser, vil man kunne sammenligne disse med værdien beregnet ved brugen af DCF-modellen. Derudover vil man se på den bogførte egenkapital pr. 31.12.22 og se hvordan de beregnede værdier adskiller sig fra denne.

Sammenlinging af selskabets værdi	
Egenkapital jf. 2022 årsrapport	2.110.682
Værdi, DCF-equity value	7.629.934
Forward PE	7.736.129
Nuværende PE	10.613.642

Tabel 20: Forskellige værdier for Bygma A/S pr. 31.12.2022. Egen tilvirkning forfatterne Theis og Rasmus

Figuren ovenfor viser de 4 forskellige værdiansættelser for Bygma A/S.

Først og fremmest fremgår det, at alle de tre beregnede værdier er markant højere end den bogførte værdi. Dette giver god mening, da det må forventes at i tilfælde af et eventuelt salg, vil salgssummen overstige egenkapitalen. Derfor er det ikke så interessant af forholde sig til forholdet mellem de beregnede værdier og egenkapitalen.

Derimod er det interessant at se på resultatet af DCF-modellen og P/E-modellen og sammenholde disse med hinanden.

Ser man på værdi der er beregnet ud fra DCF-modellen og Forward PE-modellen, er værdi nærmest identisk. Det kan være en indikator på, at de to værdiansættelser måske rammer skiven meget godt. Det er svært at sige, om det udelukkende er et rent tilfælde. Men når man tænker på at Forward PE er beregnet ud fra en gennemsnitlig aktiepris på flere selskaber i samme branche, vurderes der, at det er en indikator for, at både DCF-modellen og forward PE-modellens værdiansættelse, kan være inden for skiven for, hvad der faktisk er en værdi for Bygma A/S.

Nuværende PE er ca. tre milliarder højere end de to andre værdiansættelser. Umiddelbart vurderes det at være højt, dels i forhold til de andre to værdiansættelser, men også i forhold til den bogførte egenkapital. Det er derfor vores vurdering, at den nuværende PE-model er overvurderet, og som udgangspunkt ikke bør anvendes som et pejlemærke for Bygmas værdiansættelse.

Konklusion

Som det blev beskrevet i afsnittet hvor opgavens problemformulering blev fastsat, er der for at kunne besvare denne opsatte en række hypoteser, der tilsammen skulle danne grundlaget for besvarelsen af opgavens problemformulering.

I denne konklusion vil der blive fulgt op på de enkelte hypoteser, hvilke væsentlige resultater der er kommet ud af analyserne, og ikke mindst hvordan dette resultat skal tolkes i forhold til at påvirke værdiansættelsen af Bygma.

Til sidst vil der blive forsøgt at besvare opgavens problemformulering.

De eksterne og interne strategiske forhold har stor betydning for Bygmas fremtidige økonomiske udvikling

I opgaven er der anvendt 3 strategiske teorier til at afdække de strategiske forhold der er vurderet relevante for Bygma.

Til at analysere de eksterne forhold, har der anvendt en PESTEL-analyse. Resultatet af denne analyse viser, at der er mange eksterne forhold, der påvirker Bygma. Men i høj grad er det efter opgavens vurdering, de økonomiske forhold, der på kort sigt er en risiko for Bygma. Analysen fastlægger, at der i årene 2022-2023 har været en stærkt stigende inflation på op imod 10% om året. Det betyder, som opgaven ser det, at folk bliver nødt til at prioritere deres penge anderledes, og det kan i den yderste konsekvens betyde, at virksomheder som Bygma får færre opgaver, da der bliver allokeret færre penge til byggeriet.

Til at analysere de interne forhold er der anvendt en værdikædeanalyse.

Denne viser, at Bygma har godt styr på deres værdikæde, hvilket giver mening, når man tager Bygmas størrelse i betragtning. Som det også er beskrevet, har der ikke været adgang til nøglepersoner internt i Bygma. Det betyder, at værdikædeanalysen efter opgavens opfattelse bør vægtes lavere end de øvrige analyser i rapporten, da den i høj grad er bygget på forfatternes antagelser og fordomme. Det er dog vigtigt at understrege, at analysen efter opgavens opfattelse stadig er brugbar. Den kan blot ikke stå alene.

For at analysere hvilke muligheder Bygma i fremtiden har for at videreudvikle deres forretning, er der anvendt teorien Ansoffs vækstmatrix. Denne analyse kommer med flere interessante bud på, hvilke muligheder der ses for, at Bygma kan udvikle deres forretning. Som sagt kommer analysen med mange interessante muligheder, men analysen er som beskrevet tidligere i rapporten også meget overfladisk. Der er derfor langt fra at få gode ideer på papiret, til at udføre disse i praksis.

Konklusionen på den strategiske analyse er, at de eksterne forhold på kort bane godt kan risikere at få store, økonomiske negative konsekvenser for Bygma. Men ser man på den lange bane, er det belyser opgaven, at Bygma har alle muligheder for at komme stærkt tilbage. Dels igennem deres stærke brand, og på baggrund af det faktum, at der ses utrolig mange udviklingsmuligheder for Bygma.

Bygmas tidligere økonomiske performance giver et udtryk for, hvordan Bygmas økonomiske fremtid ser ud

Til at komme med et brugbart svar på denne hypotese er der først udarbejdet en regnskabsmæssig analyse af Bygma A/S, og sammenholdt denne med to konkurrenter i branchen, Stark og Davidsen. Regnskabsanalysen viser, at Bygma over en 5-årig periode har opnået en solid vækst gennem alle år. Selv under COVID-19 nedlukningerne er det faktisk lykkedes alle tre virksomheder at øge deres omsætning i perioden.

Når man kigger på de enkelte udvalgte nøgletal, viser der sig et klart billede af, at Bygma ligger i toppen på alle målbare nøgletal.

Analysen viser, at i særdeleshed Stark er på vej frem. Det er ikke utænkeligt at hvis de trends, der er set de seneste 5 år fortsætter, kunne blive større end Bygma målt på egenkapital i selskabet. Regnskabsanalysen viser som sagt at Bygma har opnået stor vækst over en 5-årig periode, samtidig med at det er lykkedes at forbedre bundlinjen. Det gør, at efter opgavens opfattelse, at fremtidige budgetter for Bygma bør afspejle denne trend.

Bygma fortsætter den samme udvikling i fremtiden

Til brug for værdiansættelsen er der i opgaven estimeret fremtidige budgetter for Bygma for en 5-årlig periode. Baseret på ovenstående er der i 2023 vurderet, at Bygma kommer til at opleve en nedgang i deres økonomiske aktivitet, hvilket kan ses direkte på bundlinjen. Samtidig viser regnskabsanalysen, at Bygma har en evne til at drive forretning på en god måde. Det viser, at selvom 2023 ser ud til at blive et hårdt år, vil Bygma fortsætte deres vækst i de kommende år.

DCF-modeller er den bedste type af modeller til at værdiansætte ikke-børsnoterede virksomheder

Opgavens perspektiverende afsnit forholder sig til de resultater, som DCF-modellen har produceret. Samtidig forholder den sig til de usikkerheder, der ses forbundet med anvendelse af en DCF-mode.

En DCF-model er i høj grad baseret på mange skøn, og hver gang der er et skøn, indebærer det, at dem der anvender modellens forudindtagethed påvirker disse skøn, der foretages i forbindelse med udarbejdelsen af modellen.

Det betyder også, at modellen bliver nødt til at være behæftet med en stor usikkerhed, simpelthen fordi, man ikke med sikkerhed kan sige, at der ikke er intern eller ekstern påvirkning på forfatterne der påvirker de valg der er truffet, hvilket i sidste ende har en direkte påvirkning på den værdi modellen beregner. For at forsøge at imødekomme disse udfordringer er der valgt at anvende en alternativ model til at komme med en alternativ værdiansættelse for Bygma.

Der er valgt at anvende en price/earnings-model. Denne model beregner en værdi af en virksomhed ud fra forholdet mellem nettoindtægter og prisen pr. aktie. For at få et realistisk bud på markedsværdien på en aktie for en virksomhed i byggebranchen er der fundet en gennemsnittelig aktiepris online.

Der er beregnet to værdier med denne model. En værdiansættelse baseret på den nuværende P/E-ratio, og en værdi baseret på en fremtidig, forventet P/E-ratio, hvor man har forsøgt at fremskrive prisen for de kommende 12 måneder.

Når man benytter den værdiansættelse, der er baseret på en fremtidig P/E-ratio, rammer man stort set den samme værdiansættelse, som den DCF-model der er opsat, kommer frem til. Den anden værdiansættelse er noget højere, og det er efter opgavens opfattelse ikke et retvisende billede på, hvad en forventelig salgssum kunne være, hvorfor denne forkastes.

Hvad er den beregnede værdi af Bygma A/S pr. 31. december 2022?

Baseret på det perspektiverende afsnit, er det opgavens opfattelse af den mest pålidelige værdi der er beregnet i denne opgave, kommer fra den DCF-model der er opstillet.

På trods af de usikkerheder der er beskrevet ovenfor, er det stadig opgavens opfattelse, at de skøn der er foretaget i forbindelse med opgaven generelt er foretaget ud fra en objektiv vurdering.

Derfor er resultatet af denne opgave, at værdien af Bygma pr 31-12-2022, skal være den værdi der er beregnet ved brugen af DCF-modellen.

Modellen har beregnet følgende værdi: 7.629.934 t.DKK.

Opgaven har gennemgået en interessant udvikling.

Opgaven var tiltænkt blot at skulle beregne en værdiansættelse for Bygma A/S, men løbende under opgaven, udvikler opgaven sig hen imod samtidig at blive en mere teoretisk funderet opgave, der forholder sig til selve den bagvedliggende teori bag værdiansættelsen, og dens anvendelighed.

Dette skal på ingen måde ses som en negativ udvikling. Tværtimod gør det opfattelsen af opgaven, og særligt resultatet af opgaven, mere anvendeligt, da der er analyseret på eventuelle usikkerheder, der er forbundet med den værdiansættelse, der er lavet. Både når det kommer til de enkelte parametre, der er anvendt som grundlag for beregningen. Samt den usikkerhed der i højere grad omhandler de strukturelle problemer med DCF-modeller.

Kildeliste

- Adolfsen, L. D. (23. August 2023). Davidsen Tømmerhandel solgt i milliardhandel. *Wood Supply*.
- Andersen, I. (2014). *Den Skinbarlige Virkelighed, Vidensproduktion i samfundsvidenskaberne. 5. udgave*. Samfundslitteratur.
- Bielefeldt, T. (14. April 2023). Bygma passerer to milliardmilepæle. *Mestertidende*.
- Bielefeldt, T. (17. April 2023). Bygma-direktør: Jeg tror, 2023 bliver det vanskeligste år. *Wood Supply*.
- Bielefeldt, T. (24. August 2023). Efter milliardsalg: Davidsen-direktør ser opkøbsmuligheder i en nedgangstid. *Wood Supply*.
- Bielefeldt, T. (19. Oktober 2023). Se tallene: Indtjeningsfesten er slut i de danske byggecentre. *Wood Supply*.
- Bielefeldt, T. (14. Marts 2024). Bygma opruster på projekt-fronten: - Vi vil være totalleverandør. *Wood Supply*.
- Bielefeldt, T. (1. Marts 2024). Stark lukker sydfynsk forretning. *Wood Supply*.
- Bygherreforeningen. (6. Januar 2023). Kig i krystalkuglen: Trends og tendenser for byggeriet i 2023. *Bygherreforeningen*.
- Bygma.dk*. (2024). Hentet fra Bygma.dk: <https://www.bygma.dk/>
- Christiansen, J. L., & Jakobsen, H. M. (2023). *Værdiansættelse af H&M Danmark*. Aalborg Universitet.
- Damodaren. (2024). New York University, Stern Business School.
- Damodaren, A. (2024). *Price/earning multipler*. New York: New York University, Stern Business School.
- Danmarks statistik nettoprisindeks. (2024). *Nettoprisindeks 2014-2024*.
- Danmarks Statistik. (Påset 31-03-2024). *Danmarks Statistik*. Hentet fra <https://www.dst.dk/da/>
- Danmodaran. (u.d.). *Danmodaran*. Hentet fra Danmodaran: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dansk Byudvikling . (2024). *Kraftig stigning i brugen af digitale værktøjer i byggebranchen*. Dansk Byudvikling. Besøgt 28.05.24
- Dansk Erhverv ved Norstat. (2022). *Miljø- og klimahensyn i danskernes indkøb*. Hentet fra <https://www.danskerhverv.dk/siteassets/mediafolder/dokumenter/01-analyser/analysenotater-2023/miljo-og-klimahensyn-i-danskernes-indkob.pdf>
- davidsen.dk*. (2024). Hentet fra davidsen.dk: <https://www.davidsen.dk/>

- Det Europæiske Råd. (2015). *Parisaftalen om klimaændringer*. Det Europæiske Råd.
- Energihjem. (2023). *Energtilskud 2020-2026*. Energihjem.
- Full:Ratio. (2024). *Debt-equity ratio*. Besøgt 28.05.24
- Madsen, C. A., & Hartzberg, M. (u.d.). *Værdiansættelse af virksomheder - sådan fastsættes afkatskravet*. PWC.
- Mai, C. (20. Februar 2024). Sociolog: 7 megatrends vil udfordre byggebranchen. *Dagens Byggeri*.
- Nielsen, G. K. (30. December 2022). Ny lov for bæredygtigt byggeri skaber ikke holdbare bygninger, men kortsigtede gevinster. *Information*.
- Nielsen, R. S. (26. April 2023). Millioninvestering: Nu udvider Davidsens Tømmerhandel. *Wood Supply*.
- Olsen, N. V., Staunstrup, E., & Hermann, L. (2022). *STRATEGI – det strategiske lederskab - Ansoffs Vækstmatrix*. Trojka.
- Olsen, N. V., Staunstrup, E., & Hermann, L. (2022). *STRATEGI – det strategiske lederskab - Pestel-modellen*. Trojka.
- Olsen, N. V., Staunstrup, E., & Hermann, L. (2022). *STRATEGI – det strategiske lederskab - Porters Five Forces*. Trojka.
- Olsen, N. V., Staunstrup, E., & Hermann, L. (2022). *STRATEGI – det strategiske lederskab - Porters Værdikæde*. Trojka.
- Olsen, N. V., Staunstrup, E., & Hermann, L. (2022). *STRATEGI – det strategiske lederskab - SWOT-analyse*. Trojka.
- SKAT. (2022). Håndværkerfradrag. *Håndværkerfradrag fra SKAT.dk*.
- Stark.dk. (2024). Hentet fra Stark.dk: <https://www.stark.dk/>
- Trading Economics. (2024). [Danmark - 10-årig statsobligasjon | 1983-2024 Data | 2025-2026 Forventning \(tradingeconomics.com\)](https://tradingeconomics.com/denmark/gdp) Besøgt 28.05.2024
- Viallet, C., & Hawawini, G. (2022). *Finance for Executives Managing for Value Creation*. Cengage Learning EMEA.
- Ørkild, K. (16. Januar 2024). Bygma-direktør går fra skurvogn til forsinket guldcenter. *Wood Supply*.
- Ørkild, K. (6. Februar 2024). Se listen: Byggecenterkæder topper som skatteydere. *Wood Supply*.