

HD 2. del studiet i Regnskab og Økonomistyring

Aalborg Universitet

8. semester 2013

# Strategisk analyse og værdiansættelse af Bang & Olufsen A/S



**Opgaveløsere:**

Kasper Oue Laursen, studienr. 20093994

Dan Visti Bøgh Jensen, studienr. 20091908

Karina Abildgaard Sørensen, studienr. 20091974

**Vejleder:**

Per Vestergaard Andersen

## English summary

The purpose of this project was to assess a computed market value of B&O which must be seen in the light of the financial crisis which has entailed a lot of adversity for the price of shares at the stock exchange. The assessment is computed based on a strategic analysis as well as a financial analysis which are to form the basis for our budgeting which will later on result in the assessment of the price of shares.

Collection of data in relation to articles, press releases as well as the price was fixed at 31 March 2013 at which point the price was DKK 52 per share.

### **Strategic analysis**

The strategic analysis contains several relevant models of which the intention is to illustrate both external as well as internal conditions to B&O which may influence the assessment of the share.

In the analysis several measurements were illustrated as well as several possibilities and threats were emphasized to B&O and their future. The main items of the analysis in particular focus on the AV segment, B&O PLAY, Master Dealers, the closure of B1 stores as well as the growth in China.

There was a large decline in the AV segment in recent years which in particular is due to the financial crisis which has resulted in reservation as regards the consumers' demand. This decline has had great importance to B&O which is also expressed in the analysed key figures.

B&O PLAY is a segment in progress. Turnover for this product group increased with more than 100% from 2010/11 to 2011/12. This is also one of B&O's large ventures which are to contribute to meeting their goal regarding growth in the next years.

In continuation of both the AV segment and B&O PLAY, B&O has focused on entering agreements with several Master Dealers. The idea with these Master Dealers is that these will handle the distribution and sale of B&O's products in the land in question. In recent years agreements with Master Dealers were entered in India and China, respectively, as a part of the BRIC countries.

B&O particularly focuses on the BRIC countries where China especially is an interesting market as China is developing into a new super power instead of USA. The Chinese economy is rising which B&O must be able to make the most of in future. B&O for instance attempts to do this through cooperation regarding marketing, sales and lay-out of the stores in China.

On the contrary, in particular the European market is experiencing a crisis situation and therefore the consumers have altered their consumer habits which primarily are a result of the financial crisis. This means that B&O has experienced a decline on this market and therefore B&O has taken the consequence of this decline and is closing 125 B1 stores on the European market. These closures are also a part of B&O's new strategy "Leaner, Faster, Stronger" which is the basis for the next 5 years of B&O's road towards better times.

Together these contributed to both increase and decline in growth which affects the computation of the price.

### **Financial analysis**

We analysed the historical financial information from B&O based on a prepared re-formulated income statement as well as balance sheet for the past 5 financial years. This analysis clearly shows that the financial crisis has had a large influence on B&O as the key figures, operating margin, asset turnover ratio, ROIC and ROE<sup>1</sup> all declined significantly in the financial year 2008/09. In the subsequent financial years, B&O was able to turn the negative development around where several of the before-mentioned key figures experienced progress.

Moreover, the analysis showed that B&O has a low financial gearing as the company has low foreign financing and high own financing in the form of equity.

---

<sup>1</sup> Operating margin = overskudsgrad, asset turnover ratio = aktivernes omsætningshastighed

## Assessment

Based on the above strategic analysis as well as the financial analysis, we created a basis for preparing the budget which forms the final basis for the assessment itself. This is prepared by using the Discounted Cash Flow model.

Two budgets were prepared where the first is based on the above analysis which is called our base case scenario. The second budget is prepared based on a more pessimistic approach to B&O's future which is called our worst case scenario.

Before the assessment itself we also computed the average capital expenses, called WACC. Our computations show a WACC of 7.82% which expresses the minimum yield which B&O is to give in order to be attractive to the investors.

Regarding the base case scenario the price was computed at DKK 47.85 per share, equivalent to 8% less value compared to our fixed price of DKK 52 per share. On the contrary, regarding the worst case scenario a price of DKK 33.52 was computed, equivalent to 36% less than our base case scenario.

Thereby the result of this report is that the market value at the stock market is over estimated in relation to our computed market value which may be due to several factors. The most obvious reason for this is that the investors had a larger confidence in B&O's future than our budget shows. Moreover, it is probable that the investors have great knowledge regarding B&O, their future strategy as well as the market possibilities.

Subsequent to the assessment a sensitivity analysis was performed in which focus is placed on sensitivity towards the different factors included in the computation of WACC as well as sensitivity towards changes in turnover. Upon a change in our WACC of +1% it results in a market price of DKK 40.12 and on the contrary, upon a decline in our WACC of -1% it results in a market value of DKK 59.26.

## Indholdsfortegnelse

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>ENGLISH SUMMARY .....</b>                | <b>2</b>  |
| <b>INDHOLDSFORTEGNELSE .....</b>            | <b>5</b>  |
| <b>ANSVARSFORDELING.....</b>                | <b>8</b>  |
| <b>1 PROBLEM OG TEORI .....</b>             | <b>9</b>  |
| 1.1 INDLEDNING .....                        | 9         |
| 1.1.1 Problemformulering .....              | 10        |
| 1.1.1.1 Underspørgsmål .....                | 10        |
| 1.2 PROJEKTSTRUKTUR.....                    | 12        |
| 1.3 AFGRÆNSNING.....                        | 13        |
| 1.4 METODEOVERVEJELSER.....                 | 16        |
| 1.4.1 Strategisk analyse .....              | 16        |
| 1.4.2 Regnskabsanalyse .....                | 21        |
| 1.4.3 Budgettering .....                    | 22        |
| 1.4.4 Værdiansættelse .....                 | 22        |
| 1.4.5 Følsomhedsanalyse .....               | 23        |
| 1.5. METODE- OG KILDEKRITIK.....            | 24        |
| 1.5.1 Kritik af modellerne .....            | 24        |
| 1.5.2 Kritik af kilderne .....              | 26        |
| <b>2 ANALYSE .....</b>                      | <b>27</b> |
| 2.1 VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE .....            | 27        |
| 2.2 STRATEGISK ANALYSE.....                 | 31        |
| 2.2.1 Ekstern analyse .....                 | 31        |
| 2.2.1.1 PESTEL-analyse.....                 | 31        |
| 2.2.1.2 Porters Five Forces .....           | 47        |
| 2.2.2 Intern analyse.....                   | 56        |
| 2.2.2.1 Værdikædeanalyse.....               | 56        |
| 2.2.2.2 Konkurrence- og vækststrategi.....  | 72        |
| 2.2.2.3 BCG-modellen .....                  | 80        |
| 2.2.3 SWOT-analyse .....                    | 88        |
| 2.2.3.1 Interne forhold .....               | 89        |
| 2.2.3.2 Eksterne forhold.....               | 91        |
| 2.3 REGNSKABSANALYSE .....                  | 94        |
| 2.3.1 Vurdering af regnskabsmateriale ..... | 94        |

|                                                        |     |
|--------------------------------------------------------|-----|
| 2.3.1.1 Revisionspåtegning .....                       | 94  |
| 2.3.1.2 Anvendt regnskabspraksis .....                 | 94  |
| 2.3.1.3 Regnskabsnoter.....                            | 95  |
| 2.3.2 Reformulering .....                              | 96  |
| 2.3.2.1 Reformulering af balance.....                  | 96  |
| 2.3.2.2 Reformulering af resultatopgørelse.....        | 97  |
| 2.3.3 Regnskabsanalyse efter DuPont-pyramiden .....    | 99  |
| 2.3.3.1 Rentabilitetsanalyse.....                      | 99  |
| 2.4 BUDGETTERING .....                                 | 114 |
| 2.4.1 Valuedrivere ud fra den strategiske analyse..... | 114 |
| 2.4.1.1 Vækst i Kina .....                             | 115 |
| 2.4.1.2 Lukning af B1 butikker .....                   | 115 |
| 2.4.1.3 B&O PLAY .....                                 | 116 |
| 2.4.1.4 Master Dealer .....                            | 116 |
| 2.4.1.5 AV Segmentet .....                             | 116 |
| 2.4.1.6 Delkonklusion.....                             | 117 |
| 2.4.1 Budgetperiode.....                               | 118 |
| 2.4.2 Budgettering af base case.....                   | 119 |
| 2.4.2.1 Omsætning.....                                 | 119 |
| 2.4.2.2 Overskudsgraden .....                          | 120 |
| 2.4.2.3 Selskabsskatten.....                           | 121 |
| 2.4.2.4 Nettodriftsaktiver.....                        | 121 |
| 2.4.2.5 Beregning af DO efter skat.....                | 122 |
| 2.4.2.6 Estimering af det frie cash flow .....         | 122 |
| 2.4.3 Budgettering af worst case scenario.....         | 123 |
| 2.4.3.1 Omsætning.....                                 | 123 |
| 2.4.3.2 Overskudsgraden .....                          | 124 |
| 2.4.3.3 Selskabsskatten.....                           | 124 |
| 2.4.3.4 Nettodriftsaktiver.....                        | 124 |
| 2.4.3.5 Beregning af DO efter skat.....                | 125 |
| 2.4.3.6 Estimering af det frie cash flow .....         | 125 |
| 2.4.4 Delkonklusion budgettering.....                  | 126 |
| 2.5 VÆRDIANSÆTTELSE .....                              | 127 |
| 2.5.1 Kapitalomkostninger.....                         | 127 |
| 2.5.1.1 Ejernes afkastkrav .....                       | 128 |
| 2.5.1.2 Långivernes afkastkrav.....                    | 131 |
| 2.5.1.3 Kapitalstruktur .....                          | 131 |

|                                                    |            |
|----------------------------------------------------|------------|
| 2.5.1.4 Beregning af WACC .....                    | 132        |
| 2.5.2 Værdiansættelsen af base case.....           | 133        |
| 2.5.3 Værdiansættelse af worst case scenario ..... | 135        |
| 2.6 FØLSOMHEDSANALYSE .....                        | 136        |
| <b>3 KONKLUSION.....</b>                           | <b>141</b> |
| 3.1 KONKLUSION .....                               | 141        |
| 3.2 PERSPEKTIVERING .....                          | 145        |
| <b>LITTERATURLISTE .....</b>                       | <b>147</b> |
| <b>BILAG.....</b>                                  | <b>150</b> |
| BILAG 1 – OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE .....         | 150        |
| BILAG 2 – OFFICIEL BALANCE .....                   | 151        |
| BILAG 3 – REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE .....     | 153        |
| BILAG 4 – REFORMULERET BALANCE .....               | 154        |

## Ansvarsfordeling

Ved opgaveskrivningen har der været følgende ansvarsfordeling ved de enkelte delelementer af opgaven:

### **Problem og teori**

|                                                               |      |
|---------------------------------------------------------------|------|
| Indledning                                                    | Alle |
| Problemformulering                                            | Alle |
| Projektstruktur/afgrænsning/<br>metode/metode- og kildekritik | Alle |

### **Analyse**

|                        |                    |
|------------------------|--------------------|
| Virksomhedsbeskrivelse | Kasper Oue Laursen |
|------------------------|--------------------|

#### *Strategisk analyse*

|                                 |                            |
|---------------------------------|----------------------------|
| PESTEL-analyse                  | Kasper Oue Laursen         |
| Porters Five Forces             | Dan Visti Bøgh Jensen      |
| Værdikædeanalyse                | Karina Abildgaard Sørensen |
| Konkurrence- og vækststrategier | Karina Abildgaard Sørensen |
| BCG-modellen                    | Dan Visti Bøgh Jensen      |
| SWOT-analyse                    | Alle                       |
| Regnskabsanalyse                | Alle                       |

#### *Værdiansættelse*

|                            |      |
|----------------------------|------|
| Budgettering               | Alle |
| WACC                       | Alle |
| Værdiansættelse base case  | Alle |
| Værdiansættelse worst case | Alle |
| Følsomhedsanalyse          | Alle |

### **Konklusion**

|                            |      |
|----------------------------|------|
| Konklusion/perspektivering | Alle |
|----------------------------|------|



# 1 Problem og teori

## 1.1 Indledning

Aktiemarkedet har siden finanskrisens indtog i slutningen af 2007 og starten af 2008, været et usikkert marked at beskæftige sig på. Mange større virksomheder, som på børsen har været populære aktier, og har haft pæne stigninger før 2007, har været hårdt ramt af finanskrisen, hvor denne har medvirket til, at flere af disse virksomheder er gået konkurs, eller er i økonomisk krise. Det ser vi blandt andet med store virksomheder som Vestas, B&O og Pandora, selv efter deres børsnotering i 2010. Derudover har mange store aktier haft store udsving på børsen, hvilket man især kan læse ud fra Midcap indekset, hvor B&O befinder sig på, hvor især investorerne har været skeptiske og tilbageholdende i forhold til udmeldinger fra virksomhederne omkring forventninger til fremtiden.

Der er derfor større opmærksomhed omkring de reelle værdier fra interessenterne, herunder långivere, varekreditorer, investorer og samarbejdspartnere. Beregningerne for værdiansættelsen af virksomhederne er med til at underbygge interessenternes beslutninger i forhold til deres ageren med virksomheden.

Der er flere modeller, som er anvendelige ved værdiansættelsen af virksomhederne, som omtales yderligere i vores metodevalg og afgrænsning nedenfor. Modellerne og teorierne benyttes eksempelvis ved fusioner, køb og salg af virksomheder og ved almindelige investeringer. I alle tilfælde er det nødvendigt at opgøre en virksomheds værdi, for at kunne sammenligne med andre investeringsalternativer.

Med udgangspunkt i en børsnoteret virksomhed vil det være interessant at beregne og vurdere på en værdi i forhold til den på børsen fastsatte kursværdi. Værdiansættelsen vil være forskellig fra situation til situation, da nogle situationer kræver en dybere gennemgang af virksomheden, for at kunne beregne en faktisk værdi. En central rolle i værdiansættelsen er budgetteringen, da denne ligger til grund for beregningen af værdien af virksomheden, som er baseret på de fremtidige pengestrømme. Man skal dermed have en stor viden omkring virksomhedens økonomiske situation for at kunne vurdere dens forecast, strategi og position på markedet samt opstille forventningerne til fremtiden.

Selvom man besidder denne viden, er der stadig en stor udfordring ved budgetteringen, idet denne bygger på forventninger til fremtiden, hvilke påvirkes af mange interne og eksterne faktorer, som er svære at forudse. Eksempelvis havde ingen før finanskrisen forudset, at den ville have så stor betydning for hele aktiemarkedet, som den fik.

At skabe en vindervirksomhed i gode tider er en udfordring. Men at fastholde og udbygge status som vindervirksomhed i perioder med stigende global konkurrence, kraftig teknologisk udvikling, ændring af processer og hyppige økonomiske, sociale og kundemæssige bevægelser på markedet er en endnu større udfordring. Dette er grundlaget for, hvorfor det er interessant at undersøge værdien af B&O, da markedet på nuværende tidspunkt er udsat for ovenstående forandringer på baggrund af eksempelvis finanskrisen. Valget af B&O som analysevirksomhed munder ud i, at dette er en virksomhed med fokus på design, kvalitet og høje priser, hvorfor denne type virksomhed har svære betingelser i en tid med finanskrisens indvirkning på kundernes forbrugsvillighed.

Ud fra ovenstående problemstillinger leder det os frem til følgende problemformulering:

#### 1.1.1 Problemformulering

**"Hvad er den aktuelle værdi af Bang & Olufsen A/S?"**

##### 1.1.1.1 Underspørgsmål

Beregningen af den aktuelle værdi af B&O er en større proces, hvori der indgår mange aspekter og faktorer. Deraf vil projektet være opdelt i en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse, som er grundlaget for budgetteringen forud for værdiansættelsen, jævnfør nærmere herom i afsnit 1.2 projektstruktur. Herefter vil der blive udarbejdet en følsomhedsanalyse for at afdække, hvor følsomme de faktorer, som indgår i værdiansættelsen, er. For at besvare den egentlige problemformulering, jævnfør ovenfor, er der opstillet en række underspørgsmål, som ønskes besvaret i forbindelse med de omtalte dele af projektet.

*Strategisk analyse:*

1. Hvilke forhold fra den uafhængige omverden påvirker B&O's værdi?
2. Hvordan er forholdene i den afhængige omverden, som B&O befinder sig i?
3. Hvilke interne faktorer er med til at skabe konkurrencemæssige fordele og dermed værdi for B&O?
4. Hvilke konkurrence- og vækststrategier benytter B&O sig af?
5. Hvordan er B&O's produktgrupper placeret i BCG-modellen?
6. Hvilke forhold fra den strategiske analyse vurderes at være de vigtigste for B&O?

*Regnskabsanalyse:*

7. Hvordan er B&O's historiske, økonomiske udvikling baseret på en analyse ud fra DuPont-pyramiden?

*Budgettering:*

8. Hvordan påvirker den strategiske analyse samt regnskabsanalysen den fremtidige budgettering, og hvilke forudsætninger og antagelser synes herfor at være rimelige?

*Værdiansættelse:*

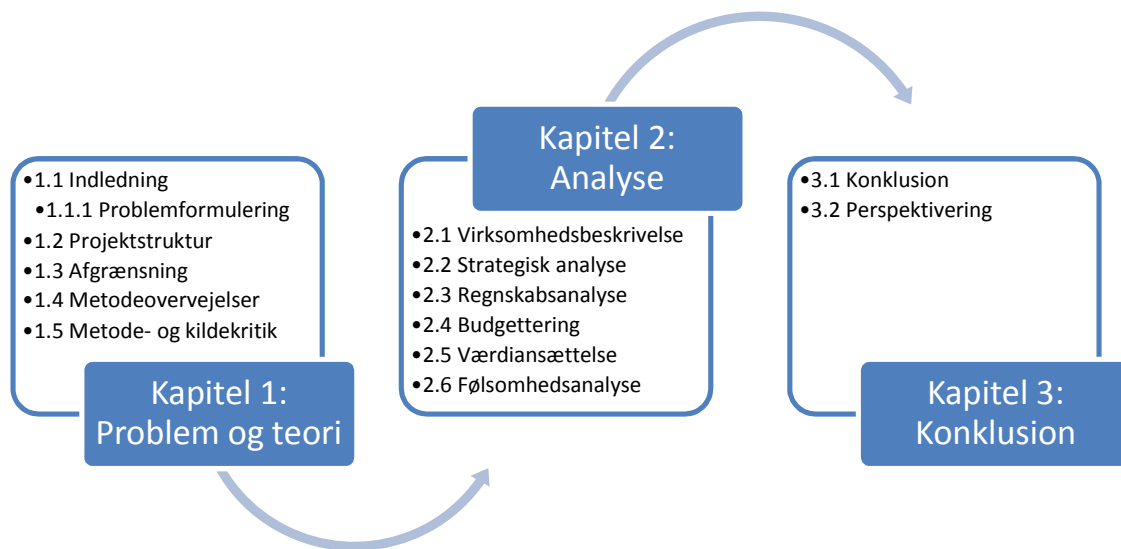
9. Hvad bør aktiekursen være ud fra Discounted Cash Flow modellen?

*Følsomhedsanalyse:*

10. Hvor stor er følsomheden for de faktorer, der indgår i ovenstående model?

## 1.2 Projektstruktur

Nedenfor ses en figur over strukturen i dette projekt. Projektet vil bestå af 3 kapitler:



FIGUR 1 PROJEKTSTRUKTUR (EGEN TILVIRKNING, 2013)

### Kapitel 1:

Indledning, problemformulering, projektstruktur, afgrænsning, metodeovervejelser samt metode- og kildekritik.

### Kapitel 2:

Analysedelen, dels bestående af en strategisk analyse, herunder intern og ekstern analyse, som munder ud i en SWOT-analyse. På den anden side udføres en regnskabsanalyse. Den strategiske analyse og regnskabsanalysen udgør forudsætningerne for budgetteringen, som er grundlaget for værdiansættelsen. Når værdiansættelsen er udført, vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse, som er afslutningen på analysedelen i projektet.

### Kapitel 3:

Til sidst udarbejdes en konklusion samt perspektivering, som er afslutningen på projektet.

### 1.3 Afgrænsning

#### Skæringsdato for informationsindsamling og værdiberegning

Idet vi har valgt at analysere og vurdere på et børsnoteret selskab, vil der i løbet af skriveperioden komme pressemeddelelser samt forskellige nyhedshistorier, som kan have påvirkning på indholdet i opgaven. I den forbindelse afgrænser vi os fra oplysninger i aviserne og pressemeddelelser med mere, som er fremkommet efter den 31.03.2013. I og med, at denne dato er fastsat til afgrænsning fra nyheder med mere, anvendes denne dato ligeledes til den sammenlignelige kursværdi. Det vil sige, at den beregnede kursværdi i værdiansættelsen sammenholdes med kursen for B&O aktien den 31.03.2013, som var på 52,00 DKK.

#### PESTEL-analyse

Som omtales i metodeovervejelserne under PESTEL-analysen, har denne til formål at vurdere virksomhedens omverden. I sammenhæng med B&O og opgavens relevans, har vi valgt at afgrænse os fra at analysere på de lovgivningsmæssige forhold. Dette skyldes primært, at vi ikke mener, at beskrivelsen af de lovgivningsmæssige forhold vil give nogen værdi for opgaven i forhold til B&O. Ligeledes mener vi ikke, at de lovgivningsmæssige forhold påvirker B&O og deres omverden i en så høj grad, at eventuelle kommende ændringer vil have gennemgribende betydning for virksomheden.

Ydermere har vi i forhold til PESTEL-analysen kun analyseret på udvalgte fokusområder, som vi finder mest relevante i forhold til værdiansættelsen af B&O. Dette skyldes, at analysen ellers ville blive for omfattende i forhold til det antal sider, der er stillet til rådighed for projektet. Dette gælder i øvrigt for alle modellerne i den strategiske analyse

#### Værdikædeanalyse

I forhold til værdikædeanalysen er der afgrænset fra en støtteaktivitet, som er *virksomhedens infrastruktur*. Årsagen til denne afgrænsning ligger i, at dette punkt omhandler, hvordan virksomheden fungerer generelt. Dette mener vi, at hele projektet omhandler, hvorfor den strategiske analyse og regnskabsanalysen tilsammen udgør dette punkt i værdikædeanalysen.

## **SWOT-analysen**

Oprindeligt anvender man en SWOT-analyse som en særskilt analysemodel, men efter kritisk stillingtagen til denne model, har vi valgt at anvende den som en konklusion på den strategiske analyse. Det vil sige, at de konklusioner vi drager gennem den strategiske analyse, opsummeres heri. Derfor er det nærmere en SWOT-opstilling end en SWOT-analyse, men den vil dog blive benævnt SWOT-analyse i projektet.

## **Regnskabsanalyse**

I regnskabsanalysen afgrænses der fra at tage kvartals- og halvårsrapporter efter regnskabsåret 2011/2012 med i betragtningen, da dette ikke vil give et retvisende billede blandt andet på grund af sæsonudsving. Samtidig udarbejdes regnskabsanalysen udelukkende med henblik på historisk analyse af egen virksomhed. Der inddrages derfor ikke analyse af konkurrerende virksomheder.

Ligeledes afgrænses der fra at tage hensyn til ændringer, som følge af ændringer i standarder og fortolkningsbidrag. Vi vurderer, at disse ikke har den store betydning for reformuleringen af resultatopgørelse og balance, hvorfor vi afgrænser os fra disse.

## **Budgettering**

Da en linje-til-linje budgettering kræver en stor viden omkring B&O og dennes fremtidige strategi, vil vi afgrænse os herfor. Med den begrænsede tilgang til insiderviden omkring virksomhedens interne strategiplaner, ville en fuld budgettering blive for omfattende og til dels umulig. Derfor budgetterer vi blot de tal, som er nødvendige til brug for værdiansættelsen.

## **Værdiansættelsen**

I værdiansættelsen afgrænser vi fra at foretage værdiansættelse ud fra alle andre modeller end DCF-modellen. Det vil sige, at vi udelukkende anvender denne model, hvorfor vi afgrænser os fra både andre absolutte modeller samt alle relative modeller. Dette gør vi, da vi mener, at denne metode er den mest præcise og komplicerede, da denne tager hensyn til mange faktorer, og derfor giver et fint indblik i en værdi af B&O.

Samtidig er det den indirekte model, der anvendes, hvilket vil sige, at det er aktionærværdien, der beregnes frem for egenkapitalværdien ved den direkte metode.

Ved beregning af WACC indgår forskellige elementer, som hver har betydning for størrelsen af WACC. Et af disse elementer er betaværdien, hvor der afgrænses fra at beregne beta ud fra en forudsigelsesmodel (regressionsmodel). Årsagen til dette er, at dette er en omfattende analyse, og at vi mener, at eksterne analytikere kan beregne denne mere præcist, hvorfor vi tager udgangspunkt i disse analysers udregnede betaværdier.

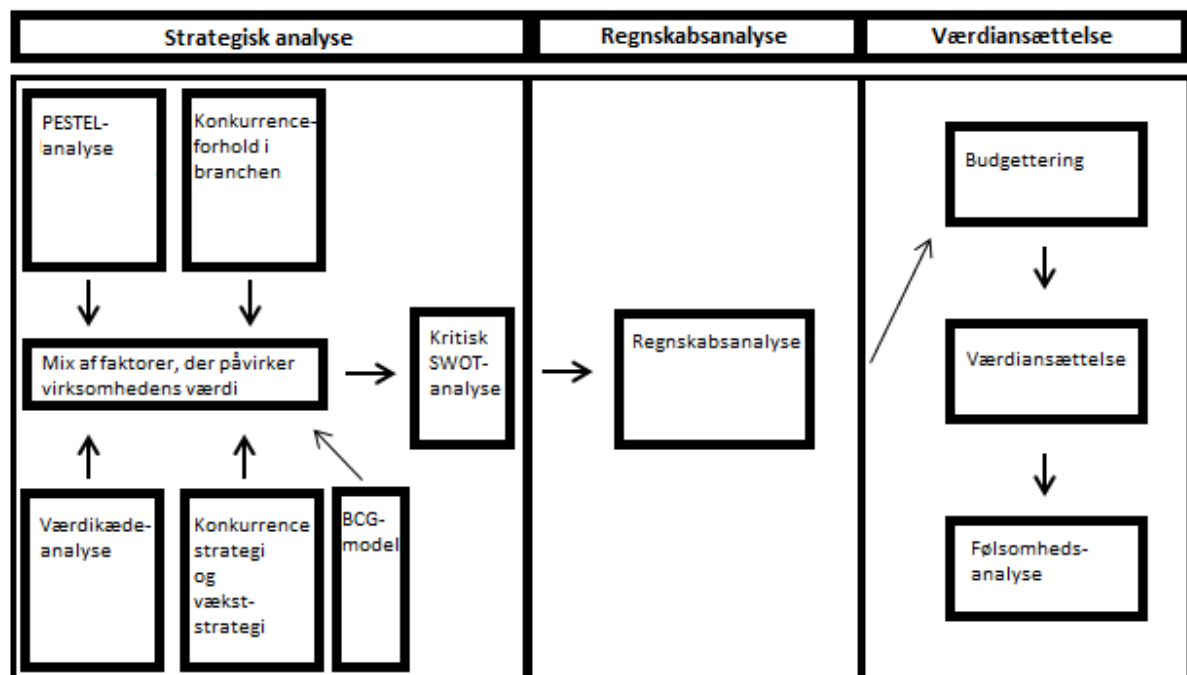
### **Materiale**

Der er udelukkende anvendt offentligt tilgængeligt informationsmateriale, hvorfor dette kan bevirke, at specielt den interne analyse kan bære præg af at være analyseret af eksterne analytikere. Samtidig er der ikke taget kontakt til B&O, hvilket også gør, at der ikke kan udføres en 100 % dybdegående intern analyse af virksomheden.

Generelt forudsættes det, at opgavelæser har kendskab til de anvendte modeller, hvorfor de kun vil blive gennemgået kort i metodeafsnittet.

## 1.4 Metodeovervejelser

I afsnit 1.2 Projektstruktur blev projektets struktur skitseret, hvoraf det fremgik, at der udformes flere analyseafsnit. Nedenfor er angivet, hvilke modeller og metoder der benyttes til at analysere problemet og dermed besvare problemformuleringen.



FIGUR 2 FREMGANGSMÅDE TIL ANALYSEAFSNIT (EGEN TILVIRKNING, 2013)

### 1.4.1 Strategisk analyse

Analysedelen udgør først og fremmest en strategisk analyse, bestående af en intern del samt en ekstern del, som til sidst konkluderes i en SWOT-analyse.

#### Den eksterne analyse

Den eksterne analyse baseres på to modeller. Den ene er til at afdække underspørgsmål 1, jævnfør afsnit 1.1.1.1 Underspørgsmål, hvor der her tages udgangspunkt i en PESTEL-analyse. Den anden model er Porters Five Forces, som vil blive udarbejdet med henblik på at besvare underspørgsmål 2.



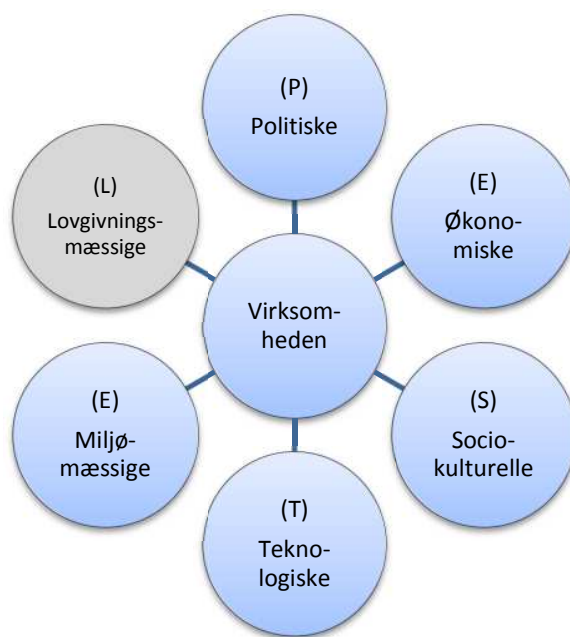
PESTEL-analysen er relevant, da den vurderer virksomheden i forhold til den omverden, der omgiver den. Derfor ses der her på et overordnet niveau, hvor de samfundsmæssige faktorer analyseres, da en virksomhed i større grad indgår i et samspil med sine omgivelser.

De forhold, der vil blive analyseret, er de politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske og miljømæssige forhold. Disse vil omfatte nogle nøglepunkter, der har betydning for B&O, og som forventes at ændre sig i en sådan grad, at de får indflydelse på B&O's fremtid. Derfor er disse faktorer væsentlige at tage med i vurderingen, når et fremtidigt budget for B&O skal estimeres, da disse vil udgøre en del af de strategiske valuedrivere. (Renburg & Jensen, 2009, s. 219)

Til højre ses den omtalte PESTEL-analyse.

Da den uafhængige

omverden nu er



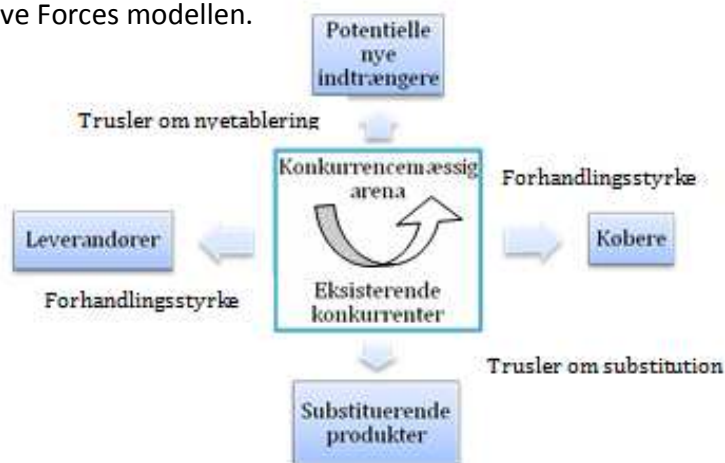
FIGUR 3 PESTEL-ANALYSE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

analyseret, er det næste step den afhængige omverden. Til dette bruges Porters Five Forces, som er en brancheanalysemodel, der består af fem markeds kræfter. For at kunne lægge et så retvisende budget som muligt, er der behov for at undersøge branchens attraktivitet samt konkurrencesituation. Til dette tages der udgangspunkt i potentielle nye indtrængere på markedet, truslen fra leverandører, købernes forhandlingsstyrke samt truslen fra substituerende produkter.

Det er centralt for virksomheden at være bevidst om, hvor intens konkurrencen er på markedet, samt hvad fremtiden kan ventes at bringe. Specielt i forhold til når væksten skal budgetteres i årene frem. Derudover er det også vigtigt at analysere branchen i forhold til at vælge en optimal

konkurrencestrategi, samtidig med, at det er ligeså relevant at kende virksomhedens position i forhold til ledelsens ageren. (Lægaard & Vest, 2010, s. 61)

Nedenfor ses Porters Five Forces modellen.



FIGUR 4 PORTERS FIVE FORCES (LÆGAARD & VEST, 2010, s. 62)

Ved brug af både PESTEL-analysen og Porters Five Forces er omverdensmodellen dækket ind, og derfor bør dette være et udmærket grundlag til at afdække den eksterne del af analysen, som skal benyttes til budgetteringen senere i projektet. Efter den eksterne analyse er foretaget, vil den interne analysedel blive udarbejdet.

### Den interne analyse

Den interne del vil dels bestå af en værdikædeanalyse, som er udarbejdet af Michael E. Porter. Denne har til hensigt at besvare underspørgsmål 3. Modellen er vist nedenfor.



FIGUR 5 PORTERS VÆRDIKÆDE (POULSEN, BETABOX, 2010)

Formålet med denne analyse er, at B&O skal blive endnu bedre til at skabe konkurrencemæssige fordele i hver enkelt proces og dermed øge virksomhedens samlede værdi. Derfor vælges Michael Porters værdikædeanalyse, da denne vurderes at kunne give en indikation af B&O's værdiskabende aktiviteter.

Michael Porters værdikæde omhandler, at en virksomhed skaber værdi ud fra ni aktiviteter, fordelt på primære- og støtteaktiviteter. De fire øverste er støtteaktiviteterne, mens de fem nederste er de primære aktiviteter. Tilsammen er de med til at skabe fortjeneste for B&O, og dermed skabe værdi for B&O's kunder. (Lægaard & Vest, 2010, s. 175-176)

Udover værdikædeanalysen vil der blive udført en intern analyse baseret på Porters generiske strategier, Ansoff's vækstmatrix og Boston Consulting Group (fremover benævnt BCG). Analysen af de generiske strategier hænger tæt sammen med værdikædeanalyse, hvor man bliver gjort bekendt med, hvilke kernekompetencer og konkurrencemæssige fordele B&O har. (Lægaard & Vest, 2010, s. 302-303)

Modellen ses nedenfor.

|           |                | Konkurrencemæssige fordele |                                    |
|-----------|----------------|----------------------------|------------------------------------|
|           |                | Lave omkostninger          | Differentiering                    |
| Målgruppe | Bred målgruppe | Omkostningslederstrategi   | Differentieringsstrategi           |
|           | Smal målgruppe | Omkostningsfokusstrategi   | Fokuseret differentieringsstrategi |

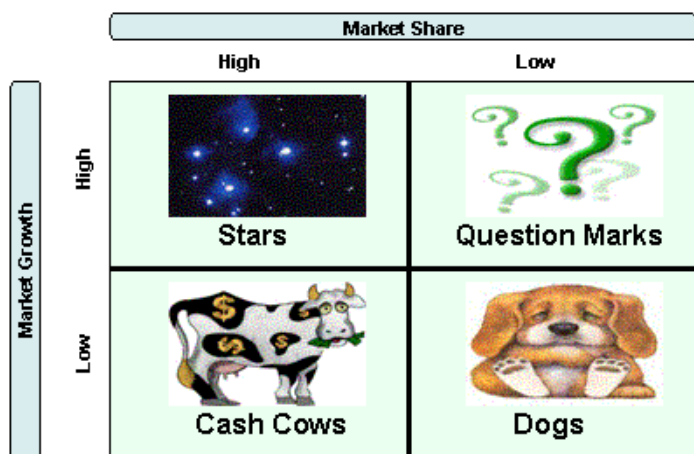
FIGUR 6 PORTERS GENERISKE STRATEGIER (LÆGAARD & VEST, 2010, s. 303)

Ligeledes inddrages her Ansoff's vækstmatrix, som har til formål at undersøge, hvordan B&O forsøger at skabe vækst. Ansoff's vækstmatrix består af fire former for vækststrategier, som er markedspenetrering, produktudvikling, markedsudvikling og relateret diversifikation. Disse ses specielt i tæt sammenhæng med inddragelse af den nye strategi, som senere vil blive omtalt i projektet. Dette vil give en indikation af, hvordan B&O vil positionere sig i fremtiden. Nedenfor ses Ansoff's vækstmatrix.

| Ansoff's vækstmatrix |                     |                  |
|----------------------|---------------------|------------------|
|                      | Nuværende produkter | Nye produkter    |
| Nuværende markeder   | Markedspenetrering  | Produktudvikling |
| Nye markeder         | Markedsudvikling    | Diversifikation  |

FIGUR 7 ANSOFF'S VÆKSTMATRIX (SØRENSEN, 2012, s. 89)

Ved analyse af BCG er vi nede på produkt-/produktgruppeniveau. Modellen vil blive anvendt med det formål at guide B&O's ledelse til at benytte de rigtige strategier, til de forskellige produktgrupper. Modellen består af fire grupperinger, som skabes ud fra en vurdering af markedsvæksten samt den pågældende produktgruppes markedsandel.



FIGUR 8 BCG-MODELLEN (EFFEKTIV KOMMUNIKATION, 2006)

Herefter er både den eksterne og interne analysedel udført, og de informationer der er fremkommet heraf medtages i en SWOT-analyse, som er konklusionen på den strategiske analyse.

### SWOT-analyse

En SWOT-analyse består af interne samt eksterne forhold. De interne forhold består af **S**, som står for **Strengths** samt **W**, som står for **Weaknesses**. Til at afdække disse to forhold tages der udgangspunkt i den udførte interne analyse, som bidrager til at svare på, hvad virksomheden er god til, og hvad virksomheden er dårlig til.

De eksterne forhold vurderes ud fra **O**, som står for **O**pportunities samt **T**, som står for **T**hreats. Baggrunden bag disse elementer er den eksterne analyse, som bestod af en PESTEL-analyse samt Porters Five Forces analyse.

Formålet med SWOT-analysen er ikke blot at opstille nogle punkter i de fire kasser, og heller ikke blot at tegne et glansbillede af, hvor godt det går for B&O. Formålet med analysen er at være kritisk over for de punkter, der opstilles i de fire kasser, og analysere på, hvilken påvirkning de vil have på B&O i fremtiden. SWOT-analysen er dermed en konklusion på den interne og eksterne analyse, der tidligere er blevet udarbejdet, og denne skal til dels danne grundlaget for budgetteringen.

Nedenfor ses SWOT-analysen opstillet i kasseform.

| SWOT-analyse     |                                                                                                                  |                                                                                               |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Interne forhold  | <b>Stærke sider (S)</b><br>O Hvad er virksomheden god til og hvilke fortrin har de i forhold til konkurrenterne? | <b>Svage sider (W)</b><br>O Hvad er virksomheden dårlig til, eller hvad mangler virksomheden? |
| Eksterne forhold | <b>Muligheder (O)</b><br>O Faktorer i omgivelser, der kan skabe positive muligheder for virksomheden.            | <b>Trusler (T)</b><br>O Faktorer i omgivelserne, der truer virksomheden.                      |

FIGUR 9 SWOT-ANALYSE (POULSEN, BETABOX, 2010)

#### 1.4.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at frembringe de væsentligste finansielle valuedrivere til brug for den fremtidige budgettering. Regnskabsanalysen vil være baseret på en historisk analyse af de væsentligste økonomiske nøgletal baseret på rentabilitet og vækst. Analyseperioden vil omfatte de seneste 5 regnskabsår, hvoraf det seneste er regnskabsåret 2011/12.

Regnskabsanalysen vil omfatte analyse af regnskabskvaliteten, reformulering af regnskaberne samt selve analysen af de vigtigste nøgletal. Regnskabskvaliteten analyseres for at vurdere, hvorvidt B&O's regnskabsføring fanger dens underliggende forretningsmæssige aktiviteter. (Sørensen, 2012, s. 129)

Reformuleringen foretages for at klassificere regnskabsposterne i henholdsvis drift og finansiering. Dermed øges fokus på driftsaktiviteten som den primære værdiskabende aktivitet. Disse reformulerede opgørelser skal derefter anvendes i nøgletalsanalysen, som vil blive udført i form af DuPont-pyramiden. (Sørensen, 2012, s. 157)

#### 1.4.3 Budgettering

Budgetteringen er et af de væsentligste elementer i værdiansættelsen, og derfor er denne del særlig central, da budgetteringen er afgørende for den værdi, vi ender ud med i værdiansættelsen. Budgetteringen bygger på den tidligere foretagne strategiske- og regnskabsmæssige analyse. Disse to analyser frembringer nogle væsentlige strategiske- og finansielle valuedrivere, som skal anvendes i budgetteringen. Budgetperioden vil udgøre 9 år, hvorefter terminalperioden indtræffer.

#### 1.4.4 Værdiansættelse

En del af værdiansættelsen er diskonteringsfaktoren. Derfor skal der yderligere beregnes en WACC, som i værdiansættelsen skal anvendes som diskonteringsfaktor, for at tilbagediskontere nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme.

Værdiansættelsesmodellerne opdeles typisk i tre kasser, nemlig de absolutte modeller, de relative modeller og realoptionsmodellerne. Sidstnævnte omtales ikke yderligere i projektet, da disse anvendes til prissætning af finansielle optioner og forsikrings- og pensionsprodukter.

Nedenfor ses en oversigt over værdiansættelsesmodellerne.

| De absolutte modeller      | De relative modeller                 |
|----------------------------|--------------------------------------|
| DCF-modellen               | P/E-metoden                          |
| EVA- og Dividende-modeller | EV/EBITDA-metoden og EV/EBIT-metoden |
| Substansværdimodellen      | K/IV-metoden                         |

FIGUR 10 VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER (ANDERSEN, 2013, s. 9)

I dette projekt anvendes den førstnævnte absolutte model, DCF-modellen. DCF står for Discounted Cash Flow, og er en værdiansættelsesmodel, hvor selskabets værdi beregnes som nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Det vil sige, at de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres med WACC, som er diskonteringsfaktoren.

#### 1.4.5 Følsomhedsanalyse

Efter værdiansættelsen er udarbejdet foretages en følsomhedsanalyse for at undersøge, hvilken effekt ændringer i de forskellige parametre har på værdien, som fremkommer ved værdiansættelsen. Eksempelvis hvis WACC ændres med 1 %, hvilken betydning vil det have for den beregnede værdi.

Denne følsomhedsanalyse vil blive afslutningen på projektets analysedel, og dermed vil problemformuleringen være besvaret på dette stadie.

## 1.5. Metode- og kildekritik

Nedenfor benævnes de vigtigste kritikpunkter ved nogle af de anvendte modeller, samt de væsentligste kritikpunkter til de anvendte kilder i projektet.

### 1.5.1 Kritik af modellerne

#### **PESTEL-analyse**

Som mange andre omverdensanalyser er PESTEL-analysen beskyldt for i væsentlig grad at være baseret på fortid. Der kan dog argumenteres for, at analysen kan bruges til at forecaste fremtiden ud fra deisen om, at fremtiden bedst kan forklares ved at se på, hvad der er sket i fortiden, hvorfor det også er det, PESTEL-analysen anvendes til.

Selvom man får identificeret nogle relevante forhold, giver modellen ikke meget hjælp til, hvordan man håndterer disse forhold. Men modellen er god til at få en diskussion af, hvilke forhold man bør tage højde for. (Poulsen, Betabox, 2010)

#### **Porters Five Forces**

Porters Five Forces er en model til at analysere en given branche. Der er dog kritik til denne model, som eksempelvis består i, at det er en statisk model, hvormed det menes, at den eksisterer i et miljø, som udvikler sig hele tiden. Derfor bør man være opmærksom på, at modellen også kan anvendes til at analysere et forhold mellem en virksomhed og dens konkurrenter, kunder, leverandører og substitutter. (Poulsen, Betabox, 2010)

Samtidig lægger modellen op til, at alle fem markeds kræfter vægter lige meget i forhold til hinanden. Sådan vil det oftest ikke være i praksis, hvorfor man bør overveje, hvilke faktorer, der er vigtigst for den pågældende virksomhed. Derudover fremgår det af modellen, at den ser både leverandører og kunder, som to elementer man helst skal være stærkere end. Sådan er det ikke altid i praksis, da flere og flere virksomheder anser både deres leverandører og kunder som samarbejdspartnere fremfor modspillere. (Poulsen, Betabox, 2010)



### **Værdikædeanalysen**

Et af fokusområderne når værdikæden analyseres er, at man bør være opmærksom på, at værdikæden som udgangspunkt analyserer, hvordan virksomhedens aktiviteter fungerer nu og ikke i fremtiden. Derfor kan man med fordel anvende en mere fremtidsperspektiverende tilgang til værdikæden for at underbygge, hvorledes aktiviteterne kunne se ud i fremtiden. (Poulsen, Betabox, 2010)

### **BCG-modellen**

Boston modellen beskyldes for at være en forsimplet model, forstået på den måde, at den kun tager højde for to faktorer, nemlig markedsvækst og markedsandele. Samtidig tager den ikke hensyn til, hvis et produkt eller produktgruppe er i negativ vækst. Desuden kan der være risiko for, at rentable produkter bliver høstet, fordi det har lav vækst og lav markedsandel, men fordi det er klassificeret som en *Dog*, kan det godt skabe overskud. Derudover kan et sådan produkt også sagtens være urentabelt, men omvendt have en positiv effekt på et af virksomhedens andre produkter, der er bedre placeret. (Poulsen, Betabox, 2010)

### **SWOT-analyse**

SWOT-analysen er som tidligere benævnt, en analyse til at danne overblik over en given virksomheds interne forhold, stærke og svage sider og dens eksterne forhold, muligheder og trusler. Der er dog kritik af denne model, der lyder på, at det ikke er en model, der er tilstrækkelig uddybende til at være en analysemetode. Samtidig menes den at være forældet og værende en forenkling af problemstillinger. Dog kan SWOT bruges på en anden måde, hvor man benytter resultater fra en anden analysemodel, og på den måde bruges til opsamling, hvilket vi vil anvende modellen til i dette projekt. (Poulsen, Betabox, 2010)

### 1.5.2 Kritik af kilderne

Til besvarelse af problemet anvendes lærebøgerne, som er foreslået på HD-studiet, men for at få uddybet de modeller og teorier, der beskrives ovenfor, og dermed få en bredere indgangsvinkel til analyse af modellerne, tages der også udgangspunkt i "ekstern" litteratur. Der holdes altså fokus på at få flere syn på de enkelte modeller, hvorfor dette også vil give en bedre kritisk stillingtagen til modellerne.

Til at finde informationer om B&O og den branche, de befinder sig i, anvendes B&O's hjemmeside. Denne kilde bruges udelukkende til at danne overblik over, hvilken type virksomhed, der arbejdes med. Her ses der med kritiske øjne på, at B&O's hjemmeside naturligvis fremlægger et positivt syn på virksomheden.

Derudover anvendes andre hjemmesider og diverse artikler fra aviser og blade, som vurderes at være troværdige. Aviserne er eksempelvis Børsen, Jyllandsposten og Berlingske Tidende. Her skal man dog være kritisk overfor en eventuel politisk holdning, samt at journalisterne kan have en tendens til at gøre små emner, til store emner. Desuden anvendes årsrapporterne for Bang & Olufsen A/S samt aktieanalyser, som også må vurderes at være troværdige, da det er fagfolk, der udarbejder disse.

## 2 Analyse

### 2.1 Virksomhedsbeskrivelse

#### Historie

Bang & Olufsen blev grundlagt i 1925 i Struer af to initiativrige unge ingeniører, Peter Bang og Svend Olufsen. Begge havde en særlig interesse for tidens nye trend, radioen, og havde gennem studierne mødt hinanden. Sammen ønskede de at videreudvikle radioen, med fokus på at forbedre lyd gengivelsen i høj kvalitet i form af den lysnetradio, de begge havde drømt om. Det lykkedes dem i stedet at fremstille en eliminator, der eliminerer behovet for batterier. Produktet blev virksomhedens første produktionsfacilitet, da man i 1927 startede produktionen heraf. Produktet var startskuddet på radioeventyret, idet det med sin store succes gav den kapital, som virksomheden havde brug for før udviklingen af radioen kunne starte. (Årsrapport , 2010/11, s. 6)

Som tiden gik op til 1950'erne og 1960'erne, blev B&O veletableret på det danske marked, og blev kendt som "Det danske kvalitetsmærke". Det var ligeledes grunden til, at man valgte en anden vej end de mange øvrige radio- og tv-producenter i Danmark og Europa, da konkurrencen fra Asien pressede sig på. De andre europæiske og danske udbydere lukkede produktionerne, mens B&O i stedet op søgte arkitekter og designere for at fokusere på både produkternes design, kvalitet og idé. (Årsrapport , 2010/11, s. 6)

B&O har dog ikke været én stor solstrålehistorie igennem deres over 88 årige levetid. I 1980'erne og i starten af 1990'erne oplevede man indtjeningsproblemer, hvilket betød, at man måtte tænke i andre baner. Man besluttede derfor, at virksomhedens produkter ikke udelukkende skulle sælges gennem radio- og tv-forhandlere, som også havde konkurrenternes varer på hylderne. I stedet valgte B&O at åbne egne dedikerede butikker, der udelukkende skulle sælge B&O produkter. Butikkerne er kendt som B1 butikker (Årsrapport , 2010/11, s. 7). Disse butikker har siden åbningen overtaget en stadig større del af salget af B&O produkternes samlede salg.

B&O har, ligesom mange andre virksomheder, haft et ønske om ekspansion og eksport af deres produkter. Dette betød, at man omkring årtusindeskiftet åbnede flere butikker i flere af BRIK-landene,

herunder Indien, Rusland og Kina. Samtidig åbnede man også op for flere nye forretningsområder som audioudstyr til biler i den mere eksklusive klasse, samt audio- og videoprodukter til luksushoteller og ejendomsprojekter. (Årsrapport , 2010/11, s. 7)

Ved indtræden af den finansielle krise, oplevede B&O ligeledes nedgang i omsætningen. Samtidig havde man en periode med få, men mindre succesfulde produktlanceringer. Begge forhold var medvirkende til, at B&O i 2008 valgte at koncentrere sig om færre produktkategorier, mens produktudviklingen blev sat "et til to gear op." (Årsrapport , 2010/11, s. 7)

I 2009 blev Tue Mantoni medlem af bestyrelsen hos B&O, og i 2011 blev han udnævnt til den nye administrerende direktør for B&O. (Mantoni, 2012) Han har, trods sin unge alder, fået meget erfaring fra tidligere topposter i blandt andet Triumph. Der skulle ligeledes ikke gå lang tid, før han fik sat sit præg på B&O og virksomhedens fremtid. Han er, blandt flere, manden bag B&O's nye strategi for virksomheden, "Leaner, Faster, Stronger". Denne strategi er en femårig plan, som har til formål at genetablere selskabets ledende position inden for deres styrkeområder, samt at opbygge en mere kundeorienteret forretning ved hjælp af selskabets fulde potentiale. (Årsrapport, 2011/12, s. 6)

### Bestyrelse og direktion

Idet bestyrelsen og direktionen spiller en central rolle for selskabets nye femårsplan, er de nævnt nedenfor.

Bestyrelsen består dermed ved aflæggelsen af årsrapporten for 2011/12 af: (Årsrapport, 2011/12, s. 38-39)

|                                                         |                                                           |                                                                        |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| <b>Formand Ole Andersen</b><br>Valgt i 2009             | <b>Næstformand Alberto Torres</b><br>Valgt i 2011         | <b>Jesper Jarlbæk</b><br>Valgt i 2011                                  |
| <b>Peter Skak Olufsen</b><br>Valgt i 1972               | <b>Rolf Eriksen</b><br>Valgt i 2008                       | <b>Jim Hagemann Snabe</b><br>Valgt i 2011                              |
| <b>Knud Olesen</b><br>Valgt i<br>2003(Medarbejdervalgt) | <b>Jesper Olesen</b><br>Valgt i<br>2007(Medarbejdervalgt) | <b>Per Østergaard Frederiksen</b><br>Valgt i<br>2011(Medarbejdervalgt) |

FIGUR 11 B&O'S BESTYRELSE

Derudover er der følgende i direktionen ved aflæggelsen af årsrapporten for 2011/12: (Årsrapport, 2011/12, s. 40)

|                                                                     |                                                                                            |                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Tue Manton</b><br>President og CEO<br>Ansatt siden 1. marts 2011 | <b>Henning Bejer Beck</b><br>Executive Vice President, CFO<br>Ansatt siden 1. oktober 2010 | <b>John C. Bennett-Therkildsen</b><br>Executive Vice President,<br>Operations<br>Ansatt siden 1. september 1981 |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

FIGUR 12 B&O'S DIREKTION

### Markeder og forretningsområder

B&O befinder sig, ligesom mange andre virksomheder, på både B2C og B2B markederne. På de to markeder har man ligeledes forskellige produkter. På B2C markedet er forretningsområderne AV og B&O PLAY, hvor AV dækker over audio- og videoprodukter, som er de mere velkendte fjernsyn og musikanlæg. B&O PLAY henvender sig mere til den digitale generation og byder på den bedste kvalitet af AV-udstyr, blot til en lavere pris.

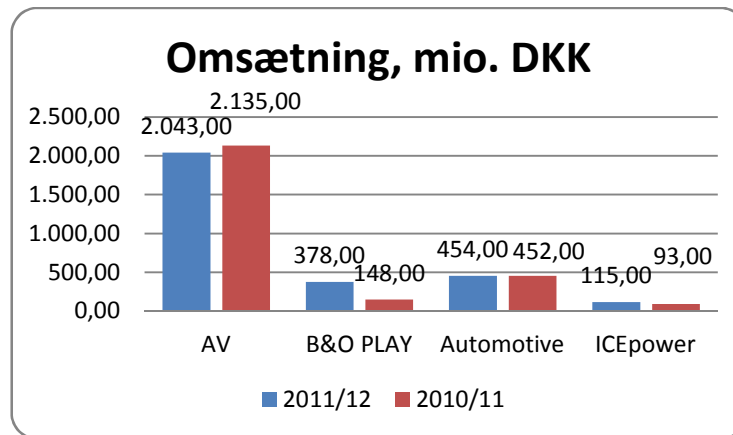
B2B har ligeledes to forretningsområder, som består af ICEpower og Automotive, hvor Automotive er det visuelle i form af udvikling, produktion og salg af eksklusive lydanlæg til biler i det øvre segment såsom BMW, Aston Martin og Mercedes AMG. ICEpower er derimod udvikling, produktion og salg af digitale forstærkerenheder. (Årsrapport, 2011/12, s. 3)

For at produkterne i B2C forretningsområdet kan komme ud til forbrugerne, benytter B&O sig af to salgskanaler, B1 butikker og shop-in-shops. B1 butikkerne er de kendte B&O butikker, som udelukkende sælger B&O's produkter. Shop-in-shops er derimod områder i eksempelvis større butikcentre, som er indrettet til kun at varetage B&O's interesser.

### Omsætning

I det seneste regnskabsår, 2011/12, har der været ændringer i forhold til den samlede omsætning på de enkelte forretningsområder. Det ser vi især ud fra "Figur 13 Omsætning, mio. DKK", hvor AV-segmentet yder det største bidrag til omsætningen, hvor der i 2011/12 var en omsætning på 2.043 mio. DKK, som trods alt var et fald på 92 mio. DKK i forhold til sidste år. B&O PLAY havde en pæn

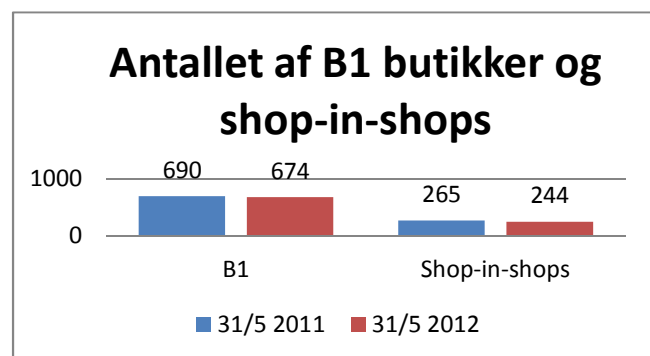
fremgang, mens Automotive har haft en stort set uændret omsætning. ICEpower er steget lidt i forhold til 2010/11 med en stigning på 22 mio. DKK.



FIGUR 13 OMSÆTNING, MIO. DKK (ÅRSRAPPORT, 2011/12, s. 19 og 22)

### Salgskanaler

Foruden ovenstående oversigt over omsætningen, finder vi det ligeledes interessant at se på antallet af butikker. Vi kan se i "Figur 14 Antallet af B1 butikker og shop-in-shops", at der er færre butikker både for B1 butikkerne og for shop-in-shops butikkerne pr. 31.5.2012 i forhold til et år tidligere. Disse lukninger skyldes primært dårlige resultater i butikkerne.



FIGUR 14 ANTALLET AF B1 BUTIKKER OG SHOP-IN-SHOPS (ÅRSRAPPORT, 2011/12, s. 16)

Samtidig er der ovenpå det netop fremlagte

kvartalsregnskab, som skuffede investorerne og direktionen selv, udmeldt, at man forventer at lukke op imod yderligere 125 butikker, der ikke præsterer som forventet. (Carlsen, 2013)

Der er nu foretaget en beskrivelse af den virksomhed, som der analyseres på, hvorfor den strategiske analyse af B&O vil blive udarbejdet.

## 2.2 Strategisk analyse

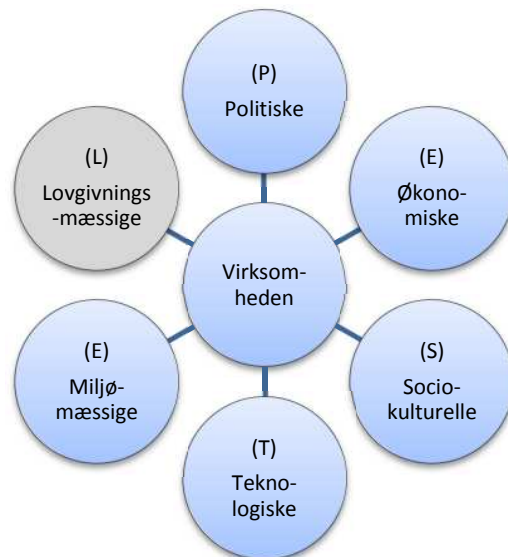
Som beskrevet i metodeovervejelserne, vil den strategiske analyse bestå af en ekstern samt en intern analyse, hvoraf den eksterne analyse vil blive gennemført først.

### 2.2.1 Ekstern analyse

#### 2.2.1.1 PESTEL-analyse

Hvilke forhold fra den uafhængige omverden påvirker B&O's værdi?

Som beskrevet i metodeafsnittet har en PESTEL-analyse til formål at vurdere på det eksterne makromiljø, som kan have påvirkning på virksomheden. Analysen er relativt simpel, men har en stor betydning i forhold til virksomhedens eksterne miljø. Vi kan se modellen til højre, hvor de 6 forhold fremstår. (Poulsen, Betabox, 2010)



FIGUR 15 PESTEL-ANALYSE

Modellen er relevant for B&O, idet de i høj grad er afhængige af kundernes købevillighed overfor dyre luksusprodukter. Samtidig er B&O i høj

konkurrence med alle de andre udbydere af HiFi udstyr og fjernsyn, og B&O skal derfor håbe på, at forbrugernes præferencer overfor luksusprodukter er større i forhold til gode standard produkter, som for eksempel Samsung og Sony. Forbrugernes købevillighed samt rådighedsbeløb afhænger ligeledes i høj grad af verdensøkonomien og konjunktoren i samfundet, som i disse år er hårdt ramt af finanskrisen. Af samme grund har B&O oplevet svingende omsætning de seneste år. (Årsrapport, 2011/12, s. 8)

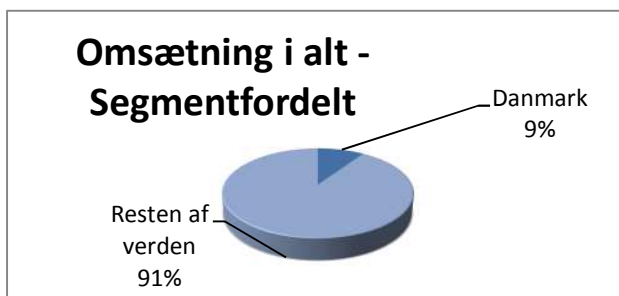
Vi har valgt at tage udgangspunkt i fem faktorer, hvor der afgrænses fra de lovgivningsmæssige forhold, jævnfør afgrænsning. En lille ændring i en af faktorerne, kan have stor betydning for B&O og deres fremtid.

#### 2.2.1.1.1 (P) Politiske forhold

Som det første element i analysen er der de politiske forhold, hvor blandt andet eksporten og hjælpepakkerne i finanskrisen har, og kan have en stor påvirkning på B&O og deres fremtidige markedsstrategier. Begge forhold vil nedenfor blive beskrevet og sammenholdt til situationen for B&O.

##### *Eksport*

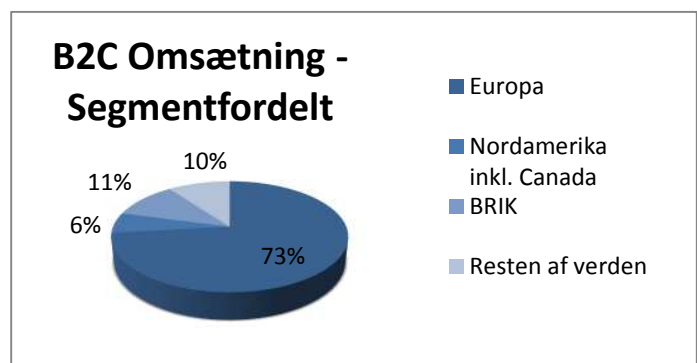
Eksporten har en væsentlig betydning for B&O, idet over 90 % af den samlede omsætning kommer fra eksport, hvilket blandt andet ses i "Figur 16 Omsætning i alt – segmentfordeling". (Årsrapport, 2011/12, s. 63)



FIGUR 16 OMSÆTNING I ALT – SEGMENTFORDELING  
(ÅRSRAPPORT, 2011/12, s. 63)

Det er dog ikke kun EU, som B&O eksporterer deres produkter til, men derimod flere ikke EU-lande, hvilket vi kan se i figuren til højre, hvor vi kan se, at Europa trods alt står for 73 % af omsætningen, mens BRIK landene, herunder Kina, står for 11 % af omsætningen på B2C markedet. (Årsrapport, 2011/12, s. 63)

I den sammenhæng har de åbne grænser indenfor EU en stor betydning for B&O. Man er fri for at spekulere over told og andre begrænsninger, som kan være hindringer for B&O. Deres produkter kan frit eksporteres til de øvrige EU-lande.



FIGUR 17 B2C OMSÆTNING – SEGMENTFORDELT  
(ÅRSRAPPORT, 2011/12, s. 63)



### *Barrierer i Kina*

Især i Kina kan der være nogle problemer i forhold til eksporten, da mange danske virksomheder oplever store barrierer ved salg af deres produkter til og i "Riget i midten". Som nogle af de sværeste faktorer i forhold til indtrængen på det kinesiske marked, kan nævnes de lange ansøgningsforløb i forbindelse med de fornødne tilladelser for de produkter, som man ønsker at sælge. Derudover er der et andet forretningsmiljø i Kina, hvor relationspleje, promotion og flere markedsføringsindsatser er vigtige (Vækstmarkedsstrategi Kina, Maj 2012, s. 21), hvilket B&O har kæmpet med ved etablering på markedet. Af samme årsag har man hos B&O indgået et samarbejde med den førende forhandler af luksusvarer på det kinesiske marked, Sparkle Roll. Sparkle Roll har blandt andet tidligere haft stor succes med mærker som Lamborghini, Burberry og Rolls Royce. De er dermed en vigtig faktor til, at B&O bliver veletableret på det kinesiske marked. Sparkle Roll er ikke kun en samarbejdspartner for B&O, da de samtidig er blevet medejer af virksomheden med 6,1 % af aktierne. (Skouboe & Thorup, 2013) Fordelene ved at have dem som medejer består af flere faktorer. Som Tue Mantoni nævner i artiklen: "B&O søger investorer i jagt på vækst", har B&O nu et netværk i Kina, som ikke var tilgængeligt før. Ligeledes har man ikke blot en samarbejdspartner, der tænker på sig selv, men derimod en medindehaver, som også tænker på, hvad der er bedst for B&O. (Skouboe & Thorup, 2013)

Som nogle af de opgaver Sparkle Roll har fået tildelt, skal de blandt andet stå for nye butikker i Kina, som er i tråd med de B1-butikker, der allerede eksisterer. Samtidig skal der åbnes nye B&O PLAY butikker, som skal være med til at øge kendskabet til produkterne og brandet i Kina. Butikkerne skal ligeledes føre kineserne over i de større B1-butikker. Man satser allerede i 2013 på at åbne 50 nye B&O PLAY-butikker på tværs af Kina. (Brinch, 2013)

Af "Figur 17 B2C Omsætning – Segmentfordelt" på forrige side, så vi ligeledes, at det Nordamerikanske marked kun udgør 6 % af omsætningen for B2C segmentet. Af samme årsag har B&O forhåbninger om at kunne lave en lignende aftale med en storinvestor i USA, som med Sparkle Roll i Kina. Dette vil ligeledes åbne flere døre for virksomheden, da der naturligvis er andre

indtrængningsbarrierer, som man skal være opmærksomme på, på det amerikanske marked end for eksempel på det kinesiske marked.

### *Finanskrisens hjælpepakker*

Som et andet element for de politiske faktorer er der påvirkningerne fra regeringen, og deres tiltag i forbindelse med finanskrisen. Regeringens udfordring i denne finansielle krise har især været det faldende privatforbrug, og generelt befolkningens villighed til at investere sine penge. Krisen har gjort forbrugerne usikre, og dermed fået dem til at opspare lønnen, fremfor at forbruge den. Forbruget har dermed skulle sparkes i gang af regeringen, for at få hjulene igang igen. Dette er blandt andet sket gennem indførelse af skattelettelser, samt afskaffelse af flere tidligere indførte afgifter. (Buchhave, 2012) Skattelettelserne gavner mest de personer, der betaler topskat, idet denne grænse hæves fra 389.900 DKK til 421.000 DKK, altså 31.100 DKK, som folk får mere i hænderne førend, der skal betales topskat. Det vil alt andet lige gavne B&O, som skal forsøge at gribe den mulighed, som regeringen har åbnet op for. Flere eksperter spår da også, at der kommer en smule gang i privatforbruget i løbet af 2013, idet man har set tendenser hertil i slutningen af 2012. (Munk, 2013)

B&O skal dermed gribe den håndsækning, som regeringen har udlagt. Man skal forsøge at få fat i de ekstra midler, som folk har til forbrug. Idet B&O allerede henvender sig til High-end klassen med deres dyre produkter, er det netop denne gruppe, som får de ekstra midler i hånden. Det kan ligeledes være en fordel, at folk ikke investerer i så høj grad som tidligere, grundet de store usikkerheder med både aktiemarkedet og ejendomsmarkedet, da pengene dermed kan blive brugt til forbrug i stedet for til store investeringer. B&O er ligeledes i gang med en stor lancering af deres nye skud på stammen, B&O PLAY, som er i en lavere prisklasse, men stadig i en høj kvalitet.

### 2.2.1.1.2 (E) Økonomiske forhold

B&O har ligesom mange andre virksomheder i Danmark og Europa, mærket den finansielle krise tæt på. Omsætningen faldt kraftigt fra regnskabsåret 2007/08 til 2008/09 med 1.302 mio. DKK, hvorefter de følgende år har ligget omkring 2008/09 niveauet. (Årsrapport, 2011/12, s. 8)

#### Finanskrisen

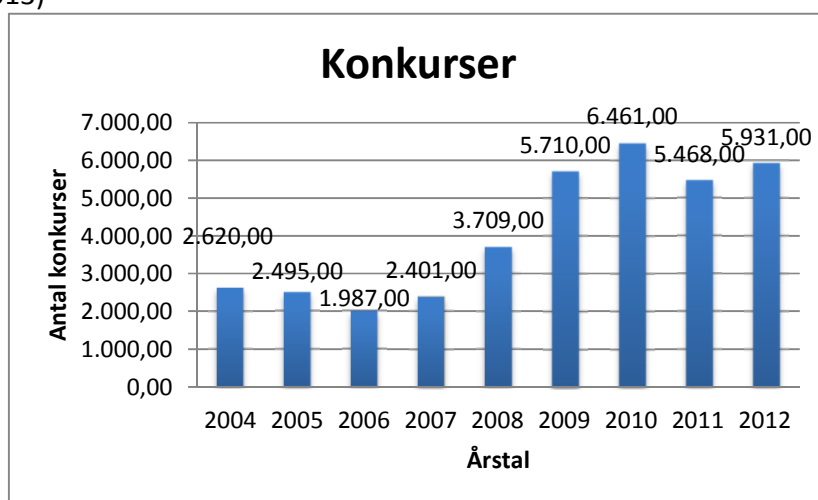
Vi ved, at finanskrisen har medført flere økonomiske problemer for virksomhederne, hvilket indimellem har udmøntet sig i en reel konkurs. Vi kan i nedenstående figur se, at der siden finanskrisens begyndelse, har været et stigende antal konkurser stort set hvert år. Det er både gældende for små erhvervsdrivende, men også større virksomheder, som har været i økonomiske problemer. (Danmarks statistik, 2013)

Dette sammenholdt med, at B&O producerer og sælger dyre produkter til High-End klassen, gør det kun sværere for B&O at fortsætte i samme retning som tidligere. Man er nødt til at se på de forandringer verden byder på, hvilket B&O forsøger sig med i form af deres nyeste bud på produktlinjen, B&O PLAY, som

tidligere omtalt skal henvende sig til den yngre målgruppe. Under *de sociokulturelle forhold* vil denne målgruppe og deres købelyst blive nærmere beskrevet.

#### Fremgang i BRIK-landene

Derudover har B&O valgt at satse stort på BRIK landene, herunder især Kina, hvor man, som tidligere nævnt, har indgået et samarbejde med en stor investor, som skal bidrage til at få rettet op på B&O's svære tid på det kinesiske marked. Samarbejdspartneren er Sparkle Roll og i den forbindelse

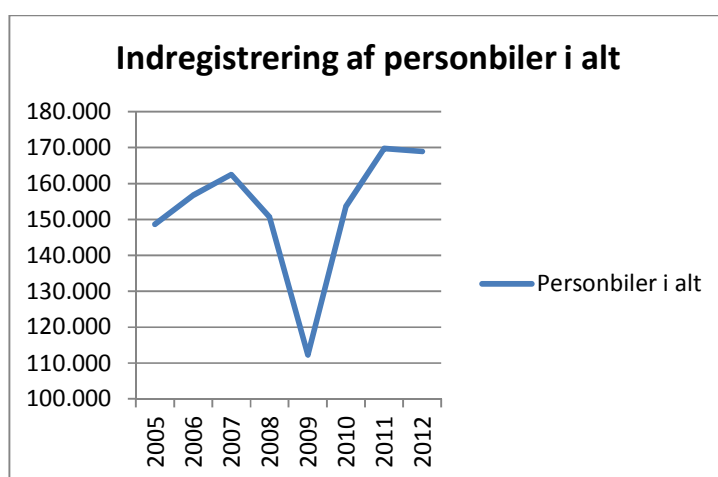


FIGUR 18 KONKURSER 2004-2012 (DANMARKS STATISTIK, 2013)

forretningsmanden Qi Jianhong. (Elers & Kongskov, 2012) Det er især i Kina, der skal satses på, da økonomien og privatforbruget buldrer frem på dette marked. Flere forudser Kina, som ny økonomisk stormagt i stedet for USA, hvorfor mange virksomheder vælger at eksportere deres varer til den eventuelt kommende stormagt Kina. (Kina vil overhale USA og blive verdens største økonomi, 2013) Forventningerne er ikke uden grund, idet Kina de seneste år har vist sig som en højdesprænger, både hvad angår udviklingen i BNP, fremgangen i økonomien samt høje stigninger i privatforbruget. (Arbejdernes Landsbank, 2012, s. 3,4 og 14)

Det vil dermed ligeledes være en mulighed for B&O at blive etableret som en stor spiller på markedet i Kina. Såfremt samarbejdet med Sparkle Roll bliver en succes, vil B&O alt andet lige opnå stigende omsætning for henholdsvis B&O PLAY, som vi fra ovenfor ved, er en stor satsning i Kina, samt for AV-segmentet som ifølge Qi Jianhong skal forhandles anderledes end, hvad der hidtil har været tilfældet. Dette vil blive beskrevet yderligere under *de sociokulturelle forhold*.

Foruden B&O's B2C segment, har den økonomiske afmatning ligeledes påvirket deres B2B segment, idet blandt andet Automotive har været påvirket. Det skyldes, at man få år efter finanskrisens begyndelse, så et fald i registreringen af nye biler, hvilket man kan se i "Figur 19 Indregistrering af personbiler i alt". (BIL5: Nyregistrerede motorkøretøjer efter køretøjstype, 2013)



FIGUR 19 INDREGISTRERING AF PERSONBILER I ALT (BIL5: NYREGISTREREDE MOTORKØRETØJER EFTER KØRETØJSTYPE, 2013)

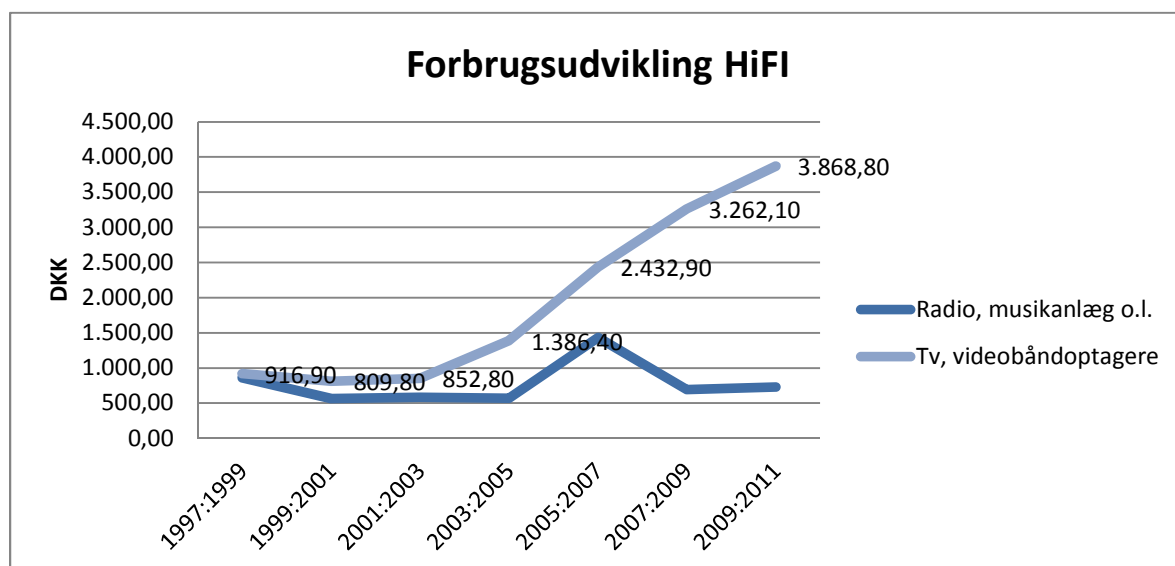
I figuren kan vi dog se, at der sker en kraftig stigning af indregistrering af nye biler fra 2009 og frem i 2010. Denne stigning er, desværre for B&O, ikke ensbetydende med, at der sælges flere biler fra den dyre halvdel, som Mercedes og Audi. Stigningen skyldes ligeledes det fokus, som folk har fået på miljøet, og de mindre og mere økonomiske biler. Folk har fået øjnene op for disse små biler, som kører længere på literen, og dermed er mere økonomiske og billigere i både købspris og drift. Såfremt B&O skal forsøge at omlægge sin strategi vedrørende Automotive-segmentet, vil det kræve en anden tilgangsvinkel til distributionen. B&O ville være nødsaget til at satse på en mindre klasse, som henvender sig til mellemklassen, hvilket eksempelvis skulle være Mazda, Volvo og Citroën, herunder deres familiesedans modeller. Mazda har allerede i deres topmodeller installeret Bose højtalere, der ligesom B&O er af høj kvalitet. B&O ville dermed skulle konkurrere med Bose på flere segmenter, end blot hos deres aftale hos Audi. Dette ville ligeledes betyde, at B&O skal gå på kompromis med deres eksklusivitet, idet man hidtil har henvendt sig til det dyre segment. Helt at gå ned til de mindste modeller for B&O ville være et forkert signal at sende i forhold til deres nuværende position og branding. Samtidigt er det ikke sikkert, at det er en mulighed, da mange af de mindre bilmodeller er uden ekstraudstyr, hvilket B&O Automotive må anses for at være.

### 2.2.1.1.3 (S) Sociokulturelle forhold

De sociokulturelle forhold har ligeledes stor betydning for B&O, idet vi eksempelvis i Danmark ændrer os, hvad angår adfærd, købemønstre, demografi og mange andre faktorer, som har påvirkning på B&O og deres markedsføring samt salg. Det er samtidig ikke kun Danmark, der ændrer sig på førnævnte faktorer. Blandt andet ser man Kina som en buldrende økonomi, hvor uligheden bliver mindre, og der kommer middelklasser, som vi kender i Danmark.

#### *Forbrugermønstre*

Teknologien, som vil blive yderligere gennemgået under de teknologiske forhold, sætter store krav til producenterne, idet elektroniske produkter hurtigere forældes i forhold til tidligere. Det er derfor en stor opgave B&O har foran sig, idet de skal være med fremme i udviklingen i forhold til teknologien, men ligeledes også på designsiden, idet deres produkter ikke udskiftes så ofte som billigere alternativer. Den hurtige udvikling indenfor elektronikbranchen, er med til at presse priserne ned. Den er ligeledes med til, at folk udskifter deres fjernsyn oftere end tidligere. Det presser ligeledes B&O, idet deres produkter ligger i den dyre ende af skalaen, hvilket alt andet lige betyder, at produkterne ikke udskiftes så ofte, som de billige alternativer.



FIGUR 20 FORBRUGSUDVIKLING HiFi (FU5: HUSSTANDENES ÅRLIGE FORBRUG EFTER FORBRUGSART, HUSSTANDSGRUPPER OG PRISENHED, 2013)

I forlængelse af ovenfor, kan vi i "Figur 20 Forbrugsudvikling HiFi" se, at der pr. husstand købes for flere kroner af TV og videobåndoptagere, herunder DVD-afspillere end tidligere. Beløbene i den lodrette række er dog ikke i nærheden af det prisniveau, som B&O's produkter ligger i, da produkterne i AV afdelingen starter fra en pris på cirka 30.000 DKK og opefter.

Vi ved ligeledes, at B&O forsøger sig med billigere produkter, idet de har lanceret B&O PLAY, som skal henvende sig til den yngre, og mere forbrugsvillige målgruppe (Årsrapport, 2011/12, s. 19). Produkterne indenfor dette segment er stadig designmæssigt i høj kvalitet, ligesom kvaliteten af lyden er i top. Inden for musiksystemer kan man få produkter ned til 4.000 DKK som for eksempel BeoPlay A3. Det dyreste produkt er derimod BeoPlay A9 til en pris på 14.999 DKK. I forhold til "Figur 20 Forbrugsudvikling HiFi" (FU5: Husstandenes årlige forbrug efter forbrugsart, husstandsgrupper og prisenhed, 2013) ved vi, at produkterne dermed er indenfor det gennemsnitlige forbrug på HiFi. Samtidig ved vi fra ovenfor, at omsætningen for netop dette forretningsområde steg med 230 mio. DKK.

Trenden for forbrugerne er ligeledes blevet, at tv-skærmen kun skal være større og større. Tidligere havde normalskærmene, som stod og hang i de fleste danske hjem en størrelse på cirka 28 tommer som de største, mens man knap kan købe mindre skærme end 32 tommer i dag. B&O er ligeledes med på moden, når det drejer sig om de store tv-skærme, da de med deres største model, BeoVision 4, har et tv på hele 103 tommer, hvilket ligeledes kan mærkes på prisen som er omkring 640.000 DKK.

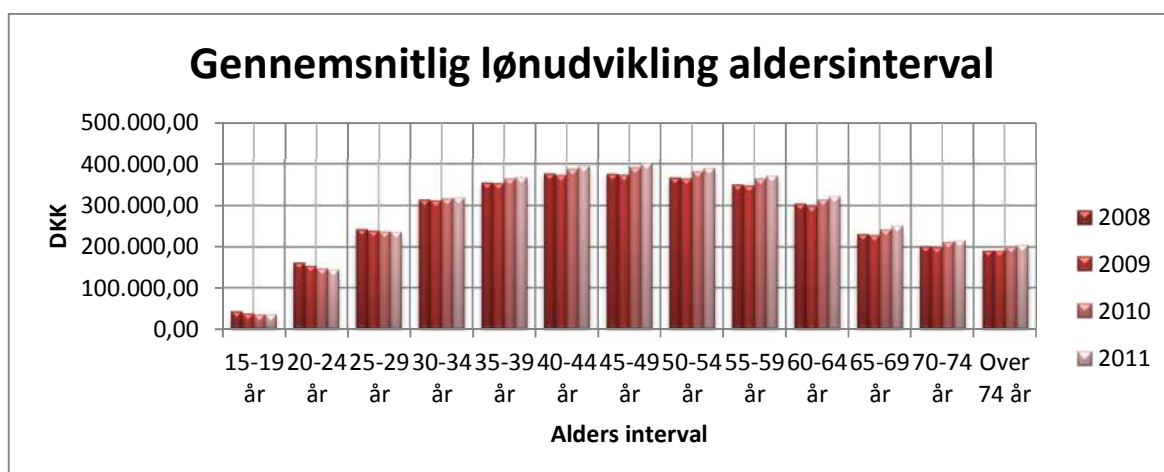
Samtidig med, at skærmene skal være større og større, bliver fokus for familiens samlingspunkt også flyttet til mere individuelle løsninger. Flere og flere ejer i dag en tablet-pc, som med de rigtige løsninger erstatter TV'et. I den forbindelse har B&O forsøgt sig med B&O PLAY, hvor flere af produkterne, herunder højttalerne, skal komplementere blandt andet Apples produkter, som iPhone, iPad og iPod. Derudover har B&O med B&O PLAY, forsøgt sig med et tv, som henvender sig til det yngre segment. Dette er eksempelvis produktet V1, som fås til en pris fra cirka 16.500 DKK (Vejledende prislister for B&O forhandlere, 2013). Tv-et er udformet til at være ungdommeligt og funktionelt i forhold til forskellige placeringer i rummene.

Selvom B&O PLAY er en af vejene frem for B&O, skal man ikke helt lukke ned for AV-afdelingen, idet der stadig er mange, som ser et B&O produkt som et statussymbol. Det bliver i stadig høj grad betragtet som et møbel, der tilfører stuen, soveværelset, køkkenet eller, hvor man har det stående eller hængende, en værdi i form af dets eksklusivitet.

### Lønmønstre i Danmark

Lønnen i Danmark har udviklet sig i takt med inflationen, selv da finanskrisen indtraf, har der været lave lønstigninger. Vi kan ud fra "Figur 21 Gennemsnitlig lønudvikling aldersinterval" se, at der generelt i de midterste aldersgrupper har været generelle lønstigninger set på gennemsnittet af en person i hvert interval. Derudover kan vi se, at det også er de midterste aldersintervaller, der tjener flest penge, hvorfor det må være disse målgrupper, som B&O skal have fat i. Ud fra ovenstående afsnit omkring forbrugsmønstre, så vi ligeledes, at der har været en stigning i forbruget på elektronikudstyr pr. husstand. (INDKP5: Indkomst i alt efter område, enhed, køn, alder og indkomstinterval, 2013)

For, at B&O skal udnytte denne lønfordelingen i Danmark, er de nødt til at omsadle deres forretningsstrategi. Markedet for de helt dyre produkter bliver mindre og mindre, idet folk ikke vælger at bruge alle deres optjente penge på et dyrt fladskærmsfjernsyn, når en billigere model er af næsten samme teknologisk kvalitet. B&O har dermed store udfordringer i forhold til konkurrenterne.

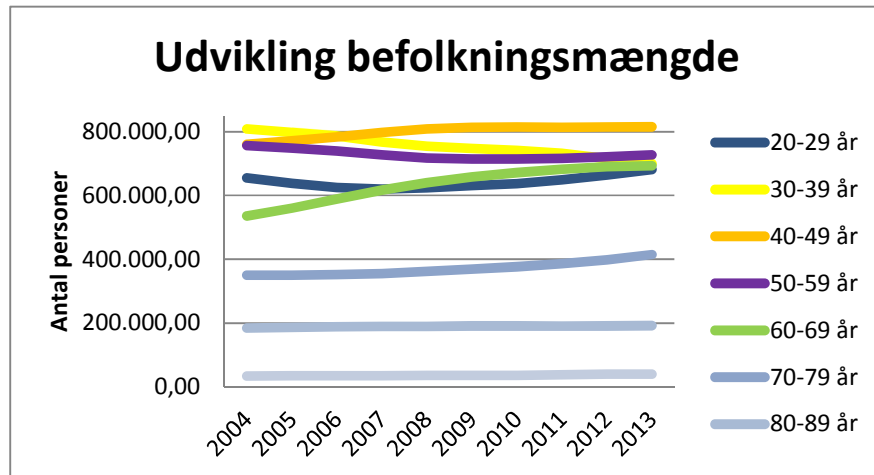


FIGUR 21 GENNEMSITLIG LØNUDVIKLING ALDERSINTERVAL (INDKP5: INDKOMST I ALT EFTER OMRÅDE, ENHED, KØN, ALDER OG INDKOMSTINTERVAL, 2013)



## Demografi

Ekspertter har de seneste mange år spået, at der i Danmark ville komme flere ældre end unge, og vores velfærdssamfund dermed vil blive forringet. Ud fra "Figur 22 Udvikling befolkningsmængde"



FIGUR 22 UDVIKLING BEFOLKNINGSMÆNGDE (FOLK2: FOLKETAL 1. JANUAR EFTER KØN, ALDER, HERKOMST, OPRINDELSESLAND OG STATSBOGERSKAB, 2013)

kan det ses, at der i 2012 og 2013 er flest 40-49årige, samtidig med, at de 30-39årige er faldende. De 20-29årige, som B&O netop forsøger at få fat på, er stødt stigende siden 2008. (FOLK2: Folketal 1. januar efter køn, alder,

herkomst, oprindelsesland og statsborgerskab, 2013) B&O forsøger, som ovenfor fortalt,

med deres nye koncept B&O PLAY at få fat i den yngre målgruppe (Årsrapport, 2011/12, s. 19). De er dermed ved at tage problematikken op med deres faldende omsætning indenfor AV segmentet, ved at tilbyde et helt nyt segment, B&O PLAY.

Foruden ovennævnte faktorer er der mange andre faktorer, som B&O skal vurdere, førend de kan gennemføre en generel storsatsende markedsføringsstrategi både i forhold til B&O PLAY, men også i forhold til deres AV afdeling, da denne trods alt leverer det største bidrag til deres omsætning.

#### **2.2.1.1.4 (T) Teknologiske forhold**

Teknologisk set er B&O langt fremme og leverer nogle af de bedste produkter i forhold til kvalitet, design og teknologi. Virksomheden er ligesom deres konkurrenter på markedet præget af, at udviklingen er intens indenfor fjernsyns- og elektronikbranchen, hvorfor de ligeledes skal holde sig ajour med, hvad der er "in" på markedet, og også gerne før det bliver det.

Senest har B&O i regnskabsåret 2011/12 præsenteret et nyt forretningsområde, kaldet B&O PLAY, som skal henvende sig til en yngre målgruppe (Årsrapport, 2011/12, s. 10-11). Samtidig har B&O også lanceret 2 nye produkter til deres AV afdeling, herunder BeoVision 12 og BeoLab 12, som er henholdsvis et nyt tv og et nyt højtalersæt.

##### *Produktudvikling i B&O*

Derudover ved vi fra årsrapporten fra 2011/12, at B&O, foruden ovennævnte produkter, har haft et travlt år med hensyn til produktudvikling, både indenfor B2C og B2B forretningsområderne. De to ovennævnte produkter er begge nye produkttilføjelser. B&O har også brugt ressourcer på at udvikle og forbedre på allerede eksisterende produkter således, at kunderne får en endnu bedre oplevelse. Her kan det blandt andet nævnes, at man har udviklet en ny Video Engine, som er blevet lanceret i BeoPlay V1, samt en ny AirPlay Engine, der er lanceret i Beolit 12 og BeoPlay 8. Begge teknologier vil blive anvendt i fremtidige produkter. B&O har desuden også skrappe krav i forhold til deres produktkvalitet. I forlængelse af R&D kan nævnes, at man har indført en kvalitetssikringsprocedure i forhold til skærmmalibrering på BeoPlay V1. Proceduren er med til at sikre et perfekt og ensartet videomateriale i alle kiggesituationer for brugeren. Man sikrer dermed den bedste fjernsynsoplevelse for kunden. (Årsrapport, 2011/12, s. 25)

Ud fra regnskabet kan vi ligeledes læse, at der bruges mange penge på udvikling, idet deres udviklingsomkostninger ultimo 2011/12 ligger på i alt 514 mio. DKK. I tallet er der både udviklingsprojekter under udførelse og afsluttede udviklingsprojekter (Årsrapport, 2011/12, s. 71).

## *Fremtiden*

Fremadrettet bør B&O satse stort på videreudvikling indenfor især B&O PLAY. Produkterne er stadig i høj kvalitet og med et mere ungdommeligt design over sig. Samtidig er det også produkter, som er til at betale sig fra, i modsætning til flere af deres produkter i AV-afdelingen. Flere og flere falder fra, når man kommer for højt op i priserne, hvilket skader AV-afdelingen. Konkurrenterne er blevet næsten lige så dygtige til at producere designmæssige løsninger til en lavere pris end B&O, hvilket blot flytter de kunder, som ikke tænker over branding og social status.

### **2.2.1.1.5 (E) Miljømæssige forhold**

I en tid, hvor fokus på global opvarmning er stor, er der ligeledes stort fokus på miljørigtige produkter. Flere forbrugere fokuserer ikke udelukkende på prisen og designet, men også på, hvordan produkterne er produceret.

Dette er en problematik, som B&O har imødekommet, idet man i regnskabsåret 2011/12 har fået udarbejdet en CSR<sup>2</sup> politik omkring blandt andet de miljømæssige aspekter for virksomhedens produktion. B&O's CSR rapport er delt op i to områder, produktmiljø og eksternt miljø. I sammenhæng med miljømæssige aspekter er begge fokusområder vigtige i analysen.

Som ovenfor nævnt har B&O's produkter en lang levetid, ligesom der stadig i dag er stor efterspørgsel på ældre modeller. En gennemsnitlig levetid for et B&O produkt er 10-15 år, hvilket er et stort bidrag til et lavere ressourceforbrug, samtidig med, at der er færre affaldsmængder, som skal bortskaffes. (Bang & Olufsen CSR rapportering, 1. august 2012)

I regnskabsåret 2011/12 havde B&O to mål i relation til miljømæssige forhold, hvor det første lød på, at der skulle ske en reduktion i B&O's eget totalforbrug af naturgas og el. Målet var en reduktion på 5 % pr. år målt i kWh/indtjent lønkrone. Man nåede målet ved en reduktion på 10 %. Derudover havde B&O et mål, som lød på, at man skulle forøge genanvendelsesgraden på eget affald med 5 %. Det lykkedes i 2011/12 at øge genanvendelsesgraden med 6 %, hvilket er meget positivt for virksomheden og dens omverden. (Bang & Olufsen CSR rapportering, 1. august 2012)

---

<sup>2</sup> CSR = Corporate Social Responsibility

Vi kan se ud fra ovenstående politikområder indenfor miljø, at B&O er en virksomhed, der følger med tiden og har fokus på de områder, som omverdenen kræver af en stor international virksomhed. Ligeledes er det positivt, at man har formået at overgå sine mål.

B&O har, foruden de ovenfor nævnte opstillede mål, også andre fokusområder indenfor miljøet. Det er især elforbruget, som man ønsker at begrænse både i egenproduktion, men samtidig også hos kunderne, hvor man har fokus på elforbruget ved standby tid og ved almindeligt brug. Det kan eksempelvis nævnes, at et B&O fjernsyn slukker automatisk efter 4 timer uden aktiv brug. Fokusområderne tænkes tidligt ind i produktfasen, idet man fra produktudviklingsfasen sætter krav til de omfattende miljøkrav, der er til produkterne, som er internt udarbejdet af B&O. Miljøkravene kaldes "pligtegenskaber", som sikrer overholdelse af EU-direktiverne, herunder WEEE<sup>3</sup>, batteridirektivet osv. I B&O sikrer man dermed, at de produkter, der distribueres ud til de forskellige markeder, overholder de lovgivninger, der måtte være i det pågældende land. B&O har ligeledes fokus på bortskaffelse af produkterne i produktionsfasen, da man blandt andet mærker alle plastdelene, så affaldsmottagerne kan genkende plasttypen. I EU-direktivet er der ligeledes et krav omkring bortskaffelse af elektronisk udstyr, som lyder på, at mindst 65 % af alt indsamlet underholdningselektronik skal kunne genanvendes. Hos B&O får man igennem udviklingsprocessen udarbejdet demontagetests, som viser, hvordan produkterne bliver skilt ad ved bortskaffelse, og dermed får set, hvor meget af produktet, som kan genanvendes. I disse tests har det vist sig, at B&O's produkter har mellem 76-86 % genanvendelsesfunktion i materialedelene, hvilket er meget positivt i forhold til mindstekravet fra EU-direktivet, WEEE, som var på 65 %. (Bang & Olufsen CSR rapportering, 1. august 2012)

---

<sup>3</sup> WEEE er en forkortelse for "Waste from Electrical and Electronic Equipment" og anvendes i hele EU som en fælles betegnelse for affald fra elektriske og elektroniske produkter.

#### **2.2.1.1.6 Delkonklusion**

Under de politiske forhold er der sat fokus på to områder, nemlig eksport og finanskrisen. Eksporten udgør cirka 90 % af B&O's omsætning, hvorfor eksportreglerne er vigtige. Indenfor EU er der åbne grænser, hvilket betyder, at det er lettere at eksportere hertil frem for eksempelvis Kina, da der blandt andet i Kina er lange ansøgningsforløb i forbindelse med de fornødne tilladelser for de produkter, som man ønsker at sælge.

Finanskrisen har blandt andet sat sit præg på markedet for luksusprodukter. Dette har B&O også mærket, hvorfor det er vigtigt for B&O, hvilke politiske indgreb, der bliver udført. Måden, hvorpå politikerne blandt andet har forsøgt at få gang i forbrugslysten igen, er gennem indførelse af skattelettelser samt afskaffelse af flere tidligere indførte afgifter. Skattelettelserne ramte de højtlønnede, der betaler topskat, hvilket gavner B&O, da det er denne målgruppe, som B&O skal disponere efter.

Som økonomiske forhold kan igen nævnes finanskrisen, som naturligvis har præget hele verdensøkonomien og dermed også B&O. Der er sket et stigende antal konkurser, hvilket både betyder tab for ejerne, men samtidig også tab for de ansatte, da de mister deres job og dermed løn. Trods finanskrisens dårlige indvirkning på B&O, er der også positivisme at spore. Specielt Kina har fremgang i økonomien og privatforbruget. Under Automotive-segmentet har der også været en påvirkning fra finanskrisen, da folk nu har fået øjnene op for de mindre og mere økonomiske biler, hvilket betyder nedgang for salget af de store og dyrere biler. Dette påvirker naturligvis B&O's salg.

Under de sociokulturelle forhold kan nævnes forbrugernes forbrugsmønstre, som udvikler sig i retningen af, at elektronik udskiftes oftere. Lønnen er også et vigtigt parameter hertil, hvor lønnen er steget i takt med inflationen, selv under finanskrisen. Dette skal B&O naturligvis udnytte, da de højtlønnede dermed også får mere til forbrug. Samtidig har den demografiske udvikling også en indvirkning på, hvordan forbrugsmønstrene er. Her ses det, at befolkningsgruppen 20-29 årige er stigende, hvilket er positivt for B&O, da dette er en central del af B&O's målgruppe.

Under de teknologiske forhold er det vigtigt at bemærke, at den teknologiske udvikling er hastig. Når et produkt er lanceret, går der ikke lang tid før dette ikke er "in" længere, da ny teknologi og nyt design bevirker, at de "gamle" produkter forældes.

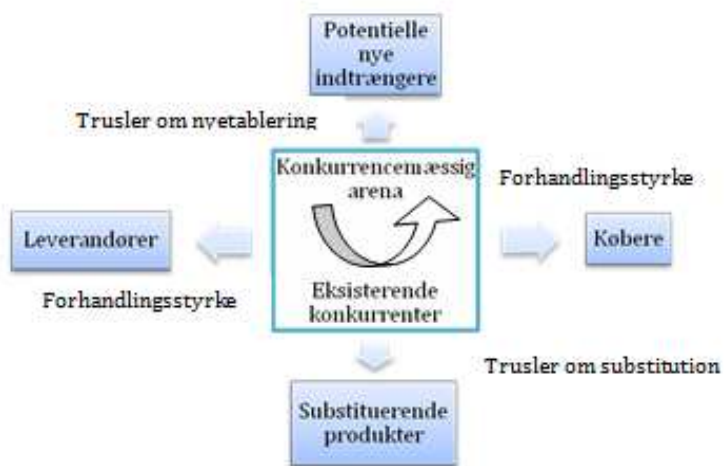
Miljøet er også blevet et vigtigt fokusområde i hele verden, da der specielt er fokus på global opvarmning. Dette har indvirkning på miljørigtige produkter, hvilket i stigende grad er et fokusområde, både hos producenterne men også hos forbrugerne. Dette har B&O forsøgt at imødekomme gennem øget fokus på miljø blandt andet gennem CSR-rapportering med fokus på eksternt miljø og produktmiljø.

Alt i alt ses det, at der er flere forskellige faktorer fra den uafhængige omverden, der går ind og påvirker B&O's eksistens og ageren på markedet.

### 2.2.1.2 Porters Five Forces

Hvordan er forholdene i den afhængige omverden, som B&O befinder sig i?

Formålet med dette afsnit er at få belyst den branche B&O befinder sig i, som i teoretiske termer er virksomhedens mikromiljø. Dette gennemføres ved hjælp af modellen, Porters Five Forces, som er udviklet af Michael Porter. Modellens formål er at kortlægge konkurrencesituationen på markedet og dennes indflydelse på B&O's fremtidige indtjeningsmuligheder. De 5



FIGUR 23 PORTERS FIVE FORCES (LÆGAARD & VEST, 2010, s. 62)

konkurrencekræfter, som modellen behandler, er truslen fra nye indtrængere, truslen fra substituerende produkter, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke samt den nuværende konkurrencesituation i branchen.

#### 2.2.1.2.1 Truslen fra nye indtrængere

For at analysere truslen fra nye indtrængere, ses der på faktorer såsom stordriftsfordele, knowhow og kapitalkrav, men der er også mange andre faktorer, der kan påvirke truslen fra nye indtrængere. Hvis der er høje adgangsbarrierer i en branche, vil det være mindre attraktivt for potentielle nye udbydere at trænge ind på markedet.

Som nævnt ovenfor kan stordriftsfordele også være en hindring for nye indtrængere. Brancher med åbenlyse stordriftsfordele for de eksisterende virksomheder kan afskrække eventuelle nye indtrængere på markedet, idet eventuelle nye konkurrenter skal starte stort og dermed risikere stort fra starten. For en ny udbyder vil der forekomme store investeringer i kapitalapparatet på grund af specialiserede produktionsanlæg, transportering med videre.

Ydermere vil der også være høje adgangsbarrierer, da de etablerede konkurrenter allerede har oprettet et netværk af kunder, interessenter og leverandører. De etablerede virksomheder vil alt andet lige besidde en know-how, da de har flere år i branchen, og derfor har oprettet en vidensbase og kundedatabase, som nye indtrængere ikke har. Derfor kræver det yderligere investering i forskning og udvikling, for at kunne begå sig i branchen, da markedet udvikler sig med tiden og specielt indenfor elektronikprodukter udvikler markedet sig med hastige skridt. For at kunne følge med udviklingen på markedet kræver det konstant fornyelser, for hele tiden at kunne opfylde slutbrugernes ønsker og behov. Derudover kan de allerede etablerede virksomheder også have et anerkendt brand, som dermed har sat sig præg på kunderne, hvorfor det kan være svært at opbygge et brand, som på samme måde vil slå igennem overfor både kunder og leverandører.

B&O har igennem mange år opbygget et internationalt distributionsnetværk af B1 butikker og eksklusive shop-in-shops koncepter. Dette specialiserede netværk til afsætning af produkterne vurderes ligeledes at understøtte, at der er tale om et eksklusivt brand, som dermed er en vigtig faktor i forhold til at sætte barrierer for nye konkurrenter.

Som nogle af de mest fremtrædende leverandører med eksklusive produkter indenfor AV-produkter, har både B&O, Loewe og Bose formået at differentiere sig fra konkurrenterne og fokusere på hver deres varemærke. Loewe ligner meget B&O på design, hvorimod Bose er meget kendt for deres lyd kvalitet. Det vil alt andet lige afspejle sig i kundeloyaliteten. Denne loyalitet mod et givent produkt vurderes også at skabe høje barrierer for eventuelle nye konkurrenter. Evnen til at differentiere sig fra konkurrenterne, er således den bedste beskyttelse mod konkurrenter, hvilket vil blive nærmere belyst i afsnit 2.2.2.2 Konkurrence- og vækststrategi.

Ud fra nævnte kriterier anses adgangsbarriererne som værende høje i denne branche. Derfor er det, ud fra ovenstående analyse, et svært marked for nye indtrængere at trænge ind på.



#### **2.2.1.2.2 Truslen for substituerende produkter**

Når man taler om substituerende produkter, er det produkter, der dækker samme behov som det pågældende produkt. I dette tilfælde er der tale om substituerende produkter til AV-segmentet, det vil sige andre erstatninger til underholdning af denne karakter.

Som nævnt ovenfor differentierer B&O's produkter sig markant fra de øvrige produkter på markedet på specifikke punkter, såsom kompatibilitet og design.

Som substituerende produkt kan nævnes projektoren, pc'en, tablets med flere. Som alle andre konkurrenter vil B&O ligeledes være tvunget til at følge udviklingen, hvis fladskærms TV bliver erstattet af førnævnte alternativer.

Som det ser ud i dag, er computeren begyndt at overtage TV'ets position som værende familiens fælles mediecenter. Dette vil have betydning for branchen helt generelt, da det er de færreste i audio og videobranchen, der har specielle kompetencer indenfor dette område. Man kan forestille sig, at computeren i fremtiden kommer til at fungere som mediecenter i de fleste hjem således, at computeren styrer fjernsynsskærmen og fordeler lyden ud i højttalerne. Det vil dog for B&O's vedkommende betyde, at der skal sættes kræfter ind på en sådan løsning for de kunder, der udelukkende ønsker at have B&O produkter.

#### **2.2.1.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke**

B&O sælger deres produkter gennem sine B1-butikker og shop-in-shops, som er B2C-handel samt gennem Automotive, ICEpower og Enterprise, som er B2B-handel. Set i lyset af den verserende finanskrisen må markedet for elektronik produkter kategoriseres som værende købers marked, da der på markedet indenfor hver produktkategori findes forskellige producenter, hvorfor det kan konkluderes at der er mange substitutter. Hvad angår high-end segmentet så eksisterer der her præferencer, som alle på en eller anden vis bidrager til kundens forhandlingsstyrke. Kunden har altså her forhandlingsstyrken fremfor B&O.

Som nævnt tidligere udvikler B&O lydsystemer til eksklusive bilmærker som Audi, Aston-Martin, Mercedes-AMG og BMW. Inden for dette forretningsområde står B&O stærkt overfor kunderne, idet

de eksklusive bilproducenter gerne vil kædes sammen med B&O's anerkendte brand. Dette hænger formentlig også sammen med, at B&O for tredje år i træk, er blevet kåret som det bedste brand på markedet indenfor Car-Hifi i det anerkendte tyske bilmagasin "Auti, Motor und Sport". (Hansen, 2012)

I en forhandlingssituation vil B&O ligeledes stå stærkt i forhold til ICEpower, idet teknologien er patenteret, hvilket gør, at kunderne er nødt til at finde alternative løsninger, hvis ikke de ønsker at handle med B&O. (Fortegningsretsemission , 2009, s. 17)

Alle fysiske butikker oplever i dag øget konkurrencen fra internettet, idet internetbaserede butikker oftest ikke har et fysisk lager, og derfor har lavere omkostninger. Dette ligger selvfølgelig ligeledes pres på B&O's B1 butikker. Derfor må købernes forhandlingsstyrke karakteriseres som værende stor, da der er mange alternativer.

#### **2.2.1.2.4 Leverandørernes forhandlingsstyrke**

B&O indkøber elektronikkomponenter og andre produktrelaterede råvarer og halvfabrikata fra cirka 220 forskellige leverandører, hvoraf 40 leverer cirka 90 % af det samlede indkøbsbudget. Mange af standardkomponenterne købes hos Phillips, mens de standardiserede fladskærmsmoduler primært leveres af Panasonic og Samsung. B&O inddeler deres leverandører i følgende kategorier:

- Nøgleleverandører
- Systemleverandører
- Kapacitetsleverandører
- Standardleverandører (Fortegningsretsemission , 2009, s. 25)

##### *Nøgleleverandører*

B&O er meget afhængig af deres samarbejde med deres nøgleleverandører, da de leverer nøgleteknologier eller komponenter, som er afgørende for B&O produkternes funktion eller positionering. B&O investerer i specialiseret produktionsudstyr, der opsættes hos og betjenes af leverandøren, mens leverandørens investeringer er begrænsede. Dette gør samarbejdet meget betydningsfuldt for B&O, hvorfor det vil være kritisk for B&O, hvis sådanne samarbejder "gik i vasken".

Derudover har B&O også et stort behov for adgang til leverandørens konstruktions- og udviklingskompetencer, da det er vigtigt, at disse komponenter kan tilpasses B&O's design. Nøgleleverandørerne leverer blandt andet paneler, optiske løbeværker og IC'er<sup>4</sup>. (Fortegningsretsemission , 2009, s. 25)

Alt andet lige vil det betyde, at nøgleleverandørerne har en stærk forhandlingsstyrke.

#### *Systemleverandører*

Systemleverandører har nogenlunde samme forhold til B&O som nøgleleverandørerne har, dog investerer både systemleverandørerne og B&O betydelige ressourcer i samarbejdet. Systemleverandørerne er tæt integreret i B&O, hvilket gør disse leverandører vigtige for B&O, da de allerede deltager fra produktudviklingsfasen, og ligeledes forsyner B&O med komponenter til det færdige produkt. Eksempler på sådanne komponenter fra systemleverandørerne kan være forstærkere, højtalerenheder og mekaniske overfladeemner.

Nøgleleverandørerne udgør cirka 21 leverandører, mens systemleverandørerne udgør 20, ud af de i alt 220 leverandører. Dette er ikke nogen stor procentdel af de samlede leverandører, og som ovenfor omtalt er B&O meget afhængige af disse leverandører, hvilket igen vil sige, at leverandørerne i disse 2 kategorier har en stærk forhandlingsstyrke.

#### *Kapacitetsleverandører*

B&O's kapacitetsleverandører leverer komponenter, råvarer og halvfabrikata. B&O har her mulighed for at vælge mellem flere leverandører, hvorfor det primært er leverandøren, der foretager investeringer i forholdet. Eksempler på sådanne komponenter, kan være monterede PCB'er, plastemner, ledninger og metalemner. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-25)

---

<sup>4</sup> IC er et integreret elektronisk kredsløb, der er bestående af mange komponenter

### Standardleverandører

Ydermere har B&O nogle standardleverandører, som leverer alle standardkomponenterne. Igen her er der mange leverandører, som kan levere de samme produkter, hvorfor omkostningen for at skifte leverandør er relativ lav.

Det må hertil siges, at henholdsvis kapacitetsleverandørerne og standardleverandørerne har en lav forhandlingsstyrke overfor B&O.

#### 2.2.1.2.5 Konkurrencesituationen blandt eksisterende udbydere

B&O befinder sig på et marked, hvor der er markedsformen *differentieret oligopol*, hvilket vil sige, at der er få store spillere og en række mindre spillere på markedet. Samtidig befinder vi os på det heterogene marked, da forbrugerne har præferencer overfor produkterne, designet og udbyderne. Nedenfor ses oversigten over markedsformerne, hvoraf *differentieret oligopol* er fremhævet med blå.

|                                    |         | Lav <span style="float: right;">Høj</span><br>Grad af konkurrence <span style="float: right;">→</span> |                               |                       |                         |                           |
|------------------------------------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------|---------------------------|
| Antal sælgere:<br>Præference-grad: |         | En                                                                                                     | En stor + små                 | To                    | Få                      | Mange                     |
| Homogent marked                    | Monopol |                                                                                                        | Delvis monopol                | Duopol                | Oligopol                | Fuldkommen konkurrence    |
| Heterogent marked                  |         |                                                                                                        | Differentieret delvis monopol | Differentieret duopol | Differentieret oligopol | Monopolistisk konkurrence |

FIGUR 24 MARKEDSFORMER (RASMUSSEN, SAMSØ, MANSFELDT, OLESEN, & BRUUN, 2002)

På dette marked har B&O opnået en stærk position gennem opbygning af brand, og satsning på design og kvalitet. B&O befinder sig som en niche på markedet, hvor konkurrencen ikke er så stor, og hvor de sælger dyrt til en mindre målgruppe. B&O indså trods alt selv, at deres daværende målgruppe var for smal, hvorfor B&O i januar 2012 lancerede det nye brand i Bang & Olufsen familien, B&O PLAY, som også tidligere nævnt. B&O PLAY har fået en fin start og klarer sig godt på markedet, og har en stigning i omsætningen på over 100 %. (Rasmussen & Iversen, 2013)

Markedet for AV-produkter er domineret af en række større multinationale aktører som Samsung, Philips, Panasonic, Sony, Loewe med flere. Herudover findes der en række kopiproducenter, der lancerer billige produkter i markedet, men som ikke er med til at drive den teknologiske udvikling. Efterhånden er Samsung, Philips med flere begyndt at lancere produkter, der teknisk er stort set identiske med B&O's produkter, og som i nogle tilfælde også designmæssigt nærmer sig B&O, dog til en lavere pris. B&O skal derfor stille spørgsmålet, om de skal fokusere på andre områder end AV segmentet, som tidligere har været deres helt store segment i forhold til blandt andet indtjening. B&O kunne eventuelt med fordel satse mere på lyd, som også er en af B&O's kernekompetencer. AV har en nedgang på 35 % for 3. kvartal 2012/13 i forhold til samme periode året før. (Rasmussen & Iversen, 2013)

Som nævnt tidligere er B&O et high-end brand, der sælger sine produkter på kvalitet, lækkert design og som luksusbrand. Der er her tale om et mindre markedssegment, som B&O befinder sig på, og her er konkurrencen ikke så intensiv, som den er i low-end, hvilket primært skyldes, at adgangsbarriererne er høje, og at det tager tid samt kræver kapital at udvikle så stærkt et brand som B&O. I denne del af markedet befinder der sig ikke mange konkurrenter. Tyske Loewe og Bose er de eneste "rigtige" konkurrenter, da de sælger samme produkter til den samme målgruppe. Disse er, ligesom B&O, differentierede i så udpræget grad, at deres produkter, ligesom B&O's må anses for at være unikke.

Loewe karakteriseres også som et "premium home cinema" brand i Europa, som henvender sig til overklassen og til dækning af luksusbehovet, som denne type forbruger har indenfor elektronik. Loewes produkter har ligeledes opnået stor anerkendelse for et unikt og eksklusivt design, brugervenlig og værdibaseret funktionalitet samt for innovative og trendsættende tekniske løsninger.

På den baggrund vurderes det, at der er en høj rivalisering i branchen. Flere af de store producenter af AV-produkter er i dag begyndt at fokusere mere og mere på produkternes udseende, og det er således blevet svært for blandt andet B&O at differentiere sig på design, som de tidligere har haft stor succes med. I forlængelse af dette, er det derfor blevet sværere for B&O at være en niche virksomhed med fokus på design. Den verdensomspændende finanskrisen har også medført en stigende rivalisering

hos de lidt mere luksuriøse brands, såsom B&O og Loewe. B&O har fået meget kritik for, at deres prisniveau ikke er opnåeligt for et bredt nok segment. Dette har medført en række prisændringer på deres produkter, blandt andet som følge af en øget rivalisering i branchen. De hårde markedsvilkår, der har ramt B&O, kan ligeledes aflæses i den tyske konkurrent Loewe's regnskab for 2012. Loewe tabte 44,7 mio. EUR sidste år ud af en omsætning på 250 mio. EUR. (Kvols, 2013)

Samlet set vurderes rivaliseringen i branchen til at være høj, da der er mange store spillere, der alle har muligheden for at udnytte stordriftsfordele. Endnu et tegn på den hårde rivalisering i branchen, er at der bliver investeret meget i markedsføringstiltag.

#### 2.2.1.2.6 Delkonklusion

Som konklusion på analysen af branchen, vurderes der at være følgende grad af konkurrence fra de fem konkurrencekræfter, som efterfølgende vil blive konkluderet på:

| Rivalisering i branchen | Truslen fra nye udbydere | Truslen fra substituerende produkter | Leverandørernes forhandlingsstyrke | Kundernes forhandlingsstyrke |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|------------------------------|
| Høj                     | Lav                      | Under middel                         | Under middel/over middel           | Lav(B2B)/høj(B2C)            |

FIGUR 25 GRADEN AF FORHANDLINGSSTYRKE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Ud fra Porters Five Forces ses det, at der er høje adgangsbarrierer for nye indtrængere, da det kræver store investeringer og en vis form for know how at komme ind på markedet. Ligeledes har allerede eksisterende udbydere allerede know how, stordriftsfordele samt opbygget en kundeloyalitet og gjort sig bemærket via sit brand.

Truslen fra substituerende produkter vurderes at være lav, da AV-segmentet formentlig vil forblive på markedet en del år endnu. Dog ser man, at computere, tablets med flere bliver en større og større del af familiens liv, hvorfor disse former for kommunikationsværktøjer kan være fremtiden, hvorimod tv'et på lang sigt kan blive udfaset.

Da det i dag er købers marked på grund af finanskrisen samt de mange substitutionsmuligheder vurderes det, at det er køberne, der har forhandlingsstyrken over for producenten og dermed B&O,

når der er tale om B2C-markedet. Omvendt er der på B2B-markedet tale om, at det nærmere er B&O, der har forhandlingsstyrken, dels da ICEpower segmentet er patenteret, hvorfor kunderne dermed er nødt til at finde alternative løsninger, hvis ikke de ønsker at handle med B&O, og dels under Automotive-segmentet, da B&O her er kåret som det bedste brand indenfor Car-HiFi.

Hvad angår leverandører inddeler B&O sine leverandører i forskellige grupper: nøgleleverandører, systemleverandører, kapacitetsleverandører samt standardleverandører. De førstnævnte har forhandlingsstyrken overfor B&O, da disse har meget stor betydning for B&O, mens de to sidstnævnte leverer nogle komponenter, som B&O blot kan skaffe hos andre, hvis ikke leverandørerne tilbyder noget attraktivt, hvorfor B&O her har forhandlingsstyrken.

Konkurrencesituationen på markedet er kategoriseret som differentieret oligopol, da kunderne har præferencer overfor produkterne. Samtidig er der få konkurrenterne på markedet, hvilket bevidner om, at konkurrenceintensiteten er høj. Dog befinder B&O sig som en niche på markedet, hvor de eneste direkte konkurrenter er Loewe og Bose, men da denne niche på markedet ikke er så attraktiv mere, indikerer det, at konkurrencen fra de øvrige producenter såsom Samsung, Sony med flere er stigende.

## 2.2.2 Intern analyse

### 2.2.2.1 Værdikædeanalyse

Hvilke interne faktorer er med til at skabe konkurrencemæssige fordele og dermed værdi for B&O?

Porters værdikæde anvendes for at opnå en klarhed over, hvilke dele af B&O's aktiviteter der er kernekompetencerne samt hvilke, der er de mest værdiskabende. Samtidig tilstræbes det at opnå viden om, hvorledes de interne processer påvirker B&O's værdi.

Som beskrevet i metodeafsnittet, vil denne analyse bestå af henholdsvis de primære aktiviteter samt støtteaktiviteterne. Formålet hermed er, at de primære aktiviteter involverer de aktiviteter, der indeholder den egentlige fremstilling af produktet, mens støtteaktiviteterne bør underbygge primæraktiviteterne.

I denne analyse startes der fra de primære aktiviteter for til sidst at slutte med støtteaktiviteterne. Nedenfor ses modellen:



FIGUR 26 PORTERS VÆRDIKÆDE (POULSEN, BETABOX, 2010)

#### 2.2.2.1.1 Primære aktiviteter

##### *Indgående logistik*

Den indgående logistik består af bestilling af varer, transporten, modtagelsen samt lagringen. B&O's produkter består af indkøbte råvarer og delkomponenter, som skal indgå i egenproduktionen af færdigvarerne. I 2009 indkøbte B&O elektronikkomponenter samt andre produktrelaterede råvarer fra cirka 220 forskellige leverandører, hvoraf cirka 90 % af disse indkøb stammede fra 40



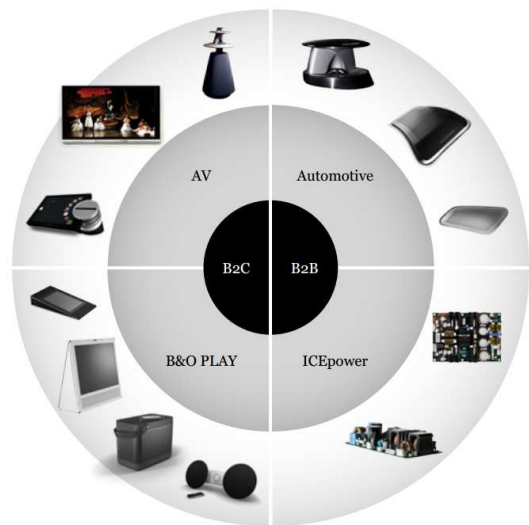
leverandører. Sidenhen har B&O nedjusteret antallet af leverandører, for i stedet at benytte sig af flere af de samme leverandører. (Fortegningsretsemission , 2009, s. 17)

B&O har eksempelvis outsourcet al produktion af elektronikkomponenter, og indkøber derfor mange produktrelaterede delkomponenter og halvfabrikata hos de forskellige leverandører. Måden hvorpå denne bestilling foregår, kan enten være bestilling af standardkomponenter eller via specialbestilling. En del af komponenterne fås som standardkomponenter, mens B&O har krav til andre komponenter. Disse får de produceret efter egne specifikationer. Dette kan eksempelvis være paneler, IC'er, forstærkere og højtalerenheder.

I næste afsnit om produktion analyseres, hvorledes aluminium udgør en væsentlig del af B&O's produktionsfaciliteter. Til dette formål indkøbes diverse mekaniske overfladeemner, metalemner, plastemner, ledninger med mere. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-23)

### **Produktion**

Produktionen er baseret på B&O's fire forretningsområder, nemlig AV og B&O PLAY indenfor B2C samt Automotive og ICEpower indenfor B2B. Produktionen spænder derfor bredt fra fladskærmstv til forstærkermoduler. B&O's fire forretningsområder opstillet i modelform ses til højre. (Årsrapport, 2011/12, s. 18)



FIGUR 27 B&O'S FORRETNINGSOMRÅDER  
(ÅRSRAPPORT, 2011/12, s. 18)

Produktionen i B&O er opdelt i fire dele:

1. Mekanikproduktion i Struer
2. Montage i Struer
3. Montage i Koprivnice, Tjekkiet
4. Distributionscenter i Struer

Ud fra dette ses det, at stort set al produktion foregår i Struer. B&O koncentrerer sig hovedsagligt om produktion af komponenter, hvor B&O har oparbejdet en stor ekspertise gennem mange år, hvilket eksempelvis er indfarvning (anodisering), bearbejdning og overfladebehandling af aluminium. Dette er en stor proces, som består af 30 bade, som hver har et volumen på 3800 liter. Disse bade har alle en bestemt funktion i processen. Dette er eksempelvis affedtning, konserveringsmidler, skylning, farvning, oxidation og forsegling. Det er dermed en stor proces at bearbejde aluminium, hvorfor B&O selv gør dette, for at opnå det bedste kvalitetsmæssige resultat. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-23)

For at optimere processerne, omkostningerne og kvaliteten bedst muligt, har B&O outsourcet store dele af produktionen af delkomponenter til produkterne. På den måde har B&O hele tiden fokus på kvaliteten, så egenproduktionen kun består af B&O's egne ekspertiseområder, som også tidligere nævnt.

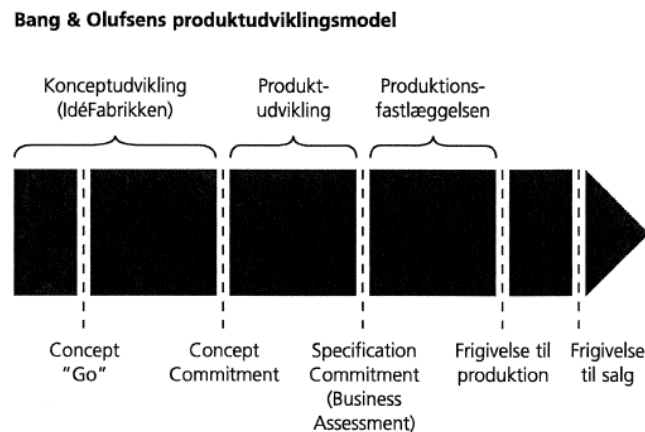
Dog skal de indkøbte delkomponenter og de egenproducerede komponenter samles og monteres, hvilket B&O selv står for. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-10)

Processerne i produktionen er moderniserede således, at de fleste maskiner er robotstyrede og automatiserede. Dette betyder også, at der har været løbende udskiftninger i produktionsudstyret, for hele tiden at have det mest opdaterede og moderne produktionsudstyr. Som tidligere nævnt er aluminiumbearbejdningen en stor del af produktionen, og som ligeledes er baseret på moderne industrimetoder, da dette blandt andet består af computer- og robotteknologi.

Det vil sige, at selve mekanikproduktionen udføres af maskiner og robotter, hvorimod montagedelen, både i Struer og Koprivnice, foregår manuelt. Da disse montageafdelinger bør have det samme faglige og kvalitetsprægede niveau, betyder det også, at de tjekkiske ansatte gennemgår grundig optræning og deltager i flere kurser. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-23-24)

### B&O produktudviklingsmodel

Nedenfor ses en model over hele processen, fra et koncept udvikles til et produkt er salgsklar.



FIGUR 28 B&O'S PRODUKTUDVIKLINGSMODEL (FORTEGNINGSRETSEMISSION , 2009, s. I-25)

Udviklingsmodellen er opdelt i tre faser, som ses over pilen. Heriblandt er der en række milepæle, hvor *Product Steering Teamet* træffer beslutninger om projektets videre forløb.

I fasen fra *Concept "Go"* til *Concept Commitment* kombineres den overordnede strategi og Master Planner med eksempelvis forskning og idégenerering. Dette munder ud i en detaljeret konceptudvikling, som er det første trin i processen.

Frem til den næste milepæl, *Specification Commitment*, intensiveres det integrerede produktudviklingsforløb. Her fremkommer de endelige produktspecifikationer og den teknologiske specifikation er også endeligt fastlagt. Hermed er det andet trin i processen gennemført.

Dette fører til det sidste trin, *produktionsfastlæggelsen*, som består af fasen efter *Specification Commitment*. Her valideres produktet, og de tilhørende produktionsprocesser fastlægges i forhold til såvel interne som eksterne kvalitetskrav. Herefter kan produktet *frigives til produktion*, og først derefter kan produktet sælges til kunderne. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-22)

Ud fra dette ses det, at det er en lang proces fra et koncept udvikles og til produktionen af et produkt igangsættes. Afhængig af, hvilket forretningsområde der er tale om, så kan det tage op til flere år for sådanne processer at blive fuldført. Dette ses især inden for B2B forretningsområdet *Automotive*. Denne proces starter med kontakten til bilproducenten, for herefter at afholde diverse møder for at definere produktkonceptet. Herefter udarbejder B&O en såkaldt konceptbil, hvor detaljerne ved

produktet bliver fastlagt. I denne proces foregår typisk forhandlinger mellem B&O og bilproducenten, både hvad angår prisen, men også med hensyn til selve produktkonceptet. En proces som denne indenfor Automotive tager typisk to år, fra de første møder afholdes til produktet leveres til bilproducenten. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-22)

Derudover foretages der risikovurderinger ved indkøb af nyt udstyr, ved tilvalg af nye processer og ved ændringer i produktionen. Disse foretages forud for ibrugtagning, for at sikre arbejdsmiljøet og det generelle miljø. Derfor er B&O opmærksomme på, at produktionen skal være så miljøvenlig som muligt, hvilket også specielt indebærer vandforbruget fra de 30 bade til aluminiumsforarbejdningen. (Bang & Olufsen CSR rapportering, 1. august 2012, s. 4)

En anden måde at sikre arbejdsmiljøet på, er ved at sikre de ansattes velvære og helbred. Eksempelvis er der ingen tunge løft i den faktiske produktion. De dele af produktionen, hvor der indgår tunge løft håndteres via løftegrej eller i få tilfælde, hvor to personer løfter sammen. Derudover tilstræber B&O at minimere støjniveauet i produktionen samt minimere brugen af farlige kemiske stoffer. Virksomhedens fokus på miljø og arbejdsmiljø har resulteret i, at fabrikken er kategoriseret som et *Level One Company*, der er det højeste mulige niveau i Danmark. Dette vurderes af det danske arbejdstilsyn. (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Når produktionen er gennemført, skal produkterne leveres til kunderne. Dette betegnes den udgående logistik, og vil blive analyseret nedenfor.

### ***Udgående logistik***

Den udgående logistik er baseret på de aktiviteter, der bringer det færdige produkt ud til kunden. Dette er eksempelvis lagerstyring, distributionskæder og ordregennemførelse.

#### ***Lagerstyring***

På lagerstyring og logistikområdet har B&O gennemført en markant omstrukturering. Gennem mange år havde B&O en meget decentral logistikstruktur, hvilket vil sige, at B&O havde lagre rundt omkring i hele verden. Al produktion foregik i Struer, hvorefter de færdigproducerede produkter blev leveret til lagrene rundt om i verden. For cirka 15 år siden blev lagrene i Europa nedlagt, og centrallageret i Struer blev opbygget. I 2001 kom Peter Bogh Lindgaard, Head of Logistics and Distribution, til B&O.

Hans opgave var at gennemføre strategien på de oversøiske markeder, men i stedet for de oversøiske markeder blev Kina udslagsgivende. Det viste sig, at en luftbro var den optimale løsning, da det er den mest omkostningseffektive transport af produkterne. Denne luftbro viste sig at være den bedste løsning til alle landene. Derved blev strategien et omdrejningspunkt i B&O, da dette krævede en stor kapacitet i Struer, hvor centrallageret skulle placeres. Årsagen til netop denne placering er, at det er beliggende op mod motorvejen, hvorfor dette gav nem adgang til Europa samt lufthavnene i Frankfurt og Amsterdam.

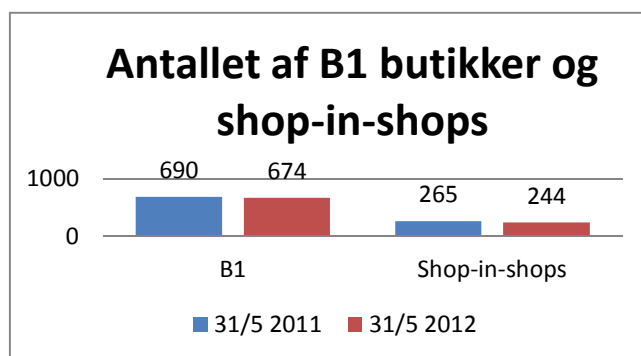
For at få etableret dette lager, så der var kapacitet nok, henvendte B&O sig til deres leverandør gennem flere årtier, Langebæk Logistik. Deres opgave var at opfylde B&O's behov til distributionen, vare-, informations- og workflow på tværs af den interne logistik. Outputet blev, at i december 2010 stod anlægget klart, og dette har betydet, at B&O er i stand til at levere en exceptionel leveringspræcision til gavn for forhandlerne og kunderne.

#### *Distributionskæder*

Måden hvorpå B&O's produkter sælges er gennem to former for distributionskanaler, nemlig:

1. B1-butikker, som udelukkende forhandler B&O produkter
2. Shop-in-shops, hvor B&O's produkter udgør et større område af en butik

Disse to distributionskanaler har B&O opbygget for, at salget af produkterne skal ske gennem autoriserede forhandlere, der selvstændigt varetager salget af produkterne. Nedenfor ses en oversigt over antallet af B1-butikker og shop-in-shops, henholdsvis pr. 31.5.2011 samt 31.5.2012. (Årsrapport, 2011/12, s. 15-16)



FIGUR 29 ANTALLET AF B1 BUTIKKER OG SHOP-INSHOPS

Ud fra ovenstående ses det, at der har været et lille fald i henholdsvis antallet af B1 butikker og shop-in-shops fra 2011 til 2012. Der var 690 B1 butikker pr. 31.5.2011 mod 674 pr. 31.5.2012. Antallet af shop-in-shops er faldet fra 265 butikker pr. 31.5.2011 til 244 butikker pr. 31.5.2012.

På baggrund af et faldende salg på det europæiske marked har B&O reduceret antallet af butikker på dette modne marked, for i stedet at fokusere på vækstmarkederne, som eksempelvis BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina). Her har B&O blandt andre indgået et samarbejde med virksomheden Shreyans, som er B&O's nye Master Dealer i Indien. Derudover har B&O PLAY indgået nye distributionsaftaler med henholdsvis en britisk kæde og en italiensk designkonceptbutik. Samtidig er der indgået aftaler med omkring 100 uafhængige premiumbutikker, som er Apples produktunivers. (Årsrapport, 2011/12, s. 15-16)

Måden, hvorpå forhandlerne kan indgå aftaler med B&O, er enten gennem en aftale om at drive en eller flere butikker, eller gennem de såkaldte "Master Dealers", som Shreyans netop er blevet i Indien. En Master Dealer har til formål at drive et marked, hvor det lokale kendskab vurderes at være en forudsætning for at skabe en god forretning. Master Dealers anvendes typisk på nye markeder eller på markeder i vækst, hvorfor disse er ideelle på BRIK-markedet. Måden, hvorpå aftalen er opbygget er, at Master Dealere forpligter sig til at åbne et vist antal forretninger samt at aftage et vis minimum af produkterne. Derudover behandler Master Dealere selv markedsføringen, salget og servicen, hvorfor der pålægger et stort ansvar på Master Dealere. Man kan omformulere det til, at B&O outsourcer distributionen, markedsføringen og salget til Master Dealere. Dette er netop ideelt på et nyt marked, som B&O ikke har så megen kendskab til, men hvor en indenlandsk partner kender landet, markedet og kulturen, og derfor har bedre forudsætninger for at støbe en god forretning sammen. (Fortegningsretsemission , 2009, s. 19)

#### *Ordregennemførelse*

Måden, hvorpå en ordre foregår, er ved at kunden udvælger sig det produkt, som den pågældende vil købe. Dernæst bestiller B1 butikken eller shop-in-shops butikken produktet hjem fra lageret i Struer, og får dette leveret hos forhandleren, hvorefter forhandleren leverer produktet til kunden, eller hvor

lageret leverer direkte til kunden. Afregning foregår på samme måde, og det vil sige gennem B&O og forhandleren, gennem forhandleren og kunden. (Fortegningsretsemission , 2009, s. 20)

På baggrund af omstruktureringen af lagerlogistikken har det betydet, at B&O ikke har plads og ressourcer til at have alle varerne liggende på lager. Desuden kan et produkt kombineres på mange forskellige måder gennem eksempelvis størrelse og farve. Derudover er teknologien et væsentligt omdrejningspunkt, som ændrer sig hastigt, hvorfor det er mere omkostningskrævende at opdatere de lagerførte varer. Derfor er B&O ordreproducerende fremfor lagerproducerende. Dette betyder også, at kapitalbindingerne kan holdes på et forholdsvist lavt niveau.

Den udgående logistik er altså meget central i B&O's forretningsstrategi, da denne er omdrejningspunktet for, at kunderne får leveret de rigtige produkter til den aftalte tid.

For at kunderne skal købe produkterne, kræver det en god markedsføring, hvilket skal bidrage til et tilfredsstillende salg.

### ***Marketing og salg***

I henhold til det foranstående under den udgående logistik, hvor vi fandt ud af, at B&O's produkter sælges gennem B1 butikker og shop-in-shops butikker, vil dette afsnit omhandle selve salget fra butikker samt markedsføringen.

Salgs- og marketingafdelingen var tidligere beliggende i Struer, men denne er nu blevet flyttet til Lyngby. Formålet med dette er at sikre organisationens nærhed i forhold til kunderne, samt at sikre det globale udsyn. (Årsrapport, 2011/12, s. 6)

### ***B2C-markedet***

B&O's produkter sælges over hele verden i mere end 100 lande, og størstedelen sælges gennem B1 butikkerne. På baggrund af, at det er kvalitetsprodukter, der sælges, betyder det, at servicen gennem salget skal være helt i top. Dette sikres blandt andet gennem forretningsførerne, som skal opnå en vis viden og kendskab til produkterne, for at kunne yde den bedste service til kunderne. Derfor er der, ved opstart af ny butik, tilknyttet en retail development manager, som skal være med til at sikre, at

opstarten bliver så flydende som muligt. Dette betyder, at der også er nogle krav til nyopstartede forretninger, hvilket er følgende:

- En dokumenteret succes track record
- Engagement i minimum 10 år
- Finansmuligheder for mindst 350.000 EUR til rådighed til at investere for
- Aldrig været fængslet for et strafbart forhold (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Dette er grundlaget, som er med til at sikre, at kunderne får den rette vejledning og service ved køb af B&O's produkter.

Markedsføringen af B&O's produkter foregår mellem B&O og forhandlerne, hvor førstnævnte afholder udgifter til globale og regionale kampagner. De lokale markedsføringsplaner udarbejdes i samarbejde mellem B&O's retail development managers og forhandleren, og B&O kan endvidere yde tilskud til forhandlerne med hensyn til den lokale markedsføring samt afholdelse af eventuelle events. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-20)

Ved salget har B&O øget fokus på kunderne. Målet er at skabe en mere dynamisk og engageret kundeoplevelse i butikkerne. Dette skal ske gennem endnu mere entusiasme og engagement fra forhandlerne.

Derudover vil B&O fremover fokusere endnu mere på vækstmarkederne, da det er herfra, øget omsætning skal opstå. Måden hvorpå B&O vil gennemføre dette, er gennem et større antal af B1 butikker på udviklingsmarkeder og generelt øge tilstedeværelsen lokalt. Specielt i Kina vil dette kræve en aggressiv vækststrategi, hvor der etableres et nationalt salgskontor i Shanghai. Disse tiltag er en del af den nye femårige strategiplan: "*Leaner, Faster, Stronger*". (Årsrapport, 2011/12, s. 11)

#### *B2B-markedet*

Når salget vedrører større entrepriser til luksushoteller og ejendomsprojekter, foregår salget gennem salgsafdelingen i Lyngby, som samarbejder med datterselskaberne i de enkelte lande.

Salget på B2B markedet foregår på anden vis, da det ved Automotive mere er et samarbejde med kunderne fremfor en salgsproces. Her har B&O blandt andre indgået samarbejde med Audi, Aston



Martin, BMW og Mercedes. Her er processen, som beskrevet under *produktionen* ovenfor, hvor der forhandles undervejs, mens produkterne udvikles. Her forhandles der både pris, kvalitet og design.

Indenfor ICEpower markedet har B&O omkring 50 kunder, hvoraf Samsung er den største enkeltkunde, hvilket stammer fra en tidligere eksklusiv aftale om anvendelse af ICEpower teknologien i mobiltelefoner. Denne aftalte ophørte dog i 2009, hvorfor der nu også sælges til andre mobiltelefonproducenter. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-23)

Når produkterne er markedsført og solgt, er det ydermere vigtigt, at kunderne oplever en tilfredsstillende eftersalgsservice, for at skabe en tilfredsstillende helhedsoplevelse hos kunden.

### ***Service efter salg***

Først og fremmest følger den service, som B&O yder til sine kunder, lovgivningen. Dette vedrører typisk en garanti på 2-5 år, hvor der i denne periode ydes service, der lyder på, at hvis et produkt skal repareres, bliver det repareret omkostningsfrit for kunden. Derudover kan der ske erstatning af en vare, hvis ikke varen fungerer på tilfredsstillende vis.

### ***B2C markedet***

På B2C markedet håndteres denne eftersalgsservice fra de pågældende forhandlere, der enten selv er autoriseret til at foretage reparationer og vedligeholdelse af produkterne, eller som har en aftale med et autoriseret B&O værksted.

Hvis reklamationen er omfattet af produktgarantien, som B&O yder, fakturerer forhandleren B&O for reklamationen.

Men for B&O's vedkommende er det ikke nok, at servicen bliver overholdt. Det er også vigtigt, at B&O får indrapporteret, hvilke fejl der opstår, og hvorfor disse opstår. Dette er med til at skabe et erfaringsgrundlag, som kan benyttes til fremtidig produktion og eventuel videreudvikling og forbedring af et produkt. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-21)

### *B2B markedet*

På entrepriseområdet håndterer B&O selv eftersalgsservicen. Reparationen inden for garantiperioden kan foretages på to måder. Enten gennem B&O's egne medarbejdere eller af et autoriseret B&O værksted, hvor B&O betaler for reparationen. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-21)

B&O har som tidligere nævnt nogle faste B2B kunder, såsom Aston Martin, Audi, BMW og Mercedes. Da samarbejdet med disse kunder allerede er i gang, er et af B&O's fokusområder i 2012/2013, at disse skal serviceres på fremragende vis. (Årsrapport, 2011/12, s. 9) Hvordan *fremragende* skal forstås, er ikke yderligere specificeret fra B&O's side.

Ud fra ovenstående analyse af eftersalgsservicen ses det, at servicen først og fremmest følger lovgivningen samtidig med, at B&O yder en naturlig service med fairness overfor kunderne.

Da alle de primære aktiviteter nu er analyseret, er det næste step, at finde frem til indholdet af støtteaktiviteterne.

#### **2.2.2.1.2 Støtteaktiviteter**

Støtteaktiviteternes formål er at underbygge primæraktiviteterne, så processerne i virksomheden foregår mest optimalt.

#### ***Menneskelige ressourcer***

B&O har stort fokus på medarbejdernes velvære. Medarbejderne skulle gerne kunne yde for B&O i mange år, og derfor er det vigtigt, at medarbejderne har de rette arbejdsbetingelser, så ingen får skader på hverken krop eller sjæl. Dette sikres blandt andet gennem jobrotation. RSI<sup>5</sup> kommer af arbejdssteder med ensidigt, gentaget arbejde, og dette sætter belastningen på samme muskelgruppe, hvilket ikke er sundt for kroppen. For at undgå dette skal operatøren maksimalt arbejde 3-4 timer på en sådan arbejdsplads, hvorefter jobrotation finder sted. (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

---

<sup>5</sup> RSI er skader, der sker på bevægeapparatet og nervesystemet, og kan være forårsaget af gentagne arbejdsbevægelser, kraftige anstrengelser, vibrationer, mekanisk komprimering eller vedvarende stillinger.

Arbejdsstederne er opbygget således, at arbejdshøjden kan justeres alt efter, hvilken opgave der udføres. Alle medarbejderne er instrueret i disse arbejdsteknikker, og er uddannet i at betjene alle mønstringssteder, både for at øge fleksibiliteten og for at forebygge gentaget monotont arbejde.

Måden, hvorpå disse jobrotationer finder sted, er gennem produktionsteamet, som planlægger omfanget af jobrotation på de daglige morgenmøder. Samtidig orienteres der her om, hvor meget arbejde, der skal produceres den enkelte dag. Dette er med til at sætte en dagsorden for medarbejderne, og dermed også øge motivationen. (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Som en del af den nye strategiplan har B&O etableret et Sound & Acoustics Innovation Team, hvis formål er at sikre, at der bliver draget formål af virksomhedens unikke kompetencer og markedsposition på akustikområdet. (Årsrapport, 2011/12, s. 6) Medarbejderne er dermed en vigtig del af fundamentet for strategien og udviklingen generelt i virksomheden. I regnskabsåret 2011/2012 har der yderligere været fokus på at opbygge stærkere kompetencer og processer, at sikre medarbejdernes motivation, at sikre generelle lederevner samt at etablere et stærkt hold af fremtidige ledere. Alt i alt havde B&O 2.106 ansatte på verdensplan ved udgangen af regnskabsåret 2011/2012. (Årsrapport, 2011/12, s. 7)

En vigtig del af medarbejdersundheden og –tilfredsheden er at vise denne til omverdenen. Derfor har B&O sat øget fokus på internationale certificeringer i både eksternt miljø (ISO 14001) og arbejdsmiljø (OHAS 18001). Dette har de valgt at gøre på baggrund af, at virksomheden bør være på niveau med de producenter, de leverer til. Med hensyn til arbejdsmiljøet gavner et sundt arbejdsmiljø, medarbejdernes sundhed og sikkerhed, så der opnås højere produktivitet og lavere sygefravær. Samtidig er det også både tidsbesparende samt mere effektivt, når produktionen forløber mere rationelt og veltilrettelagt.

Certificeringen blev tilrettelagt således, at alle medarbejdere blev informeret og inddraget i samarbejdet, så de fra første dag vidste, hvad certificeringerne betød for virksomheden samt for medarbejderne. Medarbejderne kom med inputs til, hvorledes tingene kunne udføres, og disse inputs

var bedre i praksis i forhold til manualerne, som B&O's samarbejdspartner NNV<sup>6</sup> havde med. Dette gav et fantastisk resultat for både medarbejdere og ledelse. (Business Assurance)

### **Produkt- og teknologiudvikling**

B&O's produkt- og teknologiudvikling er helt central for virksomhedens position og ageren på markedet.

Det vigtigste i B&O's produkter er kvalitet, brugervenlighed og design. B&O's produkter er ligeledes kendetegnet ved at have en lang levetid i forhold til konkurrenternes produkter. Selve designet ændres ikke i produktets levetid, men produkterne bliver forbedret løbende og opdateret med ny teknologi på markedet. (Fortegningsretsemission , 2009, s. I-16)

B&O's produktudvikling og innovation er en af spidskompetencerne. Dette ses også gennem det nye musiksysteem BeoPlay A9, som blev tildelt den internationale pris IF product design award 2013. Derudover fik BeoPlay A9 også prisen for *best innovations* indenfor High Performance Audio-kategorien ved CES 2013 Innovations Award. (Berlingske Tidende, 2012) Ved førstnævnte award deltog 3011 produkter valgt ud fra kvalitet, valg af materialer, graden af innovation, funktionalitet samt ergonomi. Dette er en stor succes for B&O at kunne vinde hele to priser for samme produkt, hvilket giver positiv omtale for B&O, og samtidig bekræftes det, at B&O's produkter er højteknologiske, innovative og designprægede produkter. (Berlingske Tidende, 2012)

Alene i 2011/12 lykkedes det B&O at bringe fire nye platforme og ny systemteknologi på markedet. Dette gennem Video Engine, hvor der eksempelvis er introduceret en ny og avanceret metode til bedre at tilpasse kontrasten i billedet under lyse visningsforhold. Derudover har AirPlay Engine gjort det muligt for B&O at udvikle nye produkter, der trådløst kan streame lyd fra enhver iOS-baseret enhed. Samtidig giver den nye Digital Speaker Platform mulighed for at genbruge innovationer på tværs af porteføljen. Endelig giver DLNA<sup>7</sup> mulighed for nemt at afspille lydfiler fra alle enheder på

---

<sup>6</sup> NNV er et danskejet firma, der har mange års erfaring med udførelse af projekter og tekniske installationer, i såvel udland som Danmark.

<sup>7</sup> DLNA er en relativ ny teknologi, og i korte træk er DLNA en teknologi, som giver mulighed for at "streame" video, musik og billeder rundt mellem husets elektronikapparater.

BeoSound 5 eller afspille både audio og video på BeoPlay V1 fra enhver enhed, som understøtter DLNA. (Årsrapport, 2011/12, s. 25)

### ***Indkøb og forsyninger***

B&O's aktiviteter i forbindelse med håndtering af indkøb til produktionen, samt produkter og services til brug for hele organisationen er ligesom resten af virksomhed præget af høj grad af computerstyring og modernisering.

Allerede for 10 år siden, i 2003, besluttede B&O at revolutionere virksomhedens indkøbsfunktion med en ny indkøbsportal. Denne indkøbsportal hedder Click-2-Buy, og har været med til at standardisere og effektivisere virksomhedens indkøb. Måden hvorpå dette er sket, er gennem oprydning i virksomhedens leverandørkartotek, hvor der fra 2003 til 2007 skete en halvering til 600 leverandører. Sammenholdt med 2 år senere var der igen sket over en halvering fra 2007, da antallet af leverandører i 2009 udgjorde 220. (Eilers, 2007)

Fokus er naturligvis altid på at indkøbe billigst muligt uden at gå på kompromis med kvaliteten, men derudover har B&O lige så stort fokus på, at deres interne processer fungerer optimalt, hvilket sker gennem computerstyring.

Fokus på it-systemer og moderniseringen internt i virksomheden har præget B&O gennem tiderne. Senest har de taget Capalnstaller i brug. Dette er et it-system til eliminering af manuelle processer i virksomheden, hvilket fremkommer af egenudviklet software tilpasset til kundens ønske. B&O fortæller, at fordelene ved Capalnstaller er, at det er et intuitivt værktøj, det skaber overblik, har høj funktionalitet, større brugertilfredshed, nærhedsfølelse, kompetent support og tilmed dygtige konsulenter. (Bang & Olufsen, 2010)

#### **2.2.2.1.3 Delkonklusion**

##### ***Primære aktiviteter***

De primære aktiviteter i B&O består først og fremmest af indkøb af råvarer, delkomponenter og halvfabrikata fra forskellige leverandører. En del af komponenterne fås som standardkomponenter, mens B&O har større krav til andre komponenter, som bliver produceret efter B&O's anvisninger.

Produktionen er opdelt i fire dele, som er mekanikproduktion i Struer, montage i Struer, montage i Koprivnice i Tjekkiet og distributionscenter i Struer. Stort set al produktion foregår i Struer, og B&O fokuserer på at producere de komponenter, hvor de har oparbejdet en stor ekspertise gennem årene, hvilket eksempelvis er indfarvning, bearbejdning og overfladebehandling af aluminium. Derved har B&O outsourcet dele af produktionen for at optimere processerne, omkostningerne og kvaliteten bedst muligt.

Den udgående logistik består af lagerstyring, distributionskæder og ordregennemførelse. Lagerstyringen foregår fra Struer, hvorimod det tidligere var sådan, at når varerne var færdigproduceret, blev de transporteret til lagrene rundt omkring i verden. Dette har B&O fundet ud af ikke kan betale sig, hvorfor de nu kun har et lager i Struer. Produkterne sælges gennem B1-butikker og shop-in-shops, hvoraf der er flest B1-butikker rundt omkring i verden. Ordrene gennemføres derefter ved, at kunderne bestiller produktet i butikken, hvorefter butikken sender ordren til lageret i Struer, for efterfølgende at levere produktet enten direkte til kunden eller til B&O-forhandleren.

Markedsføringen og salget fungerer forskelligt afhængig af, hvilken produktgruppe der er tale om. På B2C markedet foregår markedsføringen mellem B&O og forhandleren, hvor førstnævnte afholder udgifter til globale og regionale kampagner. På B2B markedet er markedsføringen forskellig afhængig af, hvilket forretningsområde der er tale om. Ved større entrepriser til luksushoteller og ejendomsprojekter, foregår salget gennem salgsafdelingen i Lyngby, som samarbejder med datterselskaberne i de enkelte lande. Ved Automotive sker salget nærmere som et samarbejde med bilproducenter, herunder Audi, Aston Martin, BMW og Mercedes. Derfor sker forhandlingerne under selve produktionsudviklingen.

På serviceområdet følger B&O lovgivningen, som typisk vedrører en garanti på 2-5 år. På B2C markedet håndteres eftersalgsservicen fra de pågældende forhandlere, der enten selv er autoriseret til at foretage reparationer, eller som har en aftale med et autoriseret B&O værksted. På B2B markedet håndterer B&O selv eftersalgsservicen. Reparationen foregår enten af B&O's egne medarbejdere eller af et autoriseret B&O værksted, hvor B&O betaler for reparationen.

### *Støtteaktiviteter*

Støtteaktiviteterne består blandt andet af menneskelige ressourcer, som er vigtig for B&O. Medarbejderen skal yde for B&O i mange år, og derfor er det vigtigt, at medarbejderne har de rette arbejdsbetingelser, så ingen får skader. Dette sikrer B&O eksempelvis gennem jobrotation, så der skiftes arbejdssteder i løbet af arbejdsdagen. B&O har derfor interesse i medarbejdernes sundhed og tilfredshed med sit arbejde, og dette har B&O sat fokus på gennem internationale certificeringer i både eksternt miljø og arbejdsmiljø.

B&O's produkt- og teknologiudvikling er en af kernekompetencerne, da det er produkternes kvalitet og design, der er kernen i produktet. Derfor har B&O meget fokus på innovationen og den teknologiske udvikling i sine produkter, hvilket blev belønnet med BeoPlay A9, som vandt den internationale pris IF product design award 2013 samt prisen for best innovations indenfor High Performance Audio-kategorien. Desuden opnåede B&O i 2011/12 at bringe fire nye platforme og ny systemteknologi på markedet. (Årsrapport, 2011/12, s. 6)

Den sidste støtteaktivitet er indkøb og forsyninger, hvor B&O i 2003 revolutionerede sit indkøbssystem med en ny indkøbsportal "Click-2-Buy". Denne har standardiseret og effektiviseret B&O's indkøb. Desuden har B&O taget CapaInstaller i brug. Dette er et it-system, der eliminerer manuelle processer i virksomheden, hvilket fremkommer af egenudviklet software tilpasset kundens ønsker.

Alt i alt er der ved analysen af B&O's værdikæde, fremkommet nogle kernekompetencer, som er nogle af de vigtigste valuedrivere for virksomheden. Disse er produktionen, den udgående logistik samt produktudviklingen. Dertil hører, at marketing og salg samt de menneskelige ressourcer, er en vigtig del af at understøtte de nævnte kernekompetencer.

### 2.2.2.2 Konkurrence- og vækststrategi

|                                                             |
|-------------------------------------------------------------|
| Hvilke konkurrence- og vækststrategier benytter B&O sig af? |
|-------------------------------------------------------------|

#### 2.2.2.2.1 Konkurrencestrategi

Ved analyse af B&O's konkurrencestrategi er det overordnede grundlag for valg af konkurrencestrategi, hvorledes B&O's vision og mission er formuleret. Disse to er vigtige elementer i virksomhedens valg af konkurrencestrategi for, at virksomheden følger den rigtige strategi sat i forhold til det, som virksomheden egentlig ønsker. (Lægaard & Vest, 2010, s. 302)

Først og fremmest bør B&O have et stort fokus på deres vision, for at skabe det bedst mulige grundlag for deres fremtidige strategi. På denne måde har de mulighed for at skabe innovation gennem en ultimativ og unik vision.

#### *Vision*

B&O's vision har udviklet sig siden, virksomheden blev grundlagt i 1925. De to grundlæggere, Peter Bang og Svend Olufsen, udformede i slutningen af 1920'erne den daværende vision, der lød som følger:

*"Foretagsomhed er en nødvendighed – en uendelige vilje til at skabe det bedste af det bedste – til uafsladeligt at finde nye måder til forbedring."* (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Denne vision fortæller, hvorledes Peter Bang og Svend Olufsen mente, at man kunne drive en værdiskabende virksomhed. Visionen illustrer først og fremmest, at foretagsomhed er en af de vigtigste grundpiller i virksomheden. Visionen er egentlig, at foretagsomheden er vejen til succes gennem viljen til at ville skabe det bedste hver gang, samt til at innovere sig til forbedringer. Denne vision giver en indikation af, at virksomheden allerede dengang var ment til at skulle skabe noget unikt, som ingen før havde skabt.



I dag er virksomhedens vision formuleret som nedenstående:

*"Mod til at overskride grænser for at skabe oplevelser, der overrasker og holder."* (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Denne vision er anderledes i forhold til den oprindelige ved grundlæggelsen af B&O. I dag byder visionen mere ind til, at der hele tiden bør overskrides grænser for at opnå de oplevelser, som kunderne efterspørger. Indirekte har B&O fokuseret på, hvorledes man kan få nye kunder og vedholde sine eksisterende kunder, ved at overraske dem positivt gennem oplevelserne, som opnås ved køb af et B&O produkt. Det er dog ikke specificeret, hvorledes man kan gøre dette. Dette ligger nærmere skjult i første del af visionen, som er at overskride grænser, hvilket er en af de vigtigste grundpiller i virksomhedens eksistens gennem det at turde skille sig ud og være anderledes fra sine konkurrenter. (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

### *Mission*

Missionen har til formål at udtrykke, hvad virksomhedens eksistensgrundlag er, og hvad virksomheden står for, og hvordan denne gerne vil opfattes af kunderne. Gennem informationssøgning af B&O fremtræder der ikke en egentlig mission, hvorfor man nærmest skal "gætte" sig til en specifik mission.

Dog har B&O et udtryk, som er deres *ideal*. Dette fremgår af deres hjemmeside, hvor de skriver, at de handler ud fra deres ideal, og at dette udtrykker grunden til at være, og at dette er det ledende princip for deres handlinger. Idealet lyder som følger:

*"Bang & Olufsen eksisterer for at flytte dig med varige magiske oplevelser."* (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Idealet/missionen opfattes som værende meget indirekte formuleret. Det fremgår ikke, hvilket kundesegment, virksomhedens produkter er rettet mod, eller hvad de varige magiske oplevelser består af. Dog kan man læse ud fra missionen, at der er fokus på noget unikt gennem de magiske oplevelser. Når man har kendskab til B&O kan man gætte sig til, at dette dækker områder som design,

kvalitet, innovation, teknologi og brugervenlighed, da dette er nogle af virksomhedens kernekompetencer.

### *Værdigrundlag*

Ovenstående mission er baseret på værdierne i B&O. Disse værdier er grundlaget for, at visionen og missionen føres ud i livet. Nedenfor er angivet B&O's tre kerneværdier:

1. **Passion** → Passionen er det, som skaber magien for B&O's kunder. Det er denne de oplever, når de samarbejder med B&O.
2. **Pride** → Stoltheden bidrager til, at der skabes oplevelser, der bryder barrierer og sætter nye standarder for ydeevne. På denne måde sikres det, at kunderne fortsat opnår magiske oplevelser.
3. **Persistens** → Vedholdenhed i dedikation til produkternes og virksomhedens kvalitet, samt forpligtelsen til at opbygge en sund og bæredygtig forretning er ligeledes en vigtig værdi for B&O. Dette udføres via fokus og vilje. (The Company: Bang & Olufsen, 2012)

Ovenstående tre kerneværdier for B&O er med til at gøre virksomheden til en unik skabning, som har til formål at skabe unik kvalitet, design og oplevelser for kunden, som hele tiden er i fokus hos B&O. Måden, hvorpå disse tre kerneværdier sammenholdt med visionen og missionen, skal bidrage til en sund og bæredygtig forretning, er ved at følge en konkurrencestrategi. Ved at undersøge virksomhedens valgte konkurrencestrategi tages der udgangspunkt i Porters generiske strategier, som er baseret på to variabler. Dette er på den ene side det konkurrencemæssige sigte, hvilket vil sige ud fra den målgruppe, som virksomheden søger at opnå. På den anden side er det typen af konkurrencemæssige fordele, som blev undersøgt i værdikædeanalysen.

Først og fremmest må B&O's målgruppe betegnes som en smal skare, da produkterne er dyre produkter, hvor det formodes, at kunderne bør have en forholdsvis høj indkomst, for at kunne købe B&O's produkter.

Samtidig blev det konkluderet i værdikædeanalysen, at B&O's fokus i høj grad er rettet mod kvalitet, design, innovation og teknologi. Dette indikerer, at de konkurrencemæssige fordele er baseret på differentiering frem for lave omkostninger.

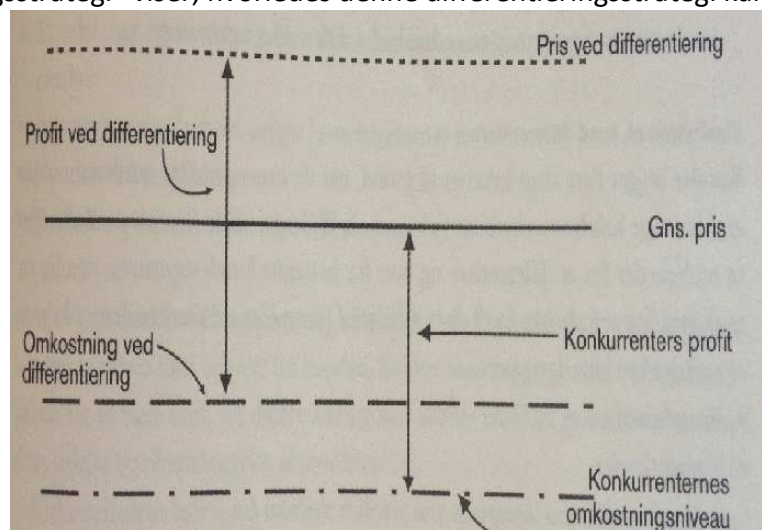
Ud fra ovenstående kan det dermed udledes, at den konkurrencestrategi, som B&O benytter sig af, er *fokuseret differentiering*.

Kendetegnet for den fokuserede differentieringsstrategi er, at virksomheden betjener et smalt kundesegment således, at produktet giver større nytteværdi, og dermed tilfører noget unikt i forhold til konkurrenternes produkter, hvilket hovedsagligt er ovennævnte innovation, kvalitet, design og teknologi. Formålet med denne differentieringsstrategi er, at B&O har mulighed for at opnå en højere pris end konkurrenterne, og dermed forhåbentlig at opnå en højere indtjening end gennemsnittet på markedet.

"Figur 30 Prisstrategi ved differentieringsstrategi" viser, hvorledes denne differentieringsstrategi kan skabe bedre indtjeningsmuligheder.

Spørgsmålet er, om B&O formår at tjene godt på sine produkter, hvilket analyseres nærmere under *regnskabsanalysen*.

I henhold til ovenstående konkurrencestrategi er det også relevant at analysere, hvilke vækststrategier B&O benytter sig af, for at opnå en ønsket vækst i virksomheden.



FIGUR 30 PRISSTRATEGI VED DIFFERENTIERINGSSTRATEGI  
(LÆGAARD & VEST, 2010, s. 321)

#### 2.2.2.2 Vækststrategi

Valget af vækststrategier er baseret på den overordnede strategi, som virksomheden har. Det er en nødvendighed for en virksomhed at have en klar strategi, som virksomheden følger, for på denne måde at skabe mest mulig værdi for koncernen og aktionærerne. B&O har i august 2011 lanceret en ny strategi ved navnet "*Leaner, Faster, Stronger*". Formålet med denne er at realisere virksomhedens fulde potentiale, som vurderes at være en omsætning i intervallet 8-10 mia. DKK med en EBIT-margin på over 12 %. Denne femårige strategiplan er dog blevet revurderet, da det ikke vurderes at være realistisk i forhold til markedsvilkårene. Eksempelvis har B&O nedjusteret forventninger til omsætningen for 2012/2013. Her var en oprindelig forventning om en omsætning på 3 mia. DKK, mens denne nu nedjusteres til mellem 2,8 og 2,9 mia. DKK. (Offentliggørelse af resultatet for 3. kvartal 2012, 2013)

"Leaner, Faster, Stronger" er nærmere beskrevet som følgende: (Bang & Olufsen, 2010/2011)

**Leaner** → "Vi fokuserer vores aktiviteter og investeringer på at skabe langvarig værdi for vores nøgleinteressenter: kunder, forhandlere, partnere og aktionærer."

**Faster** → "Vi er fokuserede på den daglige eksekvering og præstation og vi tror på 'sense of urgency' i bestræbelserne på konstant at forbedre os."

**Stronger** → "Vi arbejder ambitiøst på at skabe et finansielt og strategisk stærkt B&O brand og forretning."

Nogle af de væsentligste punkter i denne strategi er følgende:

##### 1. Øget fokus på lyd og akustik og yderligere styrkelse af forretningsområdet Automotive

På dette område har B&O etableret et Sound & Acoustics Innovation Team, hvis formål er at sikre, at der drages fordel af virksomhedens unikke kompetencer og markedsposition på akustikområdet. Der er udvidet med en ny "familie" af væghøjtalere, BeoLab 12, som tilbyder stor lyd i et kompakt design. Der forventes ydermere en udvidelse af produktporteføljen indenfor akustikområdet i 2012/2013.

På Automotive området er der ligeledes produceret nye lydsystemer til en række bilmodeller, og dette forventes der også i 2012/2013.

## **2. Lancering af ny produktkategori og udvidelse af distributionen gennem komplementære salgskanaler**

B&O PLAY er det nye brand, som B&O har udviklet. Denne produktkategori består af trådløse musiksystemer. Distributionen har foregået i USA og Europa, og der er ydermere etableret en onlinebutik. I 2012/2013 er der fokus på at udvide antallet af butikker i USA og Europa samtidig med, at produktporteføljen skal udvides.

## **3. Optimere distributionen**

Distributionen optimeres via opgradering af det eksisterende butikskoncept samtidig med, at der arbejdes på at øge antallet af B1 butikker på udviklingsmarkeder og lukke B1 butikker på de modne markeder.

## **4. Vokse på BRIK-markeder**

BRIK-markederne anses som vækstmarkeder, hvorfor der her er etableret et salgskontor i Shanghai, og ligeledes har B&O overtaget kontrollen med aktiviteterne og distributionen i Hong Kong og Sydkina. I Indien er der indgået en aftale med en ny Master Dealer, og i 2012/2013 forventes der, at der opbygges et endnu større netværk på BRIK-markederne.

## **5. R&D transition – udnyttelse af partnere inden for audio-video udvikling og indkøb**

B&O har etableret et kontor i Singapore, for at være tættere på en række partnere i Asien. Dette partnerskab er der øget fokus på, hvilket også vil afspejle sig i 2012/2013.

## **6. Hurtigere og enklere eksekvering**

Organisatorisk er der sket en række tilpasninger, hvor bl.a. salgs- og marketingafdelingen er blevet flyttet fra Struer til Lyngby. Derudover arbejdes der på kulturen i virksomheden, for at opnå en bedre forståelse af 'sense of urgency' i organisationen. (Årsrapport, 2011/12, s. 10-11)

Ud fra en sammenholdelse af ovenstående strategi for B&O samt Ansoffs vækstmatrix, ses det, at B&O benytter sig af forskellige vækststrategier. Ved vurdering af, hvilke vækststrategier der anvendes, ser man på, om det er nye eller eksisterende markeder, og om det er nye eller eksisterende

produkter, der fokuseres på. Der er forskel på, hvilke vækststrategier, der anvendes alt efter, hvilket forretningsområde, der analyseres på. Derfor opdeles vækststrategierne på forretningsområder, jævnfør nedenstående skema.

| Ansoff's vækstmatrix |                     |                  |
|----------------------|---------------------|------------------|
|                      | Nuværende produkter | Nye produkter    |
| Nuværende markeder   | Markedspenetrering  | Produktudvikling |
| Nye markeder         | Markedsudvikling    | Diversifikation  |

FIGUR 31 ANSOFF'S VÆKSTMATRIX (SØRENSEN, 2012, s. 89)

#### *AV og B&O PLAY*

På AV-forretningsområdet og B&O PLAY området anvendes der de samme vækststrategier. Den ene er produktudvikling, hvilket vil sige, at B&O søger at udvikle nye produkter, som sælges på eksisterende markeder. Derudover anvendes markedsudvikling, da B&O også søger at opnå vækst ved at sælge de eksisterende produkter på nye markeder, herunder BRIK-landene.

#### *Automotive*

På Automotive området er der kun tale om en form for vækststrategi, produktudvikling, da B&O her forsøger at udvikle nye produkter på det eksisterende marked, hvilket også blev omtalt ovenfor i strategien.

#### *ICEpower*

ICEpower forretningsområdet adskiller sig fra de øvrige forretningsområder, da der her ikke produktudvikles, men nærmere udføres markedspenetrering. Markedspenetrering består af salg af eksisterende produkter til eksisterende markeder, og derfor er dette ikke det store fokusområde i den nye strategi "*Leaner, Faster, Stronger*".

### 2.2.2.2.3 Delkonklusion

Ud fra ovenstående analyse af konkurrencestrategier og vækststrategier ses det, at B&O anvender konkurrencestrategien *fokuseret differentiering*, da deres produkter er henvendt til en smal målgruppe, samtidig med at fokus ligger på differentiering fremfor lave omkostninger. Denne strategi udledes ud af virksomhedens vision, mission og de grundlæggende værdier. B&O's vision lyder som følger: *"Mod til at overskride grænser for at skabe oplevelser, der overrasker og holder."* Missionen lyder således: *"Bang & Olufsen eksisterer for at flytte dig med varige magiske oplevelser."* B&O's værdigrundlag er tre begreber: *passion, pride og persistens*.

Derudover har B&O indført en ny strategi *"Leaner, Faster, Stronger"*, hvor hovedformålet var en omsætning på 8-10 mia. DKK. efter 5 år, hvilket dog har vist sig at være for optimistisk. Måden, hvorpå B&O vil opnå dette mål er gennem produktudvikling og markedsudvikling på AV og B&O PLAY området, mens der på Automotive området kun fokuseres på produktudvikling. På ICEpower området fokuseres der ligeledes kun på en strategi, nemlig markedspenetrering, hvor der sælges eksisterende produkter til eksisterende markeder.

### 2.2.2.3 BCG-modellen

Hvordan er B&O's produktgrupper placeret i BCG-modellen?

Til at vurdere B&O's sammensætning af forretningsområder anvendes Boston Consulting Group (BCG) modellen for at vurdere virksomhedens sammensætning af forretningsområder eller SBU'er med henblik på fastlæggelsen af virksomhedens fremtidige strategi.

Modellen bygger på en forudsætning om, at det enkelte forretningsområde/produkts livscyklus starter som *Questionmark*, udvikler sig til *Star*, modner og bliver til *Cash Cow*, for til sidst at visne og slutte som *Dog*. (Lægaard & Vest, 2010, s. 109)

Ved belysning af forretningsområder i BCG-modellen måles områderne ud fra to faktorer:

- Væksten i det marked, som forretningsområdet befinder sig i.
- Den relative markedsandel, som forretningsområdet har i forhold til største konkurrent.

#### *Markedsvækst*

Væksten på elektronikmarkedet bestemmes af flere forskellige faktorer. Eksempler herpå kunne være følgende:

- Generelle konjunkturer
- Fornyelsesgraden for markedets produkter
- Øvrige faktorer

Som følge af finanskrisens indtræden har det vist sig, at de generelle konjunkturer har været nedadgående de sidste par år, hvilket vil sige generel nedgang i produktion, omsætning med videre. Langt de fleste elektronikprodukter vil karakteriseres som værende luksusvarer, hvilket gør dem ekstra følsomme overfor konjunkturudsving. Elektronikprodukter af denne karakter vil alt andet lige kunne undværes, sammenlignet med andre ikke luksusbetonede varer som for eksempel almindelige dagligvarer, der er en nødvendighed. Herudover sparer folk i krisetider, og dermed falder købelysten specielt på luksusvarer, som eksempelvis elektronikprodukter. Det vil sige, at jo mere luksusbetonet



et produkt er, jo mere følsomt vil det være overfor konjunkturændringer, hvorfor B&O's produkter anses for følsomme overfor konjunkturændringer.

Fornyelsesgraden derimod vil betyde relativ højere markedsvækst. Der bliver hele tiden udviklet nyt indenfor elektronikbranchen, hvilket også betyder hyppigere udskiftning af elektronikprodukter i hjemmet. Som et eksempel på denne konstante udvikling kan nævnes, da man overgik fra det analoge sendesignal til digitalt signal. Denne overgang har dermed gjort mange TV, som måske kun er få år gamle, forældede. Denne fornyelsesgrad betyder dermed en højere markedsvækst.

Herudover er der selvfølgelig nogle øvrige faktorer, som ville kunne påvirke markedsvæksten. Dette kan eksempelvis være renteniveauet, graden af arbejdsløshed med videre. Usikkerheden omkring hvad fremtiden vil bringe med hensyn til en stigende arbejdsløshed, vil alt andet lige påvirke privatforbruget hos den almene dansker. Renteniveauet er i dag meget lavt, men når renten igen kommer til at stige, vil det også gå ud over privatforbruget. Renten har langt større betydning for privatforbruget i dag end den har haft tidligere. Realkreditlånene med variabel rente udgør i dag en større andel af de samlede lån end tidligere, hvilket betyder, at en renteforøgelse vil have kraftigere effekt på privatøkonomien, og igen gå ud over købelysten af luksusprodukter. (Ritzau, 2011)

#### *Relativ markedsandel*

Den relative markedsandel angives i BCG-modellen, som en virksomheds markedsandel set i forhold til den største konkurrents markedsandel. Dermed fortæller markedsandelen ikke noget om, hvor stor en markedsandel virksomheden har, og hvor stor virksomheden er på markedet, men blot hvor stor virksomheden er i forhold den største konkurrent på markedet.

I analysen er der taget udgangspunkt i, at B&O opererer på et marked for eksklusive elektronikprodukter. Dette gør at Loewe og Bose er nogle af B&O's største konkurrenter.

Grundet manglende adgang til gode estimer for den relative markedsstørrelse og vækstraten i procent for de enkelte produkter indenfor de forskellige forretningsområder, anvendes BCG-modellen med udgangspunkt i selskabets overordnede produktgrupper. Dette velvidende, at de enkelte produktgrupper kan have produkter placeret i alle 4 faser i livscyklussen.

B&O's forretningsområder fordeler sig som følger: (Årsrapport, 2011/12, s. 18)

- AV
- B&O PLAY
- Automotive
- ICEpower

Af de ovenstående fire forretningsområder er det klart AV, der genererer den største del af B&O's omsætning, jævnfør nedenstående figur.

| Omsætning 2011/12 (mio. DKK) |          |            |          |          |
|------------------------------|----------|------------|----------|----------|
| B2C                          |          | B2B        |          | Total    |
| AV                           | B&O PLAY | Automotive | ICEpower |          |
| 2.043,00                     | 378,00   | 454,00     | 115,00   | 2.990,00 |
| Fordeling af omsætning (i %) |          |            |          |          |
| B2C                          |          | B2B        |          | Total    |
| AV                           | B&O PLAY | Automotive | ICEpower |          |
| 68,3 %                       | 12,6 %   | 15,2 %     | 3,8 %    | 100,0 %  |

FIGUR 32 OMSÆTNING 2011/12 (ÅRSRAPPORT, 2011/12, s. 19) (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Som det kan ses ud fra ovenstående figur genererer AV og B&O PLAY altså en omsætning på 2.421 mio. DKK ud fra en samlet omsætning på 2.990 mio. DKK, hvilket svarer til 81 %. Hvis man derimod blot går et år tilbage, altså til årsrapporten for 2010/11, så omsatte samme forretningsområder for 2.279 mio. DKK. Der er altså tale om en stigning på 6 % på omsætningen for disse forretningsområder.

#### 2.2.2.3.1 Questionmark

*Questionmarks* kan defineres ved, at det typisk er et forretningsområde på et højvækstmarked, men foreløbig med en lav markedsandel. Spørgsmålet er i denne fase, om forretningsområdet på sigt vil opleve høj markedsandel og dermed slå igennem. De fleste forretningsområder starter som *Questionmarks*, når de træder ind på et højvækstmarked, hvor der allerede findes en markedsleder. (Lægaard & Vest, 2010, s. 108) *Questionmarks* vil kræve store investeringer, og vil formentlig bidrage med begrænset indtjening, da den ofte er i opstartsfasen. Dog er et højvækstmarked normalt et marked med store profitmuligheder, og det skal derfor afgøres, om forretningsområdet har en

profitabel fremtid. Hvis det ikke viser sig, at forretningsområdet udvikler sig positivt, kunne man vælge og afvikle forretningsområdet, for i stedet at anvende indsatserne bedre andetsteds.

#### *B&O PLAY*

B&O lancerede, som nævnt tidligere, B&O PLAY i 2012. Dette segment er relativt nyt på markedet, og i B&O's strategi er det blandt andet inkorporeret, at B&O PLAY skal vokse sig stærkere sammenlignet med hovedforretningen AV, der fortsat er hårdt ramt af den økonomiske krise. (Kvols, 2013) B&O PLAY er dermed startet som *Questionmark*, og er derved på vej til at udvikle sig til *Star*. Ud fra dette forretningsområde er der altså tale om en "*Byg-strategi*", som går ud på at få forretningsområdet til at blive *Stars*. Dette kan der også være stærke indikationer på, at det nok skal ske for B&O PLAY. B&O har store forventninger til B&O PLAY, som primært sammen med Automotive, skal være med til at skabe tocifret omsætningsvækst for 2012/13. Omsætningen for B&O PLAY er mere eller mindre fordoblet til 162 mio. DKK. fra 78 mio. DKK. i tredje kvartal. (Mortensen, 2013)

#### **2.2.2.3.2 Stars**

Stars er en SBU på et højvækstmarked med en relativ høj markedsandel. En placering i denne fase er meget positivt, da SBU'en normalt vil være markedsleder på markedet. En SBU der er *Star*, var før et *Questionmark*, der har opnået større markedsandel. Dette betyder ikke nødvendigvis, at den har opnået et positivt cash flow, og det kan stadig være nødvendigt at investere i SBU'en for at opretholde positionen på markedet. (Lægaard & Vest, 2010, s. 109)

#### *Automotive*

Bang og Olufsen er for 3. år i træk blevet kåret til årets bedste brand indenfor Car HiFi af det tyske bil-magasin "auto, motor und sport". Det er her læserne af det anerkendte bilmagasin, har stemt B&O ind på førstepladsen.

B&O fortsatte i 2011/12 samarbejdet med Audi, Aston Martin, Mercedes AMG og BMW, hvor en lang række nye bilmodeller kan fås med lyd fra B&O, hvilket helt klart også indikerer, at Automotive skal være med til at fortsætte med at skabe vækst, samt indtage flere markedsandele indenfor dette

forretningsområde. Af konkurrenter på dette marked er at nævne Bose, som tidligere har leveret lyd til eksempelvis Audi, og som stadig leverer til enkelte Audi modeller.

Automotive oplever stor vækst på et voksende marked, og har fået skabt sig en unik position på markedet for eksklusive lydanlæg til biler via high-end bilproducenter. Dette synes, at være strategien for fortsat at udvide markedet, og der arbejdes på indgåelse af nye samarbejdsaftaler.

Processen for udviklingen af lydsystemer til bilerne foregår på modelniveau, og udviklingen strækker sig ofte over en årrække. Ydermere skal lydsystemerne følge teknologiens udvikling, hvilket betyder, at udviklingsomkostningerne til dette forretningsområde er store.

Men når et produkt indenfor dette forretningsområde er færdigudviklet, er der store chancer for, at produktet udvikler sig til *Cash Cow*. Her synes omkostningerne til fastholdelse af produktet lave, mens markedet vokser.

Grundet de høje udviklingsomkostninger, omkostninger til teknologi, design og markedsføring vurderes Automotive at tilhøre kategorien *Star* og der må igen være tale om en "byg-strategi", idet det vurderes at være en mulighed at hente større markedsandele i forhold til den største konkurrent indenfor dette forretningsområde.

AV

Forretningsområdet er B&O's største og en af deres kernekompetencer. Området omfatter blandt andet produkter som fladskærme, højtalere, lydsystemer og telefoner med mere og produkterne bliver solgt gennem B1 butikker og shop-in-shops. (Årsrapport, 2011/12, s. 19)

Indenfor antallet af B1 butikker forventes vækst udenfor Europa, mens B1 butikker i Europa fortsat vil blive reduceret. B&O har på nuværende tidspunkt gang i 125 butikslukninger rundt omkring i Europa, hvor 80 butikker allerede er lukket. (Kvols, 2013)

AV-segmentet udgør 68,3 % af den samlede omsætning. Forretningsområdet vurderes at være *star*, til dels på grund af den store del af omsætningen som dette forretningsområde udgør og ligeledes, fordi

det er B&O's kernekompetenceområde, samt væksten på markedet inden for AV segmentet, andelen af det samlede overskud samt de store kapitalbindinger, som dette område kræver.

Det kan dertil siges, at en stor del af dette forretningsområdes produkter er gået hen og blevet *Cash Cow*, da udviklingsomkostningerne er tjent ind og interessen for produkterne er faldet. Der kan dermed både være tale om en "byg-strategi" og "fastholde-strategi" indenfor dette forretningsområde. Nye stars vil ofte stadig have behov for en "byg-strategi", hvorimod produkter som allerede er gået hen og blevet *Cash Cows* ofte vil følge "fastholde-strategien", for blot at holde positionen på markedet. (Lægaard & Vest, 2010, s. 109)

#### **2.2.2.3.3 Cash Cow**

*Cash Cows* kan defineres ved, at selskabet er markedsledere på markedet, hvilket medfører begrænset priskonkurrence og dermed et stort overskud samtidig med, at forretningsområdet ikke kræver yderligere tunge investeringer. *Cash Cow* befinder sig typisk på et mættet marked, hvor det drejer sig om at "malke" mest muligt og ofte senere udfase produktet, og dermed generere midler til at skabe vækst i *Stars* og potentielle *Questionmarks*. (Lægaard & Vest, 2010, s. 108)

#### *ICE-power*

Forretningsområdet ICE-power er vokset og denne fremgang ser ikke ud til at stoppe de kommende år, og særligt er dette sikret via B&O's patent på denne teknologi. Alle producenter af teknologi, hvori højtalere er nødvendige, har interesse i denne teknologi grundet strømbesparelsen. ICE-power udgør jævnfør "Figur 32 Omsætning 2011/12", knap 4 % af den samlede omsætning.

ICE-power leverer patenteret forstærkerteknologi, som kombinerer høj effektivitet med lavt energiforbrug og god lydkvalitet.

På grund af ICE-power teknologiens kompakte design, pålidelighed, energibesparelser og lydkvalitet, er det digitale forstærkermodulet i stor efterspørgsel til brug for eksempel high-end AV-produkter samt et centralt element i B&O's aktive højtalere og lydsystemer til biler. ICE-power anvendes også i mobiltelefoner, og teknologien findes i dag i en lang række modeller fra Samsung.

Det vurderes derfor, på baggrund af ovenstående, at ICE-power kan karakteriseres som *Cash cow*.

#### **2.2.2.3.4 Dogs**

*Dog* har en lav markedsandel og manglende konkurrenceevne, hvilket medfører overvejelse om forretningsområdets fremtidsudsigter, hvorfor produkter beliggende under *Dogs* følges nøje. Denne position tilhører ofte de produkter, der ligger på 3., 4. og 5. pladsen på markedet. Et forretningsområde i denne fase er normalt ikke økonomisk fordelagtigt, da det sjældent vil skabe gode resultater. Det kan dog stadig være fordelagtigt at beholde SBU'en af andre synergimæssige årsager.

#### *Digitale media*

B&O har i sin tid haft Digitale media i sin produktportefølje, hvilket blandt andet indeholdt traditionelle fastnettelefoner, mobiltelefoner og digitale mediaafspillere (mp3), men grundet Apples kæmpe markedsandel indenfor dette produktsegment, meldte B&O klart ud, at disse produkter ikke er en del af produktporteføljen længere, og udviklingen indenfor dette segment er dermed stoppet.

#### *CD afspillere*

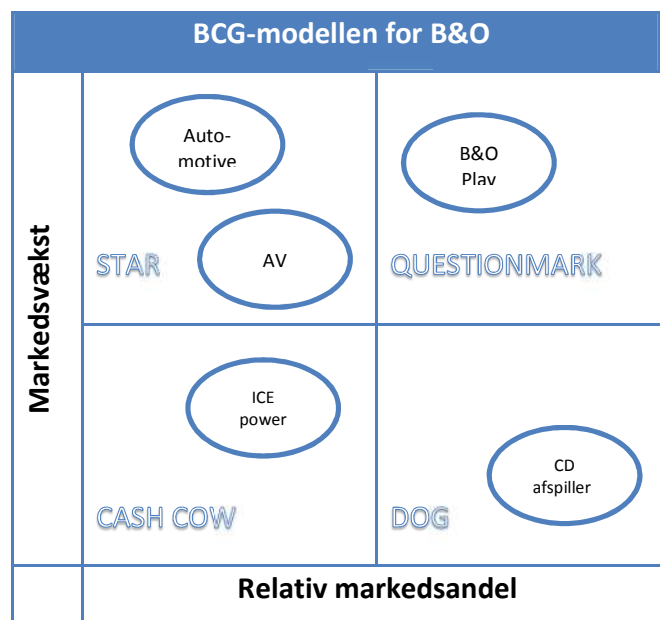
Det samme kan siges om den traditionelle CD afspiller. Udviklingen for CD afspillere er ligeledes stoppet, da man i dag downloader via forskellige mediastores, såsom Apples iTunes, som den førende på markedet.

Ovenstående, altså produktgruppen Digital Media og CD afspiller, er to eksempler på *Dogs*, som B&O allerede har udfaset fra deres produktportefølje. Her har man altså udført en "afviklings-strategi", som er en lukkestrategi.

#### **2.2.2.3.5 Delkonklusion**

I BCG-modellen vurderes B&O's produktgrupper ud fra to faktorer, som er vækst på markedet samt fornyelsesgraden for markedets produkter. Det enkelte produkt starter som *Questionmark*, udvikler sig til *Star*, modner og bliver til *Cash Cow*, for til sidst at visne og slutte som *Dog*.

For B&O's produktgrupper er det gældende, at B&O Play er et *Questionmark*, da det er et højvækstmarked, men hvor B&O Play har relativt lille markedsandel. Både Automotive og AV-produkterne er klassificeret som *Star*, da disse befinder sig på et højvækstmarked med høj markedsandel. Dog vurderes det, at nogle af produkterne i AV-produktgruppen er gået over mod at være *Cash Cow*, da interessen for nogle af disse produkter er faldet. Som *Cash Cow* kan nævnes forretningsområdet ICEpower, da fremgangen er opadgående, men samtidig udgør ICEpower kun en lille andel af B&O's samlede omsætning. B&O har ingen produktgrupper i *Dogs* på nuværende tidspunkt, men som tidligere produktgrupper kan nævnes Digitale Media samt CD-afspillere, da disse ikke længere er en del af B&O's produktsortiment, og derfor er disse udfaset. Ovenfor ses B&O's BCG-model.



FIGUR 33 B&O'S PRODUKTGRUPPER INDSAT I BCG-MODELLEN (EGEN TILVIRKNING, 2013)

### 2.2.3 SWOT-analyse

Hvilke forhold fra den strategiske analyse vurderes at være de vigtigste for B&O?

SWOT-analysen, der ses i "Figur 34 SWOT", har til hensigt at sammenfatte de væsentlige forhold, der blev identificeret i den strategiske analyse. Den interne analyses resultater opdeles i styrker og svagheder, mens de eksterne forhold opdeles i muligheder og trusler.

| Interne forhold                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| S: Stærke sider                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | W: Svage sider                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Satsninger på det yngre segment</li> <li>- Stigende omsætning for B&amp;O PLAY</li> <li>- Stærkt og anerkendt brand</li> <li>- Know how</li> <li>- Godt økonomisk fundament (stor egenkapital)</li> <li>- Niche virksomhed – Specialiseret</li> <li>- Høj design- og lyd kvalitet</li> <li>- Automotive</li> <li>- Stærkt distributionsnet</li> <li>- ICEpower</li> <li>- Ekspertisen indenfor bearbejdning af aluminium er en kernekompetence</li> <li>- Stærk medarbejderstab og fokus på arbejdsmiljø og personalepolitik/Level One Company</li> <li>- Høj leveringspræcision</li> <li>- "Master Dealers"</li> <li>- Lav kapitalbinding – ordreproducerer</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Manglende kendskab til det kinesiske marked</li> <li>- Faldende omsætning for hovedsegment – AV afdeling</li> <li>- Niche virksomhed – et lille segment på et stort marked</li> <li>- Produktportefølje er meget konjunkturafhængig</li> <li>- Lange produktudviklingscykluser sammenholdt med kravet om årlige nylanceringer</li> </ul>       |
| Eksterne forhold                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| O: Muligheder                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | T: Trusler                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Højkonjunktur – forbrugsfest nystarter</li> <li>- Skattelettelser til topskatten</li> <li>- Samarbejde med Master Dealers – forhandler af luksusprodukter i Kina</li> <li>- Samarbejde med partner i USA (Apple)</li> <li>- Vækst i BRIK lande</li> <li>- Ny ledelse – Nye visioner og ideer</li> <li>- B&amp;O PLAY forventes at blive en succes</li> <li>- Acceleration og effektivisering af udviklingsaktiviteter kan skabe flere og hurtigere produktlanceringer</li> </ul>                                                                                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Lav konjunktur - Finanskrisen</li> <li>- Teknologisk udvikling – kortere produktlevetid</li> <li>- Konkurrenter – Loewe, Sony, Samsung og LG</li> <li>- AV-segmentet falder yderligere</li> <li>- Mangel på produktlanceringer og dermed fremtidige Cash cows</li> <li>- Yderligere nye indtrængere på niche markedet f.eks. Apple.</li> </ul> |

FIGUR 34 SWOT (EGEN TILVIRKNING, 2013)



### **2.2.3.1 Interne forhold**

#### **2.2.3.1.1 Stærke sider**

B&O har over en længere tid opbygget et stærkt brand, som producent af eksklusive kvalitetsprodukter indenfor audio og lyd. Deres mange år i branchen og stærke brand, har sammen med deres solide produkter, givet dem en stærk position på markedet med loyale kunder. Dette er gældende indenfor stort set alle deres forretningsområder. Markedspositionen indenfor Automotive blev yderligere styrket, da de igen blev kåret som årets bedste producent af lydsystemer til biler. B&O har indgået aftale med flere eksklusive bilmærker, hvilket udvider kundekredsen, da det er samme målgruppe, som B&O's eksklusive produkter henvender sig til, som en eksklusiv bilproducent. Der er i begge tilfælde tale om luksusprodukter.

B&O har ligeledes efter de mange år i branchen oparbejdet en vis form for know how, som B&O specielt kan bruge til at ekspandere i især BRIK landene, hvilket Sparkle Roll selvfølgelig også skal være medvirkende til.

B&O har som beskrevet tidligere i den strategiske analyse et stærkt distributionsnet. B&O's produkter sælges gennem egne shop-in-shops eller B1 butikker. Den restriktive markedsføringspolitik overfor butikkerne og andre salgskanaler giver B&O et image som værende eksklusivt og kontrolleret, både kvalitet- og produktmæssigt, men også markedsføringsmæssigt.

Dertil kan nævnes, at igennem B&O's mange år på markedet, har B&O oparbejdet en stor ekspertise indenfor indfarvning, bearbejdning og overfladebehandling af aluminium. Dette er en stor proces, som består af 30 bade, hvorfor B&O selv gør dette, for at opnå det bedste kvalitetsmæssige resultat. For at dette kan lade sig gøre for B&O, er det nødvendigt løbende at skifte produktionsudstyret ud, for hele tiden at have det mest opdaterede og moderne produktionsudstyr.

Ved ansættelsen af Tue Mantoni tilbage i marts 2011, blev der igangsat en ny lancering af et nyt forretningsområde, nemlig "B&O PLAY", som primært henvender sig til den yngre målgruppe. Her køber man stadig et eksklusivt produkt, men i en helt anden prisklasse end de allerede eksisterende produkter på markedet.

Men det er ikke kun på direktørposten, at B&O er godt besat. B&O besidder en stærk og loyal medarbejderstab. Det er ikke noget problem for B&O at tiltrække medarbejdere, både på grund af deres gode image og deres personalepolitik i øvrigt. Alt dette har alt andet lige gjort, at fabrikken er kategoriseret som et *"Level One Company"*, hvilket er det højeste mulige niveau i Danmark.

#### **2.2.3.1.2 Svage sider**

En af de svage sider, som B&O forsøger at arbejde med, er deres manglende kendskab til nye markeder, herunder det kinesiske marked. Ved B&O's første indtrængen på det kinesiske marked, havde man ikke undersøgt markedet tilstrækkeligt for at få succes.

I en tid med finanskriser har B&O oplevet et markant fald i omsætningen specielt indenfor deres hovedsegment – AV afdelingen. Dette kan blandt andet skyldes, at B&O har været for langsomme til at reagere på den nye teknologi, tendenser eller ændringer i markedet. B&O har gennem finanskrisen fastholdt prisniveauet på deres produkter, hvorimod en sænkning af priserne kunne have skabt en øget omsætning. Dog skal der dertil siges, at dette ville stride mod B&O's strategi, da der er tale om luksusprodukter. Derudover kunne B&O PLAY have været lanceret noget før, hvilket indtil videre har været en succes for B&O, og har dermed skabt omsætning. Ydermere kan man sige, at de lange produktionscyklusser og krav til årlig lancering af nye produktkoncepter betyder, at der skal igangsættes mange projekter. Dette er for det første omkostningskrævende både, hvad angår personale men også teknologi. Med de lange udviklingscyklusser øges usikkerheden ved igangsætning og med et marked som i høj grad påvirkes af forbrugernes situation og konjunkturer på markedet i øvrigt, er kravet om at tilpasse produktporteføljen og produkter i pipeline helt nødvendig. Det kan dermed blive omkostningstungt for B&O at tage fejl.

En af B&O's styrker har tidligere været, at de befinder sig som en niche på markedet, og de har fokuseret på en lille del af markedet. Det har dog under finanskrisen vist sig at være en svaghed for B&O. I en sådan tid vælger mange forbrugere at spare op i stedet for at forbruge, hvorfor dette generelt har ramt mange virksomheder under finanskrisen.

### **2.2.3.2 Eksterne forhold**

#### **2.2.3.2.1 Muligheder**

B&O er i høj grad afhængig af konjunktoren i samfundet. I højkonjunktur stiger blandt andet forbruget, folks købevillighed samt investeringerne. Det er især stigningen i forbruget og folks købevillighed, som B&O skal forsøge at udnytte. Vi ved fra tidligere, at B&O's produkter er meget prisfølsomme, idet blandt andet AV afdelingen er i det dyre segment.

De seneste år har B&O været plaget af finanskrisen, som har påvirket flere markeder. Forbruget er faldet og folks købevillighed ligeså. Der skal derfor gang i forbruget igen, hvilket regeringen forsøger, ved blandt andet at indføre skattelettelser for topskatten. Det vil, som ovenfor beskrevet, være en mulighed for B&O, idet deres produkter henvender sig til det dyre segment. Folk der tidligere har betalt topskat, vil nu have flere penge mellem hænderne, hvilket enten vil blive omsat til forbrug eller opsparing. B&O skal i den anledning forsøge at få deres produkter til at være kundernes foretrukne mærke indenfor lyd og billedbranchen. Det har hidtil været svært, idet deres AV afdeling har været nedadgående, idet der udelukkende er tale om dyre produkter. B&O har, som tidligere beskrevet, forsøgt at henvende sig til det yngre segment med B&O PLAY, som ligeledes ligger i en anden prisklasse.

Der ligger ligeledes en stor mulighed for B&O i deres B&O PLAY produkter, idet der blandt andet fra 2010/11 til 2011/12 har været en stor stigning i denne afdeling. Produktet er stadig i sin opstartsfase, hvorfor B&O kan håbe på at udviklingen fortsætter. Det er dog ikke helt op til tilfældighederne om B&O PLAY bliver en succes, idet der skal arbejdes for det.

I forlængelse heraf ved vi, at B&O satser stort på det kinesiske marked, hvor man har indgået et samarbejde med en af de største luksusforhandlere i Kina, Sparkle Roll. Sparkle Roll står blandt andet for salget af Lamborghini og Rolls Royce i Kina, hvorfor de har kendskab til, hvad de velhavende kinesere vil købe. Sparkle Roll har samtidig købt sig ind i B&O, hvilket ligeledes gør dem til medindehaver. Hos B&O ser man store fordele heri, idet forhandleren nu ikke kun tænker på, hvad der er bedst for dem, men derimod også hvad der er bedst for B&O. Sparkle Roll har store planer med

B&O i Kina, hvor man skal åbne flere butikker, hvor nogle af dem udelukkende skal sælge B&O PLAY produkter. Butikkerne skal præsenteres på den rigtige måde, således de passer ind i det kinesiske samfund og deres forbrugsadfærd. Det er her udfordringen for B&O tidligere har været stor, hvilket har betydet nedgang på det kinesiske marked. Man havde ikke hos B&O forstået, hvordan produkterne og butikkerne skulle præsenteres for den kinesiske befolkning.

B&O håber ligeledes på at kunne få lavet en lignende aftale med en samarbejdspartner på det amerikanske marked, for at få de samme fordele, som ved det kinesiske marked. Det vil ligeledes være en mulighed for virksomheden, da man vil kunne åbne kendskab til markedet uden at skulle lave store markedsundersøgelser selv.

Såfremt man formår at skabe succes på andre eksportmarkeder end de mere hjemlig lignende som eksempelvis Tyskland, vil det være en mulighed for at udvide til andre eksportmarkeder. Vi så ovenfor, at man forsøgte sig yderligere med Kina, som er en del af BRIK-landene og dermed et af de lande med høj vækst i økonomien. Det vil derfor også være en mulighed for B&O, hvis et land som eksempelvis Indien får yderligere vækst i økonomien, samt hvis middelklassen får flere penge mellem hænderne, og dermed åbner op for at købe lidt dyrere og mere eksklusive produkter, som eksempelvis B&O.

Den nye ledelse, som B&O har ansat i form af direktør Tue Mantoni og bestyrelsesformand Ole Andersen, har ligeledes flere nye tiltag, som skal styrke B&O og forbedre forretningen. Alle deres ideer og tanker kan blive en god mulighed for B&O. Vi har allerede nu set nogle af deres tiltag, hvor B&O tidligere har været forstået som en dansk folkeaktie, men nu er blevet mere en investeringsaktie, hvor blandt andet tidligere omtalte Sparkle Roll har købt sig ind i virksomheden. Især Tue Mantoni, som stadig er meget ny i stillingen, idet han tiltrådte i marts 2011, har stadig mange nye tiltag, og ideer som skal føres ud i livet.

#### **2.2.3.2.2 Trusler**

Lavkonjunktur har ligesom højkonjunktur en stor betydning for B&O. Men hvor højkonjunktur var en mulighed, er lavkonjunktur en trussel. Den nuværende finanskriser er, og har været en stor trussel for B&O, idet de som sagt er meget afhængige af konjunkturerne i samfundet. Det skyldes især, da folks forbrugsvillighed påvirkes af samfundsøkonomien. Som vi så i PESTEL-analysen har folk ændret deres forbrugsvaner, og har været mere tilbageholdende. Det har påvirket B&O, og vil fortsat påvirke omsætningen hos B&O, da de dyrere produkter i AV-afdelingen fortsat vil opleve nedgang.

En særlig trussel for B&O er især konkurrenterne, da der er mange forskellige udbydere på markedet. B&O repræsenterer dog nicheafdelingen af tv-udbydere, men kæmper stadig en hård kamp om kundernes opmærksomhed med alle de andre udbydere. Det skyldes især den store teknologiske udvikling, samt ændring i forbrugeradfærd som verdenen har oplevet, der har gjort det sværere at adskille udbydere fra hinanden, hvad angår kvaliteten af produkterne. Ligeledes er færre villige til at bruge alle deres optjente penge på dyre fladskærmsfjernsyn, nu hvor de billigere modeller er i et flot design og en god kvalitet. Samsung, LG og Sony er alle med fremme i forhold til teknologi og design, mens deres priser er mere forbrugervenlige. Når man køber B&O, køber man stadig mest for brandet og den kvalitet, der medfølger.

## 2.3 Regnskabsanalyse

Hvordan er B&O's historiske, økonomiske udvikling baseret på en analyse ud fra DuPont-pyramiden?

Regnskabsanalysen er baseret på en femårig historisk periode, som løber fra regnskabsåret 1. juni 2007 til 31. maj 2008 til seneste regnskabsår 1. juni 2011 til 31. maj 2012. Kvartals- og halvårsrapporter efter dette regnskabsår, vil ikke blive inddraget i analysen, hvorfor der afgrænses fra disse forhold, jævnfør afsnit 1.3 Afgrænsning.

Regnskabsanalysen vil bestå af en vurdering af det materiale, vi har til rådighed gennem regnskaberne. Denne vurdering vil omfatte gennemgang af revisionspåtegning, anvendt regnskabspraksis og regnskabsnoter med henblik på at vurdere, hvorvidt der er faktorer, der skal tages særligt hensyn til i den videre regnskabsanalyse.

### 2.3.1 Vurdering af regnskabsmateriale

#### 2.3.1.1 Revisionspåtegning

Årsrapporterne vil, som ovenfor benævnt, blive anvendt som grundlag for vores regnskabsanalyse. I den forbindelse skal vi undersøge, om regnskabets indhold giver et retvisende billede af B&O og deres situation. Revisors påtegning er derfor en sikkerhed for, at regnskabet er brugbart for eksterne regnskabsbrugere og dermed indeholder valide data.

Ved gennemgangen af de 5 regnskabsår, blev det påset, at der i årsrapporterne hverken er taget forbehold eller udarbejdet supplerende oplysninger i regnskabsårene. Revisionspåtegningerne er i alle årene underskrevet af Deloitte, som anses for at være et pålideligt revisionsfirma.

#### 2.3.1.2 Anvendt regnskabspraksis

Regnskabspraksis beskriver, hvordan de enkelte elementer i årsregnskabet indregnes. Dette er derfor et vigtigt element i forhold til reformuleringen af regnskabets poster, da forståelsen for indregning og præsentation af posterne er central i opstillingen af regnskabet.

Gennemgangen af regnskabspraksis for de valgte regnskabsår er ligeledes med til at sikre, at tallene i årsrapporterne er sammenlignelige i forhold til analysen. Såfremt dette ikke har været tilfældet, vil det være nødvendigt at foretage korrektioner i reklassifikationen af balance og resultatopgørelse for at sammenligningsgrundlaget forbedres.

B&O har i hele analyseperioden aflagt regnskabet efter IFRS, samt de danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. I regnskabspraksis oplyses ligeledes, om der har været ændringer i anvendt regnskabspraksis i forhold til tidligere år. I de udvalgte regnskaber, står der i alle angivet, at regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

### **2.3.1.3 Regnskabsnoter**

For at danne et fornuftigt grundlag for reformuleringen af årsregnskabet resultatopgørelse og balance, er regnskabsnoterne ligeledes gennemgået. Vi vil nedenfor fremhæve de væsentlige elementer heri, som vil blive vurderet i forhold til reformuleringen.

Vi har i resultatopgørelserne påset, at afskrivningerne ikke fremgår særskilt, hvorfor de i noterne er udskilt på henholdsvis produktionsomkostninger, udviklingsomkostninger, distributions- og marketingomkostninger samt administrationsomkostninger. Dette er videreført i den reformulerede resultatopgørelse.

Ved gennemgangen af regnskabsnoterne blev det ligeledes påset, at selskabet pr. regnskabsafslutningen for årsregnskabet 2011/12 er involveret i enkelte igangværende retssager. Det er dog ledelsens vurdering, at udfaldet af disse retssager ikke vil påvirke koncernens finansielle stilling væsentligt, hvorfor der ikke er foretaget yderligere i denne henseende. (Årsrapport, 2011/12, s. 97)

### 2.3.2 Reformulering

For at skabe et korrekt analysegrundlag reformuleres balancen og resultatopgørelsen for den angivne analyseperiode. Denne reformulering kræver et solidt kendskab til den analyserede virksomhed, og en forståelse for, hvordan virksomheden tjener sit overskud og dermed, hvad der er virksomhedens kerneaktiviteter.

I forhold til reformulering af både balance og resultatopgørelse er det vigtigt at være opmærksom på, at reformuleringen skal foretages ens i balancen og resultatopgørelsen. Det vil sige, at driftsaktiver og driftsforpligtelser generer driftsoverskud, mens de finansielle aktiver og finansielle forpligtelser er dem, der skaber finansielle indtægter og/eller pådrager finansielle omkostninger.

#### 2.3.2.1 Reformulering af balance

Den officielle balance klassificerer aktiver og forpligtelser i henholdsvis kort- og langfristede. Denne opdeling tilsidesættes ved reformuleringen af balancen, da denne i stedet opdeles efter driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Dermed er det en nødvendighed at reformulere balancen i forhold til at analysere, hvordan B&O's evne er til at skabe overskud, hvilket gøres ud fra opdelingen i finansieringsaktiviteter. Det vil sige, hvordan B&O rejser kapital fra dens driftsaktiviteter, hvor driftsaktiviteterne beskriver, hvordan virksomheden anvender den rejste kapital til at skabe værdi. (Sørensen, 2012, s. 158-159)

Ud fra dette opdeles aktiverne i driftsaktiver og finansielle aktiver, mens forpligtelserne opdeles i driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser, hvortil egenkapitalen og eventuelle minoritetsinteresser er særligt udskilt herfra, da disse heller ikke er forpligtelser.

Driftsaktiverne opdeles ligeledes i kernerdriftsaktiver og ikke-kernerdriftsaktiver, da det som ovenfor beskrevet er vigtigt at kende til, hvad der er B&O's kerneaktivitet. Fra disse driftsaktiver er fratrasket driftsforpligtelserne, hvilket giver nettodriftsaktiverne. Derefter opgøres de finansielle aktiver fratrasket de finansielle forpligtelser, hvilket giver nettofinansielle forpligtelser. Disse fratrækkes nettodriftsaktiverne, og så er der egenkapitalen samt eventuelle minoritetsinteresser tilbage, og derefter balancerer regnskabet. (Sørensen, 2012, s. 158-159)



### **Særlige bemærkninger til reformuleringen af balancen**

I forhold til ovenfor nævnt med hensyn til skildring af B&O's kerneaktiviteter er der her foretaget en udskilning af investeringsejendomme, da dette ikke vurderes at være en kerneaktivitet for B&O. Derfor er denne posteret under ikke-kernedriftsaktiver.

Ydermere er de likvide beholdninger fordelt som henholdsvis driftsaktiv og finansielt aktiv. Der er ikke oplyst noget skøn fra ledelsen over, hvor meget der skal hengå som driftsaktiv, og hvor meget der skal hengå som finansielt aktiv. Derfor har vi foretaget et estimat, som er beregnet ud fra nettoomsætningen i de pågældende år. En tommelfingerregel er, at man tager 0,5 – 2 % af nettoomsætningen og klassificerer dette beløb som driftslikviditet, mens resten klassificeres som et finansielt aktiv. (Sørensen, 2012, s. 161) I forhold til B&O har vi valgt at benytte os af 0,5 % af nettoomsætningen, som klassificeres som et driftsaktiv, mens resten hengår som finansielt aktiv.

Samtidig har B&O kapitalandele i associerede selskaber. Disse behandles som værende et driftsaktiv, men dog som et ikke-kernedriftsaktiv, da dette ikke er et led i B&O's kernedriftsaktivitet. Reelt burde man gå ind og opdele de associerede selskabers aktiver i driftsmæssige og finansielle aktiver, men da dette er for omfangsrigt, har vi valgt at gøre som ovenfor nævnt.

Desuden har B&O minoritetsinteresser, som i den oprindelige balance er bogført som en del af egenkapitalen. Disse udskilles fra egenkapitalen og indgår derfor som en separat post i den reformulerede balance.

Ovenfor nævnte bemærkninger er der taget særligt hensyn til i reformuleringen af balancen, hvorfor disse ligeledes skal hænge sammen med reformuleringerne i resultatopgørelsen, som vil blive nærmere beskrevet nedenfor. Reformuleringen ses i Bilag 4 – Reformuleret balance.

#### **2.3.2.2 Reformulering af resultatopgørelse**

Ved reformulering af resultatopgørelsen er formålet at finde frem til virksomhedens samlede overskud, nærmere betegnet totalindkomsten. Dette gøres gennem opdeling af driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Denne totalindkomst består af overskuddet fra resultatopgørelsen samt anden totalindkomst, som er direkte posteringer på egenkapitalen, også kaldet *dirty-surplus*

*accounting*. Derfor skal disse posteringer bringes ind i resultatopgørelsen, for at få en fuldstændig resultatopgørelse, også kaldet *clean-surplus accounting*. (Sørensen, 2012, s. 168+170+171)

### **Særlige bemærkninger til reformulering af resultatopgørelsen**

Ligesom ovenfor under reformulering af balancen, er der også under resultatopgørelsen nogle elementer, man bør være opmærksom på. Dette er eksempelvis resultat fra kapitalandele. I balancen blev kapitalandele posteret som en ikke-kernedriftsaktivitet, hvorfor dette også skal hænge sammen med resultatopgørelsen. Derfor bliver resultatet af kapitalandele posteret som andet driftsoverskud, da disse indtægter ikke er skabt i moderselskabet, men i de associerede selskaber.

Ligesom med kapitalandele blev investeringsejendomme defineret som en ikke-kernedriftsaktivitet, hvorfor der igen skal være overensstemmelse mellem balance og resultatopgørelse. Derfor er indtægter i form af husleje samt omkostninger vedrørende investeringsejendommene klassificeret som andet driftsoverskud.

I regnskabsåret 2009/10 blev der ligeledes solgt en ejendom i Schweiz, hvorpå der var en avance på 13,3 mio. DKK. Disse er ligeledes posteret som andet driftsoverskud.

I 2008/09 var der omstrukturingsomkostninger på 105,5 mio. DKK, og disse er ligeledes indsat under andet driftsoverskud, trods det, at disse omstrukturingsomkostninger er udledt som følge af omsætningsnedgang, og derfor godt kunne klassificeres som en omkostning vedrørende den primære drift. Da disse ikke forekommer hvert år, har vi valgt at udskille disse fra det egentlige driftsoverskud, da dette vil give et bedre analytisk sammenligningsgrundlag.

Derudover skal der ved opgørelsen af totalindkomsten indgå posteringer, der er posteret direkte på egenkapitalen. I B&O's tilfælde består disse posteringer af reserve for valutakursregulering samt reserve vedrørende regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme. Begge disse posteringer medtages som dirty surplus posteringer under reformulering af resultatopgørelsen.

Sidste punkt, der er vigtigt at bemærke, er skatteallokeringen ved reformuleringen af resultatopgørelsen. Ved den officielle resultatopgørelse fremgår der en post kaldet 'skat af årets

resultat'. Denne skal også medtages i den reformulerede resultatopgørelse, men den skal allokeres til de korrekte poster, for at bringe disse på efter-skat basis. Den anvendte skatteprocent er selskabsskatteprocenten, som i alle regnskabsårene er 25 %. Reformuleringen ses i Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

Efter disse reformuleringer af både balance og resultatopgørelse er tallene nu klar til analyseformål. Derfor er næste step at udarbejde selve regnskabsanalysen, som vi har valgt at gøre ud fra DuPont-pyramiden.

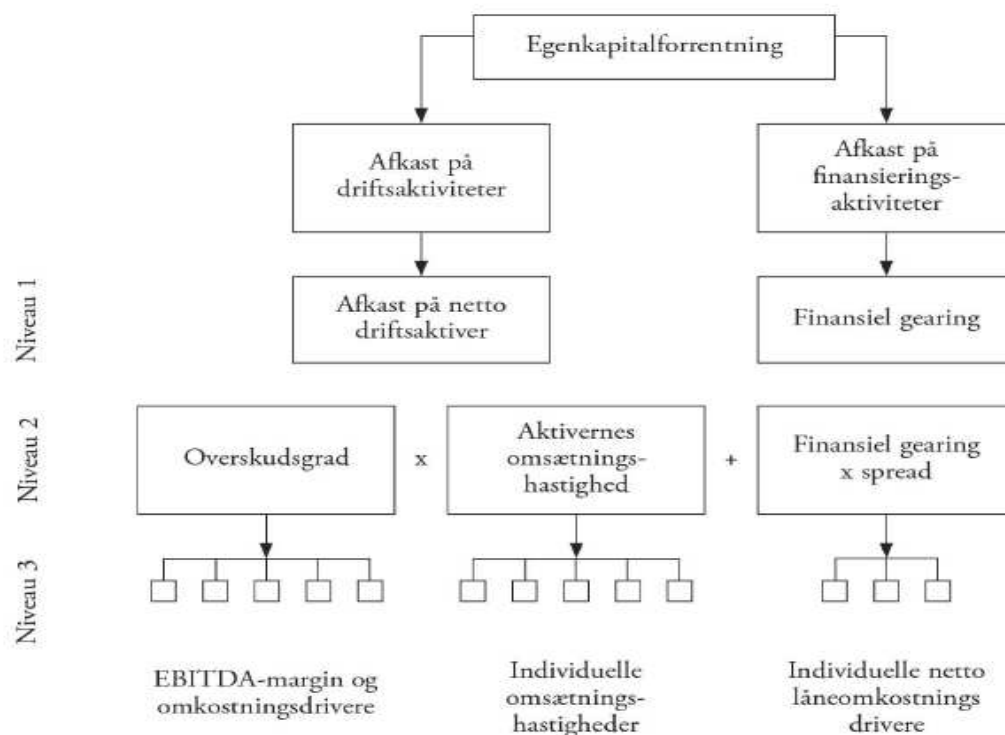
### 2.3.3 Regnskabsanalyse efter DuPont-pyramiden

Dette afsnit har til formål at måle og kommentere på udviklingen i B&O's økonomiske præstation for perioden 2007/08 til 2011/12.

Regnskabsanalysen vil dermed bidrage til en bedre forståelse af B&O's situation historisk samt fremtidsudsigter for koncernen. Dermed er dette afsnit, sammen med den strategiske analyse, vigtige brikker i forhold til budgetlægningen.

#### 2.3.3.1 Rentabilitetsanalyse

I forlængelse af den strategiske analyse foretages en rentabilitetsanalyse for at identificere de finansielle valuedrivere. Analysen tager udgangspunkt i de reformulerede opgørelser fra tidligere afsnit og benytter DuPont-pyramiden for at skabe overblik. Modellen som ses nedenfor består af 3 niveauer, som viser komponenternes sammenhæng og bidrag til værdiskabelsen i en stigende detaljegrad.



FIGUR 35 DUPONT-PYRAMIDEN (SØRENSEN, 2012, s. 210)

Værdiskabelsen kan opsummeres i egenkapitalens forrentning, ROE, Return on Equity, da dette er det nøgletal med størst betydning for ejerne. ROE er den afledte sum af afkastet fra drifts- og finansieringsaktiviteter og har følgende sammenhæng:

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

hvor ROIC er driftens afkastgrad og FGEAR er den finansielle gearing, og  $r$  er netto låneomkostninger. ROIC fratrukket  $r$  kaldes for "Spread".

Virksomhedens evne til at skabe afkast fra driften kombineret med finansierings resultat, skaber dermed egenkapitalens forrentning.

### 2.3.3.1.1 ROE – Egenkapitalens forrentning

Egenkapitalens forrentning viser afkastet af den investerede kapital i procent, ved at vurdere forholdet mellem totalindkomsten og den gennemsnitlige egenkapital.

| Niveau 1                         | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ROE (egenkapitalens forrentning) | 7,6 %   | -26,3 % | -1,7 %  | 2,1 %   | 5,6 %   |

FIGUR 36 NIVEAU 1 (ROE)

Som det kan ses fra ovenstående er ROE faldet drastisk fra 2007/08 til 2009/10, specielt på grund af finanskrisen. Af ovenstående fremgår det også tydeligt, at krisen var på sit højeste i 2008/09, hvilket kan ses ud fra det markante fald i ROE. De sidste par år har ikke været alt for gode med hensyn til at forrente ejernes kapital. Den faldende tendens er dog brudt og vendt til en svagt stigende udvikling. B&O har i finanskrisen forsøgt sig med at reducere omkostningsniveauet, hvilket af ovenstående også fremgår, har været muligt fra 2010/11 og 2011/12.

For at kunne analysere de underliggende drivere for ROE betragtes nedenstående formel:

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

Ud fra ovenstående formel, kan det ses af ROE består af flere komponenter, som analyseres ved at dekomponere ROE og dermed beskrive de underliggende valuedrivere nærmere. ROE kan nedbrydes i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter inklusiv finansiell gearing.

#### 2.3.3.1.2 Driftsaktiviteter

ROIC er et mål for virksomhedens aktivitet og måler aktivernes forrentning. ROIC måler virksomhedens evne til at generere et afkast ud fra de ressourcer, den har til rådighed. ROIC kan beskrives ved nedenstående formel:

$$ROIC = OG \times AOH$$

ROIC består dermed af to komponenter. Overskudsgraden (OG) måler, hvor stor en del af omsætningen der er tilovers til konsolidering. Den anden komponent er aktivernes omsætningshastighed (AOH), der måler salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver.

| Niveau 2                                    | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 |
|---------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>ROIC (afkastningsgrad)</b>               | 7,3 %   | -21,9 % | -1,6 %  | 2,6 %   | 4,5 %   |
| <b>OG (overskudsgrad)</b>                   | 3,3 %   | -13,0 % | -0,9 %  | 1,5 %   | 2,8 %   |
| <b>AOH (aktivernes omsætningshastighed)</b> | 2,23    | 1,69    | 1,73    | 1,75    | 1,59    |

FIGUR 37 NIVEAU 2 (ROIC, OG, AOH)

Det første nøgletal er som sagt ROIC, som beskriver vores afkast på investeret kapital. Tabellen viser, at ROIC laver en stor bue i nedadgående retning fra 2007/08 til det seneste års regnskab 2011/12. ROIC starter ud i 7,3 %, hvilket indikerer, at man formår at tjene penge på den kapital, der er investeret i henholdsvis anlægsaktiver, tilgodehavender fra salg og varebeholdninger. De følgende år ser vi den nedadgående kurve, hvor ROIC allerede året efter har en værdi på -21,9 % hvilket indikerer, at man taber penge på den investerede kapital. Den negative værdi skyldes hovedsagligt, at man har et driftsoverskud efter skat(NOPAT), som er negativt. Vi kan derfor se, at B&O i høj grad blev påvirket af finanskrisen, som netop i disse år havde sin store indvirkning. Nettoomsætningen faldt kraftigt grundet manglende salg, mens omkostningerne stort set forblev uændret. B&O har siden fået forbedret sin ROIC ved især at få skåret ned på sine omkostninger. Salget har kun været svagt stigende, men dog stadig langt fra det niveau, som var gældende i 2007/08.

Ved at sammenholde ROIC med vores ROE kan vi se, at ROE i det første og det sidste regnskabsår er højere end ROIC, hvilket betyder, at de finansielle aktiviteter giver værdi for B&O's ROE og samtidig skaber et højere afkast for ejerne. De midterste år har dermed den modsatte betydning, idet vores ROE er lavere end ROIC.

### OG og AOH

Som det kan ses ud fra ovenstående tabel, er OG faldende fra 2007/08 til 2008/09, herefter begynder OG at stige igen, men ligger stadig på et lavere niveau end 2007/08. Overskudsgraden er dermed medvirkende til, at ROE er faldende i samme periode, som vi analyserede ovenfor. Dette var et forventet resultat, som følge af den økonomiske krise, hvilket har haft negativ effekt på blandt andet OG. Der kan hertil siges, at finanskrisen har gjort et stort indhug i ROIC, men at B&O trods alt har fået dette vendt, så de igen skaber et positivt afkast i 2010/11 og 2011/12.

Den anden komponent for ROIC er som sagt AOH. I 2007/08 er AOH 2,23, hvilket vil sige, at for hver krone, der er investeret i nettodriftsaktiver, genereres 2,23 kroners omsætning. AOH er ligeledes faldet fra 2007/08 til 2008/09, hvor den igen bliver svagt stigende de efterfølgende par år. Det markante fald i 2008/09 skyldes, at B&O ikke kunne tilpasse bindingen i nettodriftsaktiver i samme takt som nedgangen i omsætningen. Hvis der heller ikke er fuld kapacitetsudnyttelse, vil dette også have en negativ effekt på AOH, og dermed drive AOH ned.

Som nævnt under afsnit 2.2.2.2 Konkurrence- og vækststrategi følger B&O en fokuseret differentieringsstrategi, hvorfor man kan sige, at OG er i fokus, da B&O vil forsøge at sælge sine produkter til en merpris. AOH er trods alt stadig vigtig, da fuld kapacitetsudnyttelse af nettodriftsaktiverne vil sikre en højere rentabilitet.

### Underliggende drivere for OG

OG kan ligeledes dekomponeres, og på baggrund heraf analyseres årsagen til udviklingen i OG. Overskudsgraden kan udtrykkes ved nedenstående formel:

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

|                 | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>OG salg</b>  | 3,5 %   | -10,3 % | -1,1 %  | 1,4 %   | 2,9 %   |
| <b>OG andet</b> | -0,3 %  | -2,7 %  | 0,2 %   | 0,1 %   | -0,1 %  |
| <b>OG</b>       | 3,3 %   | -13,0 % | -0,9 %  | 1,5 %   | 2,8 %   |

FIGUR 38 BEREGNING AF OG

Som det kan ses ud fra ovenstående stammer hovedparten fra  $OG_{salg}$ , hvilket er forventeligt, da B&O's driftsaktivitet bør være den primære valuedriver for virksomheden.

$OG_{andet}$  udgør kun en mindre del af den samlede OG. I 2008/09 bidrager  $OG_{andet}$  negativt til den samlede OG, hvilket skyldes de høje omstrukturingsomkostninger på 105,5 mio. DKK, som dermed udgør hovedparten af  $OG_{andet}$  i regnskabsåret. Omstrukturingsomkostninger er ikke en tilbagevendende omkostninger, hvilket gør, at denne ikke er placeret under  $OG_{salg}$ .

$OG_{salg}$  og  $OG_{andet}$  kan yderligere dekomponeres for at se de underliggende valuedrivere, hvilket foretages nedenfor.

|                                      | 2007/08       | 2008/09        | 2009/10       | 2010/11       | 2011/12       |
|--------------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Nettoomsætning                       | 100,0 %       | 100,0 %        | 100,0 %       | 100,0 %       | 100,0 %       |
| Driftsomkostninger                   | -87,9 %       | -104,0 %       | -92,9 %       | -89,6 %       | -87,7 %       |
| <b>EBITDA margin</b>                 | <b>12,1 %</b> | <b>-4,0 %</b>  | <b>7,1 %</b>  | <b>10,4 %</b> | <b>12,3 %</b> |
| Afskrivninger                        | -7,3 %        | -10,1 %        | -8,9 %        | -8,4 %        | -8,3 %        |
| <b>EBIT margin</b>                   | <b>4,7 %</b>  | <b>-14,1 %</b> | <b>-1,8 %</b> | <b>2,0 %</b>  | <b>4,0 %</b>  |
| Skat på EBIT                         | -1,2 %        | 3,8 %          | 0,7 %         | -0,6 %        | -1,2 %        |
| <b>NOPAT margin</b>                  | <b>3,5 %</b>  | <b>-10,3 %</b> | <b>-1,1 %</b> | <b>1,4 %</b>  | <b>2,9 %</b>  |
| Core andet driftsoverskud efter skat | -0,3 %        | -2,7 %         | 0,2 %         | 0,1 %         | -0,1 %        |
| <b>Samlet overskudsgrad</b>          | <b>3,3 %</b>  | <b>-13,0 %</b> | <b>-0,9 %</b> | <b>1,5 %</b>  | <b>2,8 %</b>  |

FIGUR 39 DEKOMPONERING AF OG

Som beskrevet ovenfor repræsenterer overskudsgraden det samlede efter-skat driftsoverskud divideret med omsætningen. For bedre at forstå de underliggende drivere bør man se på hver af komponenterne af efter-skat driftsoverskuddet som en andel af salget.

Udgangspunktet i dette er EBITDA-margin, som udtrykker overskud før renter, skat, afskrivninger og amortiseringer som en andel af salget. B&O er som nævnt tidligere en meget kapitalintensiv virksomhed, hvilket kan betyde, at de har en stor EBITDA-margin, mens de er nødsaget til at reinvestere betydelige beløb i produktionsanlæg for at kunne beholde sin position på markedet.

EBIT-margin er driftsoverskuddet fra salg før renter skat og er et nyttigt summarisk mål for lønsomheden fra virksomhedens kerneaktivitet. (Sørensen, 2012, s. 223)

NOPAT-margin viser lønsomheden fra at handle med kunder og leverandører, fordi NOPAT-margin afspejler alle driftshandlinger, der relaterer sig til virksomhedens kerneaktivitet.

I nøgletallet ovenfor Core andet driftsoverskud efter skat indgår tilbagevendende poster, som ikke relaterer sig direkte til salget og B&O's kernekompetence. Der er tale om huslejeindtægter fra investeringsejendomme og omkostninger hertil, samt resultat af kapitalandele i associerede



virksomheder. Derfor påvirker disse omkostninger også overskudsgraden i en negativ retning med 2,7 % i 2008/09.

Ved at analysere på ovenstående skema, kommer man frem til, at B&O ikke får tilpasset sig til den økonomiske krise i regnskabsåret 2008/09 og til dels i 2009/10. 2008/09 er et udslagsgivende år, hvor omsætningen falder markant, mens B&O ikke får tilpasset omkostningerne til den faldende omsætning. Derfor udgør driftsomkostningerne 104,0 %, hvor omsætningen altid udgør 100 %. Allerede her ses det, at resultatet på bundlinjen bliver negativt, da EBITDA-marginen udgør -4 %. I 2009/10 ser det ud til, at B&O har formået at tilpasse omkostningerne bedre til den faldende omsætning samtidig med, at faldet i omsætningen ikke var så stort fra 2008/09 til 2009/10. Derfor udgør driftsomkostningerne "kun" 92,9 %, hvilket giver en EBITDA-margin på 7,1 %. Dette er dog ikke nok til at skabe en positiv overskudsgrad, da denne er -0,9 %. Efter 2009/10 begynder omsætningen at stige igen, og B&O har nu formået at tilpasse omkostningerne således, at der fremkommer en positiv overskudsgrad med 1,5 % i 2010/11 og 2,8 % i 2011/12. Dog er det stadig ikke et prangende niveau.

For at analysere dybere, hvorfor OG svinger som den gør, kan man analysere mere på den enkelte regnskabslinje. For at opnå en positiv påvirkning på OG, skal der enten fokuseres på at øge bruttoavanceprocenten eller alternativt reducere omkostningerne.

$OG_{salg}$  som vi beregnede tidligere kan betragtes ved nedenstående formel:

$$OG_{salg} = \text{bruttoavanceprocent} - \text{omkostningsandele}$$

| OG drivere                            | 2007/08      | 2008/09        | 2009/10       | 2010/11      | 2011/12      |
|---------------------------------------|--------------|----------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>Bruttoavance</b>                   | 49,1 %       | 43,5 %         | 42,9 %        | 43,1 %       | 42,3 %       |
| Udviklingsomkostninger                | -9,3 %       | -11,1 %        | -7,7 %        | -6,0 %       | -5,7 %       |
| Salg- og<br>distributionsomkostninger | -24,2 %      | -32,9 %        | -25,2 %       | -22,6 %      | -21,1 %      |
| Administrationsomkostninger           | -3,5 %       | -3,5 %         | -2,9 %        | -4,1 %       | -3,3 %       |
| Af- og nedskrivninger                 | -7,3 %       | -10,1 %        | -8,9 %        | -8,4 %       | -8,3 %       |
| Skat af driftsoverskud fra salg       | -1,2 %       | 3,8 %          | 0,7 %         | -0,6 %       | -1,2 %       |
| <b>OG salg</b>                        | <b>3,5 %</b> | <b>-10,3 %</b> | <b>-1,1 %</b> | <b>1,4 %</b> | <b>2,9 %</b> |

FIGUR 40 OG DRIVERE

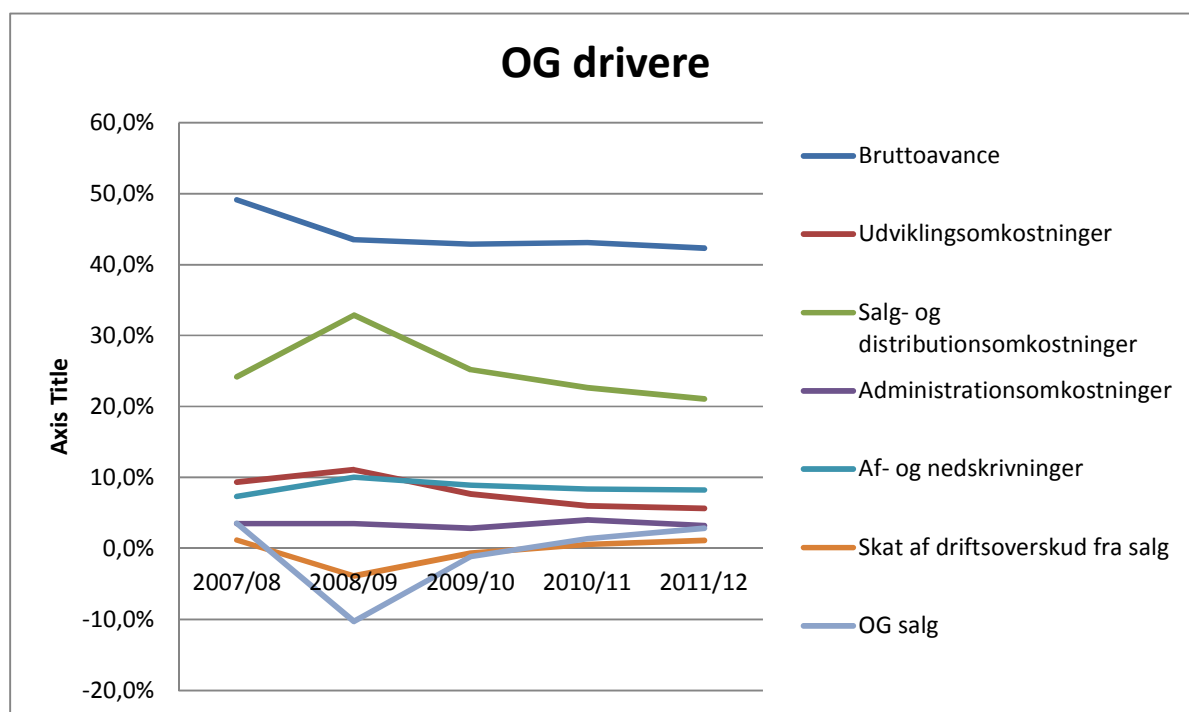
Driverne for OG vises i ovenstående tabel, hvor årsagen til udviklingen i overskudsgraden dels er bruttoavancen og dels omkostningernes udvikling.

Ved at se på bruttoavancen fremkommer det, at denne falder fra 2007/08 til 2008/09, hvorefter den ligger på nogenlunde samme niveau år for år. Dette hænger også sammen med overskudsgradens udvikling, som følger netop denne udvikling. Bruttoavancen falder fra 2007/08 til 2008/09 med 5,6 procentpoint. Dette fald skyldes primært det store fald i omsætningen. Bruttoresultatet blev reduceret med cirka 40 %. Derudover skal det siges, at ikke alle produktionsomkostninger er variable, hvorfor produktionsomkostningerne kommer til at udgøre en større del af bruttoavancen.

Ved at se på, hvorvidt omkostningerne påvirker  $OG_{salg}$  i positiv eller negativ retning, kan dette også give en indikation af, om B&O formår at tilpasse sig lavkonjunktoren. I "Figur 39 Dekomponering af OG" så vi de samlede omkostningernes andel i forhold til omsætningen. Nu dekomponerer vi disse omkostninger, så vi kan få en indikation af, hvilke omkostninger der er årsagen til det store fald i overskudsgraden fra 2007/08 til 2008/09. Både udviklingsomkostningerne, salgs- og distributionsomkostningerne samt afskrivningerne udgør en større andel af omsætningen i 2008/09, hvorfor det er disse omkostningerne, der ikke bliver tilpasset til krisen. Ligeledes ses det, at administrationsomkostningerne stadig udgør 3,5 % af omsætningen, hvorfor disse er uændret.

I 2009/10 og fremefter falder omkostningernes andel af omsætningen, hvorfor dette også går ind og påvirker  $OG_{salg}$  i en positiv retning. Specielt i 2009/10 bliver overskudsgraden forbedret med 9,2 procentpoint, dog er denne stadig negativ. Årsagen til den store forbedring er specielt, at udviklingsomkostningerne samt salgs- og distributionsomkostningerne bliver tilpasset til omsætningen, hvor omsætningen stort set er på niveau med 2008/09, jævnfør Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse.

Nedenfor ses OG driverne opstillet i en graf.



FIGUR 41 OG DRIVERE OPSTILLET I DIAGRAM (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Ud fra ovenstående graf ses det, at faldet i bruttoavanceprocent samt salgs- og distributionsomkostningerne og udviklingsomkostningerne er den væsentligste årsag til faldet i  $OG_{salg}$  på omkostningssiden. Man kan se, at begge disse kurver får et knæk opad i 2008/09. Som nævnt ovenfor falder omsætningen også i 2008/09, hvilket også er med til at trække  $OG_{salg}$  i den forkerte retning, så her udgør omkostningerne en større andel af nettoomsætningen. Alle

ovenstående omkostningstyper er faldet markant siden 2007/08, hvilket selvfølgelig også har fået  $OG_{salg}$  til at stige igen.

### Underliggende drivere for AOH

Omsætningshastigheden (AOH) er den anden driver bag ROIC. Hvis en virksomhed investerer betydelige ressourcer i nettodriftsaktiver, kan det være kritisk, hvis ikke ressourcerne udnyttes produktivt. Men ved nærmere analyse af omsætningshastigheden, er det muligt at vurdere virksomhedens kapitaltilpasning. Hertil relaterer sig to områder:

1. styringen af arbejdskapitalen
2. styringen af anlægskapitalen

| Den inverse AOH                                         | 2007/08     | 2008/09     | 2009/10     | 2010/11     | 2011/12     |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Nettodriftsaktiver / nettoomsætning</b>              | 0,45        | 0,59        | 0,58        | 0,57        | 0,63        |
| Varebeholdninger / nettoomsætning                       | 0,20        | 0,21        | 0,20        | 0,20        | 0,22        |
| Tilgodehavender fra salg / nettoomsætning               | 0,15        | 0,15        | 0,15        | 0,13        | 0,18        |
| Andre kortfristede driftsaktiver / nettoomsætning       | 0,05        | 0,09        | 0,10        | 0,09        | 0,09        |
| Leverandørgæld / nettoomsætning                         | -0,05       | -0,07       | -0,09       | -0,07       | -0,13       |
| Andre kortfristede driftsforpligtelser / nettoomsætning | -0,13       | -0,17       | -0,16       | -0,14       | -0,12       |
| <b>Arbejdskapital / nettoomsætning</b>                  | <b>0,21</b> | <b>0,21</b> | <b>0,19</b> | <b>0,20</b> | <b>0,25</b> |
| Immaterielle aktiver / nettoomsætning                   | 0,10        | 0,17        | 0,20        | 0,21        | 0,24        |
| Materielle aktiver / nettoomsætning                     | 0,17        | 0,24        | 0,22        | 0,19        | 0,18        |
| Netto langfristede driftsaktiver / nettoomsætning       | -0,04       | -0,03       | -0,04       | -0,03       | -0,04       |
| <b>Anlægskapital / nettoomsætning</b>                   | <b>0,24</b> | <b>0,38</b> | <b>0,38</b> | <b>0,37</b> | <b>0,38</b> |

FIGUR 42 DEN INVERSE AOH (EGEN TILVIRKNING, 2013)

#### Arbejdskapital

Arbejdskapital består primært af varebeholdninger, tilgodehavender fra salg og gæld til leverandører. En virksomhed er nødt til at investere beløb i arbejdskapital for at udøve sin normale driftsaktivitet.

Den inverse omsætningshastighed udtrykker, hvor mange øre der er bundet i henholdsvis arbejdskapitalen og anlægskapitalen til at skabe én kroners salg. Ideelt set ønsker en virksomhed at skabe et salg på baggrund af et minimum af investeringer i arbejdskapital, men dette er selvfølgelig

ikke muligt. Det er vanskeligt at minimere investeringer i varelagre og samtidig tilbyde en bred vifte af produkter. Ydermere ønsker de fleste virksomheder, heriblandt også B&O at indkassere hele deres salg hurtigst muligt og strække betalingerne til leverandørerne så langt som muligt, men sådanne handlinger vil alt andet lige have konsekvenser på den lange bane for virksomheden.

### *Anlægskapital*

Den anden del af kapitalstyringen vedrører udnyttelsen af anlægskapitalen, der primært består af materielle og immaterielle anlægsaktiver samt andre langfristede driftsaktiver fratrasket langfristede driftsforpligtelser, som udskudt skat og hensatte forpligtelser.

### *Årsager til ændringer i AOH*

AOH falder fra 2007/08 til 2008/09 fra 2,23 til 1,69, hvilket skyldes, at den inverse omsætningshastighed for anlægskapitalen stiger, hvorimod arbejdskapitalen er uændret. Årsagen til den store stigning i anlægskapital er, at de immaterielle samt materielle aktiver stiger i forhold til omsætningen.

Fra 2008/09 til 2010/11 stiger AOH fra 1,69 i 2008/09 til 1,75 i 2010/11, hvilket er positivt. Årsagen til dette skal findes både i arbejdskapitalen og anlægskapitalen, da arbejdskapitalen falder fra 2008/09, hvorimod anlægskapitalen her er uændret. Fra 2009/10 ligger årsagen i anlægskapitalen, da denne falder, hvorimod arbejdskapitalen stiger.

Fra 2010/11 til 2011/12 sker der igen et fald til 1,59, hvilket skyldes både en stigning i arbejdskapitalen samt anlægskapitalen, dog er stigningen størst i arbejdskapitalen, hvilket skyldes, at der er større pengebindinger i varelageret samt flere tilgodehavender hos kunder. Det vil sige, at der i 2011/12 i alt er bundet 0,63 DKK i arbejdskapitalen samt anlægskapitalen tilsammen, for at skabe en kroners salg. Heraf udgør 0,25 DKK arbejdskapital og 0,38 DKK udgør anlægskapital.

Ovenstående er årsagen til ændringerne i AOH, som er en af årsagerne til ændringen i ROIC. På den anden side i DuPont-pyramiden har vi finansieringsaktiviteten, som vil blive analyseret nedenfor.

### 2.3.3.1.3 Finansieringsaktivitet

Virksomheden skal have finansieret sine driftsaktiver ved enten egenkapitalfinansiering eller fremmedfinansiering. Forholdet mellem finansieringen er vigtig i forhold til analysen, idet der er forskel på afkastkravet for de to finansieringstyper. Til brug for forklaringen og analysen af de finansielle aktiviteter, har vi flere nøgletal som skal beregnes. De er alle med til at forklare virkningerne på ROE.

Som ved driftsaktiviteterne skal vi bruge ROIC til beregninger af de forskellige drivere. Denne og de øvrige drivere er skitseret nedenfor, hvorefter de finansielle underliggende drivere for ROIC vil blive analyseret.

|               | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>ROIC</b>   | 7,3 %   | -21,9 % | -1,6 %  | 2,6 %   | 4,5 %   |
| <b>r</b>      | 6,3 %   | 16,7 %  | 7,0 %   | 15,1 %  | 4,6 %   |
| <b>SPREAD</b> | 1,0 %   | -38,5 % | -8,6 %  | -12,5 % | -0,1 %  |
| <b>FGEAR</b>  | 0,24    | 0,09    | 0,07    | 0,06    | 0,16    |
| <b>MIA</b>    | 0,94    | 1,01    | 1,06    | 0,97    | 1,00    |

FIGUR 43 ROIC OG VÆRDIDRIVERE FOR FINANSIEL GEARING

*r*

Foruden ROIC, som er kommenteret tidligere, skal vi også ind og vurdere på *r*, som er et udtryk for forholdet mellem de netto finansielle omkostninger i forhold til de netto finansielle forpligtelser. Formlen ses nedenfor:

$$r = \frac{\text{Netto finansielle omkostninger (NFO)}}{\text{Gns. netto finansielle forpligtelser (NFF)}}$$

Vi kan se, at B&O's *r* er svingende igennem hele analyseperioden, hvor den i 2007/08 har en værdi på 6,3 % for året efter at stige til 16,7 %. De samme fald og stigninger fortsætter i resten af perioden. Disse ændringer i *r* skyldes primært, at den likvide beholdning for B&O i 2008/09 stiger til det tredobbelte i forhold til året før, hvilket påvirker de netto finansielle forpligtelser til at blive lavere. De nettofinansielle omkostninger derimod holder sig på et nogenlunde lavt niveau og falder i årene efter

2008/09. Hvis man sammenholder B&O's beregnede  $r$  med det generelle renteniveau, ligger denne forholdsvis højt, hvilket primært skyldes at man har lave netto finansielle forpligtelser i forhold til de netto finansielle omkostninger. En lille ændring i de finansielle omkostninger, kan derfor give store udsving på beregning af  $r$ . Ligeledes vil der typisk være stor forskel på rentetilskrivningen for de finansielle aktiver, såsom likvider, sammenlignet med de finansielle forpligtelser. Det skyldes især, at man i disse år ikke oplever en særlig høj tilskrivningsrente på indestående sammenlignet med rentetilskrivningen på gæld. Det giver dermed et misforhold mellem de finansielle aktiver og forpligtelser. Denne ulighed kommer netop til udtryk i beregningen af  $r$ .

#### *SPREAD*

For at beregne det næste nøgletal, SPREAD, skal vi igen have fat i ROIC. SPREAD er udtrykket mellem ROIC og  $r$ , som beregnes ved at tage forskellen på disse to nøgletal med ROIC som førstnævner. Formlen ses nedenfor:

$$SPREAD = ROIC - r$$

Nøgletallet beskriver, hvor meget rentabiliteten bidrager med i forhold til de beregnede renteomkostninger. Den beregnede SPREAD er kun positiv i det første år, hvilket betyder, at de finansielle aktiviteter bidrager positivt til ROE, som ligeledes er højere end ROIC. Det vil samtidig sige, at B&O tjener penge på deres fremmedkapital. De følgende 4 år er SPREAD negativ, hvilket fornuftigt nok skyldes, at  $r$  er højere end ROIC. Betydningen af den negative SPREAD er negativ for B&O, idet den viser, at man taber penge på den lånte kapital, altså fremmedkapitalen. Især i 2008/09 tabte B&O mange penge på fremmedkapitalen, idet SPREAD her udgjorde -38,5 %. Det skyldes især finanskrisen, som tidligere omtalt har påvirket B&O's omsætning kraftigt i negativ retning og dermed deres ROIC. Senest i 2011/12 var SPREAD tæt på 0 %, hvilket viser, at udviklingen er begyndt at vende for B&O og deres evne til at tjene penge på den lånte kapital er forbedret. Såfremt den positive udvikling fortsætter og SPREAD bliver positiv for B&O, vil man have mulighed for at tjene flere penge på den lånte kapital såfremt FGEAR er positiv, mere herom nedenfor.

## *FGEAR*

Et centralt nøgletal i finansieringsaktiviteterne er FGEAR, som står for finansiell gearing. Nedenfor ses formelen til beregning af FGEAR:

$$FGEAR = \frac{Gns.netto\ finansielle\ forpligtelser\ (NFF)}{Gns.ordinær\ egenkapital\ (EK)}$$

Nøgletal udtrykker forholdet mellem egenkapital og de finansielle forpligtelser. Det fortæller samtidig, hvor finansielt gearet virksomheden er. B&O har en stor egenkapital og lav fremmedfinansiering, hvilket gør, at deres FGEAR er meget lav. I 2007/08 har B&O den højeste FGEAR, som lyder på 0,24, hvilket er meget lavt. De følgende år falder FGEAR yderligere til 0,06 i 2010/11, hvilket skyldes en blanding af en høj likvid beholdning og en faldende gæld, som påvirker de finansielle forpligtelser til at blive endnu lavere i forhold til egenkapitalen. Den lave FGEAR betyder, at B&O har mulighed for at geare virksomheden mere og dermed tjene flere penge på fremmedkapitalen, såfremt man kan få integreret det i virksomheden på det nuværende setup. Det er dog kun i de år, hvor SPREAD er positiv, hvilket kun er i det første analyseår. En højere gearing vil kun kunne lykkes såfremt omverdenen er klar til at aftage flere produkter end på nuværende tidspunkt.

Vi så ovenfor for SPREAD, at der her var en positiv udvikling, idet den i 2011/12 lå meget tæt på 0. Såfremt denne udvikling kan fortsætte og SPREAD dermed vil blive positiv igen, kan B&O med en svagt stigende FGEAR forsøge at geare virksomheden yderligere. Det er dog ikke kun afhængigt af denne ene faktor, idet der er flere forskellige faktorer, som skal gå op i en højere enhed. Som tidligere omtalt skal blandt andet omverdenen være villige til at aftage flere produkter, idet det ikke giver nogen værdi for virksomheden at optimere deres produktionsudstyr og dermed blive lagerproducerende. Det vil alt andet lige give en højere pengebinding for B&O.

## *MIA*

Det sidste nøgletal for den finansielle side af DuPont-pyramiden er MIA, som bruges for selskaber, der har minoritetsinteresser. Nedenfor ses formelen til beregning af MIA:



$$MIA = \frac{\frac{\text{Totalindkomst}}{\text{totalindkomst før MIN}}}{\frac{Gns. EK}{Gns. EK + Gns. MIN}}$$

Tallet viser i hvor stor grad minoriteterne opnår forretning af deres kapital i forhold til de ordinære aktionærer. Såfremt MIA er større end 1,00 betyder det, at de ordinære aktionærer opnår en højere forrentning af deres kapital. I forhold til B&O kan vi se fra ovenstående tabel, at MIA svinger meget tæt på 1,00 i hele analyseperioden med det største udsving i år 2007/08 og i år 2009/10 i hver sin retning, med henholdsvis 0,94 og 1,06. Vi kan i det første år 2007/08 se, at minoriteterne opnår en højere forrentning end de ordinære aktionærer. Det lille udsving for MIA betyder, at minoriteterne hverken tjener eller taber et væsentligt større afkast end de ordinære aktionærer.

Vi kan i den reformulerede resultatopgørelse se, at minoriteternes andel af resultatet er faldende igennem hele analyseperioden, hvilket primært skyldes den faldende omsætning og dermed faldende resultat. I det seneste regnskabsår ligger MIA på 1,00, hvilket skyldes, at man ingen minoriteter har i regnskabsåret, hvorfor nøgletallet ingen betydning har i dette år.

#### **2.3.3.1.4 Delkonklusion**

Ud fra ovenstående regnskabsanalyse ses det, at driftsaktiviteten har oplevet en nedgang specielt i 2008/09 regnskabet, hvilket hovedsagligt er forårsaget af finanskrisen. Her faldt ROIC fra 7,3 % i 2007/08 til -21,9 % i 2008/09. Årsagen til dette skal findes i både faldet i OG til -13,0 %, og faldet i AOH til 1,69 gange i 2008/09. B&O formåede ikke at få tilpasset omkostningerne til den faldende omsætning, hvilket medvirkede til, at B&O's nøgletal for 2008/09 faldt drastisk. Dog har der siden 2008/09 været fremgang i både ROIC og OG, mens AOH stadig er i en nedadgående kurve.

På baggrund af analysen af finansieringsaktiviteten fik vi belyst, at B&O har en lav finansiell gearing, hvilket primært skyldes den lave fremmedfinansiering. B&O er stort set selvfinansieret ved at have en stor egenkapital. Derudover så vi, at minoriteterne ikke har en større fordel end de ordinære aktionærer, idet nøgletallet MIA ligger forholdsvis tæt på 1 i hele analyseperioden.

## 2.4 Budgettering

Hvordan påvirker den strategiske analyse samt regnskabsanalysen den fremtidige budgettering, og hvilke forudsætninger og antagelser synes herfor at være rimelige?

Den endelige værdiansættelse af B&O tager sit udgangspunkt i budgetteringen af de fremtidige pengestrømme. Det er disse pengestrømme, som definerer den fremtidige værdiskabelse for ejerne og dermed den beregnede kursværdi.

Budgettet tager udgangspunkt i vores ovenfor gennemgåede historiske regnskabsanalyse, samt vores strategiske analyse herunder de fastlagte valuedrivere, som gennemgås nedenfor.

Da en budgettering kræver en stor insiderviden omkring virksomheden og dennes fremtidige planer, vil der ikke blive budgetteret på samtlige poster, jævnfør afgrænsningen. Vores budgettering vil i stedet tage udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse og balance, herunder med fokus på følgende elementer: (Sørensen, 2012, s. 254)

- Omsætningen, herunder stigningen for de enkelte segmenter
- Nettodriftsaktiverne, herunder aktivernes omsætningshastighed
- Overskudsgraden før og efter skat

Vores budgettering vil tage udgangspunkt i en base case, som er udarbejdet på baggrund af de nedennævnte valuedrivere samt den historiske regnskabsanalyse. Derudover vil vi fastlægge et budget som vurderes som værende worst case. Dette budget vil blive udarbejdet med en mere negativ tilgang til fremtiden for B&O. De to resultater vil blive sammenholdt og diskuteret, da vores udarbejdede base case ikke nødvendigvis kan lade sig gøre for B&O, men blot virker mest sandsynlig.

### 2.4.1 Valuedrivere ud fra den strategiske analyse

Opsummeringen af den strategiske analyse er foretaget i afsnit 2.2.3 SWOT-analyse, hvor de vigtigste punkter for B&O's fremtid er skitseret og omtalt. Denne strategiske analyse vil senere hen udgøre en del af grundlaget for budgetteringen gennem opstilling af såkaldte valuedrivere. Nedenfor er opstillet de 5 væsentligste valuedrivere, som vi har valgt at fokusere på i forhold til den strategiske analyse.

- Vækst i Kina
- Lukning af B1 butikker i store dele af Europa
- Succes for B&O PLAY
- Master Dealer i flere lande
- Nedgang i AV segmentet

#### **2.4.1.1 Vækst i Kina**

Som omtalt i den strategiske analyse har B&O indgået et samarbejde med Sparkle Roll omkring markedsføring, salg og indretning af butikker i Kina. Vi vurderer på baggrund af den strategiske analyse, at dette samarbejde kan have positiv indvirkning på B&O's fremtidige indtjening for såvel AV segmentet, men især også for B&O PLAY. Med en positiv forventning til fremtiden for B&O, trods deres udmelding om en nedjustering af det forventede overskud for regnskabsåret 2012/13, vil væksten i Kina positivt påvirke indtjeningen for B&O i fremtiden.

På denne baggrund forudser vi en stigning på cirka 7 % det første år, efterfulgt af en svagere stigning i år 2 og 3 på cirka 5 %, mens der resten af perioden forventes stigninger på 2 % pr. år. Stigningerne vurderes at være på hele B2C segmentet, som omfatter både AV og B&O PLAY.

#### **2.4.1.2 Lukning af B1 butikker**

B&O er i gang med en større proces, hvor der skal lukkes 125 B1 butikker. Dette har ligeledes medført, at man hos B&O er kommet med en nedjustering af årets forventninger til det tidligere udmeldte overskud for selskabet (Bendsen & Mortensen, 2013). Lukningerne skal ses som en del af den proces, B&O er inde i. Man forsøger dermed at optimere virksomheden, ved at skære mindre sunde forretningsområder fra. Det som en del af selskabets strategi, "Leaner, Faster, Stronger".

Denne udvikling har allerede nu haft en negativ påvirkning på aktiekursen, som er faldet kraftigt. Vi vurderer derfor på den baggrund, at lukningerne vil have en fortsat negativ påvirkning de første par år i budgettet. Det med et fald vurderet på 7 % de første 2 år og efterfølgende 3 år et fald på 3 %, mens lukningerne de sidste 5 år ikke vurderes at have nogen effekt.

#### **2.4.1.3 B&O PLAY**

Ud fra den strategiske analyse er vi ligeledes bekendt med, at B&O har planer om at åbne butikker i Kina, som udelukkende vil distribuere B&O PLAY produkterne. Dette sammenholdt med, at forbrugerne i Danmark og det øvrige Europa så småt begynder at få øjnene op for B&O's billigere produkter, vil påvirke indtjeningen for B&O PLAY produkter i en positiv retning. Dette sammenholdt med, at B&O netop har modtaget en hæder for sit produkt, BeoPlay A9, vil alt andet lige påvirke B&O PLAY i en positiv retning.

Vi vurderer, i samspil med ovenstående forventninger omkring væksten i Kina, at B&O PLAY vil fortsætte den positive fremgang og dermed opleve de ovenfor omtalte stigninger under væksten i Kina, samt en stigning på de europæiske markeder, som vil være 3 % stigninger de første 4 år, mens der vurderes at være 1 % stigninger de efterfølgende 6 år.

#### **2.4.1.4 Master Dealer**

I opgaven omtaler vi Master Dealer aftaler til blandt andet Indien, hvor samarbejdspartneren her skal sørge for alt det praktiske på det pågældende marked. I lighed med denne aftale, har B&O forsøgt sig med et samarbejde med Sparkle Roll i Kina, hvor disse ligeledes skal stå for blandt andet markedsføring, indretning af butikker samt selve salget.

I forlængelse heraf ved vi, at B&O forsøger at stable lignende aftaler på benene i de øvrige BRIK lande, samt USA for at få mere ud af det potentiale, der ligger i disse markeder.

Vi vurderer derfor, at fremtiden for B&O set med positive briller, vil give en stigning i salget for hele B2C markedet på 3 % de første 3 år, mens der må forventes en lavere fremgang de efterfølgende 7 år på 1 %.

#### **2.4.1.5 AV Segmentet**

Omsætningen for AV segmentet er de senere år faldet stødt, senest med et fald fra 2.135 mio. DKK i 2010/11 til 2.043 mio. DKK i 2011/12, hvilket er et fald på cirka 4 %. Vi læste ligeledes ovenfor, at B&O's ledelse forventer nedgang i omsætningen for regnskabsåret 2012/13, herunder især AV

segmentet som ikke har præsteret som forventet. I vores analyse af produkterne i forhold til hinanden i BCG-modellen vurderer vi, at AV segmentet fortsat udgør en vigtig brik i B&O, hvorfor vi ligeledes placerer AV segmentet som en *Star*. Det er ligeledes understøttet af, at AV segmentet fortsat bidrager med den største del af omsætningen for B&O. På denne baggrund har vi budgetteret med nulvækst i hele perioden.

#### 2.4.1.6 Delkonklusion

Ovenstående 5 valuedrivere er nedenfor skitseret i en model, hvoraf det ses, hvilken vækststigning der samlet set forventes indenfor AV-segmentet samt B&O PLAY segmentet. Ud fra den strategiske analyse er det ydermere vurderet, at Automotive og ICEpower segmentet ikke ændrer sig i forhold til de tidligere år, hvorfor der er budgetteret med en vækst på 0 % på disse markeder.

| Vækst i Kina           | År | 1        | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       | Bemærkninger  |
|------------------------|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|
| <b>AV</b>              |    | 7        | 5        | 5        | 2        | 2        | 2        | 2        | 2        | 2        | 2        | KINA          |
| <b>B&amp;O PLAY</b>    |    | 7        | 5        | 5        | 2        | 2        | 2        | 2        | 2        | 2        | 2        | KINA          |
|                        |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| Lukning af B1 Butikker |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| <b>AV</b>              |    | -7       | -7       | -3       | -3       | -3       | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | EU            |
| <b>B&amp;O PLAY</b>    |    | -7       | -7       | -3       | -3       | -3       | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | EU            |
|                        |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| B&O-PLAY               |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| <b>AV</b>              |    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | N/A           |
| <b>B&amp;O PLAY</b>    |    | 3        | 3        | 3        | 3        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | DK og EU      |
|                        |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| Master Dealers         |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| <b>AV</b>              |    | 3        | 3        | 3        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | Nye markeder  |
| <b>B&amp;O PLAY</b>    |    | 3        | 3        | 3        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | 1        | Nye markeder  |
|                        |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| AV-Segmentet           |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| <b>AV</b>              |    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | EU se ovenfor |
| <b>B&amp;O PLAY</b>    |    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | N/A           |
|                        |    |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |               |
| I alt AV               |    | <b>3</b> | <b>1</b> | <b>5</b> | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>3</b> | <b>3</b> | <b>3</b> | <b>3</b> | <b>3</b> |               |
| I alt B&O PLAY         |    | <b>6</b> | <b>4</b> | <b>8</b> | <b>3</b> | <b>1</b> | <b>4</b> | <b>4</b> | <b>4</b> | <b>4</b> | <b>4</b> |               |

FIGUR 44 VALUEDRIVERE UD FRA DEN STRATEGISKE ANALYSE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

### 2.4.1 Budgetperiode

I forbindelse med fastlæggelse af budgettet for B&O, skal vi også have valgt en budgetperiode. Denne skal være retvisende for billedet af de fremtidige pengestrømme, samt være overskuelig. Ifølge flere eksperter kan man i og for sig budgettere med de fremtidige pengestrømme i al uendelighed. Det er dog ikke praktisk muligt, hvorfor budgetperioden mindskes og samtidig holdes til det mere sandsynlige samt overskuelige. Selve budgetperioden skal løbe fra det førstekommende regnskabsår til det regnskabsår, hvor det ikke længere er meningsfuldt at fortsætte med forecasts, idet man oplever konstante vækstrater. (Sørensen, 2012, s. 250) Det er her terminalperioden indtræder. Mere præcist skal terminalperioden indtræde, når følgende betingelser vurderes at være opfyldt:

1. Væksten i salget falder til en konstant vækstrate
2. Overskudsgraden forbliver konstant
3. Omsætningshastigheden, herunder aktivernes omsætningshastighed forbliver konstant
4. FGEAR forbliver konstant

Selve budgetteringen er en svær proces at være igennem, ligesom det er en svær opgave at forudsige, hvornår ovenfor nævnte forudsætninger er opfyldt. Perioden afhænger ligeledes af, hvor megen information der er stillet til rådighed, samt hvor megen information man har kunnet tilegne sig i forhold til de fremtidige aspekter.

Man kan kort skitsere to yderpunkter i forhold budgetperiodens længde. Såfremt virksomheden befinder sig i en moden branche med stabile produktteknologiske forhold og fornuftige efterspørgselsforhold samt et veletableret produkt, vil en lang budgetperiode være unødvendig. Man vil i denne situation kunne tale for en kort budgetperiode, og derfor hurtigt gå ind i terminalperioden, hvis de finansielle valuedrivere er på et konstant niveau. Som et modsvarende eksempel vil en virksomhed i en relativ ny branche med svingende vækstrater have behov for en længere budgetperiode, hvorfor der naturligt går flere år førend terminalperioden indtræder. (Sørensen, 2012, s. 250-252)

Vi vurderer B&O til at befinde sig på et delvist modent marked, idet man har veletablerede produkter, men svære efterspørgselsforhold samt nogenlunde stabile produktteknologiske forhold. Ligeledes har de seneste års krisetider for B&O medvirket til, at budgetteringen bliver mere usikker. Der har ikke tidligere været faste stigninger, som kan karakteriseres som værende konstante, ligesom salget har været svagt stigende siden det store kriseår i 2008/09.

På den baggrund vurderer vi, at en budgetperiode på 9 år vil være hensigtsmæssig for B&O, for derefter at komme ind i terminalperioden. De samlede 10 år i budgettet vurderes at være retvisende for B&O, idet man som oftest ser et fremtidigt budget på 10 år, hvor vores 10'ende år blot vil være terminalperioden.

## 2.4.2 Budgettering af base case

### 2.4.2.1 Omsætning

Som vi så i den historiske regnskabsanalyse, samt i vores reformulerede resultatopgørelse har B&O haft svært ved at nå de samme højder for nettoomsætningen, som i 2007/08. Det skyldes primært den finansielle krise, som tidligere omtalt har sat en brat stopper for efterspørgslen på især luksusprodukter.

På baggrund af vores tidligere omtalte valuedrivere, som blev fastlagt ud fra den strategiske analyse, ser vores budgettering af omsætningen således ud.

|                     | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-Periode |
|---------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År                  | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| <b>AV Segment</b>   | 2.104         | 2.125   | 2.232   | 2.232   | 2.232   | 2.299   | 2.368   | 2.439   | 2.512   | 2.587     |
| <b>B&amp;O PLAY</b> | 401           | 417     | 450     | 464     | 468     | 487     | 506     | 527     | 548     | 570       |
| <b>Automotive</b>   | 454           | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454       |
| <b>ICEpower</b>     | 115           | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115       |

FIGUR 45 OMSÆTNING BASE CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Som det ses har vi ikke vurderet på stigninger for B2B markedet, idet ICEpower udgør en lille del af omsætningen med cirka 5 % i 2011/12 samt det faktum, at Automotive stort set har været uændret

fra 2010/11 til 2011/12. Af samme årsag vurderes omsætningen for disse forretningsområder at være uændret.

Omsætningen for AV segmentet er et usikkert element, idet der de seneste år har været nedgang i salget i den traditionelle del af B&O. Som omtalt i den strategiske analyse har B&O iværksat flere tiltag i forsøg på at stabilisere salget af segmentet. I den forbindelse har vi vurderet ovenstående udvikling for AV segmentet som værende sandsynligt.

B&O PLAY derimod er et nyt segment for B&O, hvorfor der er store forventninger til denne produktgruppe. Vi så ovenfor, at omsætningen for B&O PLAY steg med cirka 150 % fra 2010/11 til 2011/12. Derudover så vi i den strategiske analyse, at B&O forsøger med forskellige muligheder, som skal skabe yderligere vækst i dette forretningsområde. Ovenstående udvikling er derfor vurderet sandsynlig, muligvis med en lidt tilbageholdende indgangsvinkel.

#### 2.4.2.2 Overskudsgraden

Overskudsgraden er ligeledes svær at estimere for en ekstern analytiker, da man ikke besidder den insiderviden, som en intern analytiker gør. Derfor vil denne estimering bære præg af et skøn ud fra den historiske regnskabsanalyse. Her så vi, at overskudsgraden var svingende fra 2007/08 til 2011/12, hvorfor dette også forventes i budgetperioden. Nedenfor ses de estimerede overskudsgrader fra 2012/13 til 2021/22.

|                                 | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|---------------------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År                              | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| <b>Overskudsgrad før skat</b>   | 3,0 %         | 3,0 %   | 3,0 %   | 5,0 %   | 5,0 %   | 5,0 %   | 7,0 %   | 7,0 %   | 7,0 %   | 6,0 %     |
| <b>Skattesats</b>               | 25 %          | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %      |
| <b>Overskudsgrad efter skat</b> | 2,3 %         | 2,3 %   | 2,3 %   | 3,8 %   | 3,8 %   | 3,8 %   | 5,3 %   | 5,3 %   | 5,3 %   | 4,5 %     |

FIGUR 46 OVERSKUDSGRADEN (EGEN TILVIRKNING, 2013)



### 2.4.2.3 Selskabsskatten

Fra 2007/08 til 2011/12 har selskabsskatten i alle årene været på 25 %. Dette forventes den også at være i hele budgetperioden, hvorfor der budgetteres med en skatteprocent på 25 %. Dog kan der være permanente differencer og forskelle i beskatning af udenlandske selskaber, hvorfor det kan medvirke til, at den effektive skatteprocent ændrer sig, men det antages dog, at dette ikke er tilfældet.

### 2.4.2.4 Nettodrifsaktiver

For at budgettere nettodrifsaktiverne skal vi anvende de historiske data, som vi fandt frem til under regnskabsanalysen. Følgende formel viser forholdet mellem aktivernes omsætningshastighed, omsætningen og nettodrifsaktiverne.

$$NDA = \frac{1}{AOH} \times \text{omsætning}$$

Den positive omsætning der ovenfor er budgetteret, vil have en positiv indvirkning på AOH, hvorfor den inverse omsætningshastighed ( $1/AOH$ ) vil falde på dette grundlag. Investeringerne i materielle anlægsaktiver har stor indflydelse på beregningen af nettodrifsaktiver, hvorfor den inverse omsætningshastighed vil stige.

Nedenfor ses den budgetterede inverse omsætningshastighed, omsætning samt NDA

| År                | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|-------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
|                   | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| AOH               | 1,75          | 1,75    | 1,75    | 1,75    | 2,00    | 2,00    | 2,00    | 2,50    | 2,50    | 2,50      |
| 1/AOH             | 0,57          | 0,57    | 0,57    | 0,57    | 0,50    | 0,50    | 0,50    | 0,40    | 0,40    | 0,40      |
| Omsætning         | 3.091         | 3.128   | 3.268   | 3.281   | 3.286   | 3.371   | 3.460   | 3.551   | 3.645   | 3.743     |
| Nettodrifsaktiver | 1.766         | 1.787   | 1.867   | 1.875   | 1.643   | 1.686   | 1.730   | 1.420   | 1.458   | 1.497     |
| Ændring i NDA     | -124          | 21      | 80      | 8       | -232    | 43      | 44      | -309    | 38      | 77        |

FIGUR 47 NETTODRIFSAKTIVER (EGEN TILVIRKNING, 2013)

I rentabilitetsanalysen er et gennemsnit for AOH beregnet på nettodrifsaktiverne på 1,80. Gennemsnittet er væsentligt påvirket af faldet i AOH i 2008/09, hvor omsætningshastigheden faldt fra 2,23 til 1,69. Dette kan tilskrives finanskrisens påvirkning på nettoomsætningen, hvilket medfører en

effekt på omsætningshastigheden. Før finanskrisen lå AOH på 2,23, hvilket virker sandsynligt at nå igen, såfremt koncernen udnytter nettokernedriftsaktiverne bedre. Derfor har vi budgetteret med AOH på 1,75 gange i 2012/13 til 2015/16, hvorefter den i 2016/17 stiger til 2,00 gange for til sidst at udgøre 2,5 gange i 2019/20, 2020/21 samt i terminalperioden.

#### 2.4.2.5 Beregning af DO efter skat

Nedenfor er opstillet driftsoverskuddet efter skat, som er beregnet ud fra den estimerede omsætning samt den estimerede overskudsgrad efter skat.

|               | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|---------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År            | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| Omsætning     | 3.091         | 3.128   | 3.268   | 3.281   | 3.286   | 3.371   | 3.460   | 3.551   | 3.645   | 3.743     |
| OG efter skat | 2,3 %         | 2,3 %   | 2,3 %   | 3,8 %   | 3,8 %   | 3,8 %   | 5,3 %   | 5,3 %   | 5,3 %   | 4,5 %     |
| DO efter skat | 70            | 70      | 74      | 123     | 123     | 126     | 182     | 186     | 191     | 168       |

FIGUR 48 DRIFTSOVERSKUD (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Som vi kan se ud fra ovenstående tabel vil driftsoverskuddet svagt stige i takt med, at både omsætningen og overskudsgraden efter skat stiger.

#### 2.4.2.6 Estimering af det frie cash flow

Da driftsoverskuddet efter skat samt ændringen i NDA nu er estimeret, kan det frie cash flow opstilles jævnfør nedenfor:

|                 | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|-----------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År              | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| DO efter skat   | 70            | 70      | 74      | 123     | 123     | 126     | 182     | 186     | 191     | 168       |
| Ændringen i NDA | -124          | 21      | 80      | 8       | -232    | 43      | 44      | -309    | 38      | 77        |
| FCFF            | 194           | 49      | -6      | 115     | 355     | 84      | 137     | 496     | 154     | 92        |

FIGUR 49 DET FRIE CASH FLOW (EGEN TILVIRKNING, 2013)

### 2.4.3 Budgettering af worst case scenario

Som ovenfor beskrevet vil vi i forlængelse af vores base case, udarbejde et worst case scenario for at klarlægge, hvor galt det kan gå for B&O og deres aktionærer, såfremt vores base case viser sig for uoverskuelig. Nedenfor har vi skitseret de samme vigtige finansielle valuedrivere som i vores base case.

#### 2.4.3.1 Omsætning

På baggrund af de tidligere gennemgåede valuedrivere er forventninger til den fremtidige omsætning for B&O nedjusteret. Det skyldes primært, at især AV segmentet har været et tvivlsomt forretningsområde for B&O. I den anledning har vi i de første 4 år budgetteret med en nedgang på 1 % pr. år, for derefter at have en uændret ændring i de sidste 6 år. For B&O PLAY har vi ligeledes nedsat fremgangen til et lavere niveau, hvilket muligvis er for lavt budgetteret set i forhold til de seneste års stigninger. Den lavere stigning er blot et udtryk for en mere pessimistisk tilgang til fremtiden. Derudover er det svært at forudse fremtiden for netop B&O PLAY, da man ikke kan bruge de historiske data til vurderingen, idet B&O PLAY er et forholdsvis nyt segment for B&O.

For B2B segmentet har vi ligesom for base case ikke ændret på forudsætningerne for udviklingen af omsætningen, og vil derfor kun se en uændret udvikling.

|            | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År         | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| AV Segment | 2023          | 2002    | 1982    | 1963    | 1963    | 1963    | 1963    | 1963    | 1963    | 1963      |
| B&O PLAY   | 384           | 389     | 395     | 401     | 407     | 415     | 424     | 432     | 441     | 450       |
| Automotive | 454           | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454     | 454       |
| ICEpower   | 115           | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115     | 115       |

FIGUR 50 OMSÆTNING WORST CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Når vi sammenholder med vores base case scenario kan vi se, at vi samlet har en budgetteret omsætning for terminalperioden, som ligger 744 DKK lavere.

### 2.4.3.2 Overskudsgraden

I lighed med budgetteringen for base case er overskudsgraden fortsat et svært tal at estimere. Vores værdiansættelse af tallet er derfor udarbejdet på baggrund af vores base case med en mere pessimistisk tilgang til fremtiden for B&O. Nedenfor ses de estimerede overskudsgrader for worst case scenario.

| År                       | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|--------------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
|                          | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22   |
| Overskudsgrad før skat   | 2,0 %         | 2,0 %   | 2,0 %   | 3,0 %   | 3,0 %   | 3,0 %   | 3,5 %   | 3,5 %   | 3,5 %   | 3,0 %     |
| Skattesats               | 25 %          | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %    | 25 %      |
| Overskudsgrad efter skat | 1,5 %         | 1,5 %   | 1,5 %   | 2,3 %   | 2,3 %   | 2,3 %   | 2,6 %   | 2,6 %   | 2,6 %   | 2,3 %     |

FIGUR 51 OVERSKUDSGRADEN WORST CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Ovenstående tabel viser, at vi fastsætter vores overskudsgrad før skat på 2 % de første tre år, hvilket er en procent lavere end vores base case. Derudover er der budgetteret med en mindre stigning i vores overskudsgrad før skat i de resterende budgetår. Denne nedjustering skyldes primært, at man i B&O har oplevet store usikkerheder for AV segmentet, som trods dens nedgang, stadig udgør størstedelen af deres omsætning. Det er derfor meget usikkert om en højere overskudsgrad kan vurderes som værende for urealistisk for B&O.

Det giver naturligt nok en lavere overskudsgrad efter skat, ligesom vi så i vores beregning under base case scenario.

### 2.4.3.3 Selskabsskatten

I vores beregninger for worst case scenario budgetterer vi ligeledes med 25 % som selskabsskatten, da der ikke bør være ændringer for denne faktor.

### 2.4.3.4 Nettodriftsaktiver

Vi vurderer ligesom de ovenstående nøgletal, at AOH er lavere end vores base case scenario. Baggrunden herfor skyldes primært, at der i gennemsnit for de analyserede regnskabsår var en AOH på 1,80. Vi vurderer i forhold til worst case, at aktivernes omsætningshastighed vil falde og dermed

omsættes færre gange. Det skyldes primært, at omsætningen falder og B&O ikke formår at udnytte deres nettodriftsaktiver, som er muligt.

Vi kan derudover se, at de lavere ændringer i NDA vil påvirke det frie cash flow positivt, hvilket skitseres nedenfor.

|                    | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|--------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År                 | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |           |
| AOH                | 1,25          | 1,25    | 1,25    | 1,25    | 1,75    | 1,75    | 1,75    | 2,00    | 2,00    | 2,00    |           |
| 1/AOH              | 0,80          | 0,80    | 0,80    | 0,80    | 0,57    | 0,57    | 0,57    | 0,50    | 0,50    | 0,50    |           |
| Omsætning          | 2.975         | 2.961   | 2.947   | 2.933   | 2.939   | 2.947   | 2.955   | 2.964   | 2.972   | 2.981   |           |
| Nettodriftsaktiver | 2.380         | 2.369   | 2.357   | 2.346   | 1.679   | 1.684   | 1.689   | 1.482   | 1.486   | 1.491   |           |
| Ændring i NDA      | -124          | -12     | -11     | -11     | -667    | 5       | 5       | -207    | 4       | 9       |           |

FIGUR 52 NETTODRIFTSAKTIVER WORST CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

#### 2.4.3.5 Beregning af DO efter skat

Idet vores omsætning er budgetteret lavere, samt vores overskudsgrad er vurderet lavere i forhold til vores base case scenario, vil det beregnede driftsoverskud naturligt falde. Driftsoverskuddet vil i gennemsnit være 68 DKK lavere end vores base case scenario.

|               | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |         |         | T-periode |
|---------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| År            | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 | 2021/22 |           |
| Omsætning     | 2.975         | 2.961   | 2.947   | 2.933   | 2.939   | 2.947   | 2.955   | 2.964   | 2.972   | 2.981   |           |
| OG efter skat | 1,5 %         | 1,5 %   | 1,5 %   | 2,3 %   | 2,3 %   | 2,3 %   | 2,6 %   | 2,6 %   | 2,6 %   | 2,3 %   |           |
| DO efter skat | 45            | 44      | 44      | 66      | 66      | 66      | 78      | 78      | 78      | 67      |           |

FIGUR 53 DRIFTSOVERSKUD WORST CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

#### 2.4.3.6 Estimering af det frie cash flow

Det frie cash flow vil ligeledes falde i takt med en lavere omsætning, og dermed et lavere driftsoverskud efter skat. Derudover vil lavere nettodriftsaktiver medvirke til en lavere ændring i NDA, hvilket bidrager positivt til det frie cash flow. På baggrund af nedenstående beregning af det frie cash flow kan vi beregne aktieværdien for B&O, set ud fra worst case scenario.

|                 | Budgetperiode |            |            |            |             |          |          |             |          | T-periode |
|-----------------|---------------|------------|------------|------------|-------------|----------|----------|-------------|----------|-----------|
| År              | 2012/13       | 2013/14    | 2014/15    | 2015/16    | 2016/17     | 2017/18  | 2018/19  | 2019/20     | 2020/21  | 2021/22   |
| DO efter skat   | 45            | 44         | 44         | 66         | 66          | 66       | 78       | 78          | 78       | 67        |
| Ændringen i NDA | <u>-124</u>   | <u>-12</u> | <u>-11</u> | <u>-11</u> | <u>-667</u> | <u>5</u> | <u>5</u> | <u>-207</u> | <u>4</u> | <u>9</u>  |
| FCFF            | 169           | 56         | 56         | 77         | 733         | 62       | 73       | 285         | 74       | 58        |

FIGUR 54 DET FRIE CASH FLOW WORST CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

#### 2.4.4 Delkonklusion budgettering

Vi har i forbindelse med fastlæggelsen af budgetperioden konstateret, at B&O befinder sig på et delvist modent marked, idet man har veletablerede produkter, men svære efterspørgselsforhold samt nogenlunde stabile produktteknologiske forhold. Vi har i vores analyse fastlagt en budgetperiode på 9 år, for derefter at komme ind i terminalperioden.

Budgettering fandt B&O's fremtidige vækstrater for salget ud fra antagelser om salgsvæksten for hvert af B&O's hovedsegmenter i de kommende 10 år og en fast vækstrate for al fremtid efter 10 år. Vi har i salgsvæksten budgetteret med, at AV segmentet vil stige 0-5 % fra 2012/13 til 2021/22. B&O PLAY derimod har indregnet en lidt større omsætningsvækst i budgettet, da der er meget tiltro til dette forretningsområde.

Vi har i ovenstående analyse taget udgangspunkt i en base case, som er udarbejdet på baggrund af tidligere omtalte valuedrivere samt den historiske regnskabsanalyse. Derudover opstillede vi ligeledes et scenarie som værende worst case.

## 2.5 Værdiansættelse

Hvad bør aktiekursen være ud fra Discounted Cash Flow modellen?

Da de grundlæggende informationer ud fra den strategiske analyse samt regnskabsanalysen nu er analyseret skal opgavens hovedformål nu analyseres. Modellen til at værdiansætte B&O er DCF-modellen. Det er en indkomstbaseret værdiansættelsesmodel, hvor værdien af en virksomhed opgøres som den tilbagediskonterede værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme, der kan henføres til det pågældende værdiansættelsesobjekt. Man går altså ind og estimerer værdien af selve virksomheden, hvorefter man fratrækker markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser. Det vil sige, at vi har valgt at anvende den indirekte metode, hvor det er aktionærværdien der beregnes, og ikke den direkte metode, hvor det er egenkapitalværdien der beregnes.

Nedenfor ses ligningen: (Sørensen, 2012, s. 38)

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T} - V^{NNF}$$

Ud fra ligningen ses det, at man først lægger budgetperiodens estimat sammen med terminalperiodens estimat, hvorefter man fratrækker de nettofinansielle forpligtelser, som ovenfor nævnt.

### 2.5.1 Kapitalomkostninger

For at kunne værdiansætte B&O skal virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger(WACC) beregnes. WACC'en er specielt vigtig for estimeringen af virksomhedsværdien, da den bruges som diskonteringsrente af den fremtidige værdiskabelse. Nedenfor ses ligningen for WACC og elementerne i den: (Sørensen, 2012, s. 46-47)

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

Hvor:

$r_{WACC}$  = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

$V_0^E$  = markedsværdi af egenkapitalen

$V_0^{NFF}$  = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

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

$r_e$  = ejernes afkastkrav

$r_g$  = finansielle omkostninger efter skat

Ud fra formelen kan det ses, at afkastkravet for at investere i virksomhedens driftsaktivitet er et vægtet gennemsnit af ejernes og långivernes afkastkrav. Nedenfor vil disse elementer og de underliggende elementer hertil blive gennemgået.

#### 2.5.1.1 Ejernes afkastkrav

$r_e$  indgår som bekendt i beregningen af WACC. Dette er ejernes afkastkrav, som er det afkast, som aktionærene kræver, da det svarer til ejernes afkastkrav ved en alternativ investering til samme risiko. Denne værdi består også af flere variabler, hvorfor man også anvender en model til beregningen af denne. Her benytter man Capital Asset Pricing, CAPM, som tager udgangspunkt i aktiens risiko og dennes følsomhed over for markedet. Nedenfor ses ligningen til beregning af CAPM: (Sørensen, 2012, s. 43-44)

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

Hvor:

$r_e$  = ejernes afkastkrav

$r_f$  = risikofri rente

$\beta$  = Beta (systematisk risiko)

$r_m$  = forventet afkast ved investering i markedsportefølje

$r_m - r_f$  = markedets risikopræmie



Som det ses i ligningen, er det forventede afkast på en aktie lig med det risikofri afkast plus en risikopræmie, der er proportional med aktiens betaværdi. Nedenfor gennemgås de enkelte elementer til beregningen af ejernes afkastkrav.

#### *Den risikofrie rente*

I praksis anvendes den effektive rente for den toneangivende ti-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente. Nedenfor ses den effektive rente for de seneste fem år.

| År    | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Rente | 4,3 % | 3,6 % | 2,9 % | 2,7 % | 1,5 % |

FIGUR 55 DEN EFFEKTIVE RENTE FOR TIÅRIG STATSOBLIGATION (STATISTIKBANKEN, 2013)

Som det kan ses, er den effektive rente faldet fra 2008 til 2012, og i 2012 var denne på 1,5 %. Pr. 19. marts 2013 var denne rente på 1,57 %, hvorfor denne anvendes som den risikofrie rente i beregningen af ejernes afkastkrav. (Ritzau Finans, 2013) Hermed matches varigheden på det risikofrie papir med varigheden på aktiemarkedet og varigheden på den typiske længde af budgetperioden. (Sørensen, 2012, s. 44)

#### *Risikopræmie*

Markedsrisikopræmien er defineret som forskellen mellem afkastkravet og den risikofrie rente. Den udtrykker, hvor stort tillæg investorerne kræver for at investere i aktier fremfor at investere i den risikofrie rente. Til estimering af risikopræmien kan man anvende 3 metoder.

Den første er, hvor man foretager en undersøgelse af, hvad investorernes skøn er af risikopræmien, og så anvender man gennemsnittet af disse til at estimere risikopræmien. I en undersøgelse fra 2011 svarede respondenterne, at de anvender en risikopræmie på 5,4 % på det danske aktiemarked.

Den anden metode er, hvor man estimerer risikopræmien ud fra historiske data, hvor man antager, at den forventede risikopræmie er lig den historiske risikopræmie.

Den tredje metode er, hvor man beregner risikopræmien ud fra de nuværende aktiekurser ved hjælp af en model. (Sørensen, 2012, s. 44)

Ud fra ovenstående har vi valgt at tage udgangspunkt i den første metode, hvor vi benytter investorernes skøn over risikopræmien. Derfor anvender vi en risikopræmie på 5,4 %. Dette ligger også indenfor intervallet for tommelfingerreglen, hvor man siger, at risikopræmien bør ligge mellem 4-6 %. (Sørensen, 2012, s. 45)

### Beta

Betaværdien er et mål for afkastet på den enkelte aktie sammenholdt med afkastet på hele aktiemarkedet. Derved måler beta den systematiske risiko, der er mellem markedet og den enkelte aktie i samspil med risikopræmien. Jo højere betaværdi, jo højere risiko. Beta er derfor et relativt risikomål, og nedenfor vises sammenhængen mellem størrelsen på beta, og hvor risikobetonet aktien er.

|                 |                                                      |
|-----------------|------------------------------------------------------|
| $\beta = 0$     | Risikofri investering (statsobligation)              |
| $0 < \beta < 1$ | Investering med mindre risiko end markedsporteføljen |
| $\beta = 1$     | Risiko som markedsporteføljen                        |
| $\beta > 1$     | Investering med større risiko end markedsporteføljen |

FIGUR 56 BETAVÆRDIENS RISIKO (SØRENSEN, 2012)

Betaværdien kan estimeres ud fra et historisk udgangspunkt, samt ud fra en common sense-metode, hvor der sker en kvalitativ vurdering af virksomhedens samlede risiko, der konverteres til et beta-estimat. Den sidste metode er ud fra fundamentale faktorer, hvor man kan opbygge en forudsigelsesmodel (regressionsmodel) over en fundamental betaværdi.

Som det ses i afgrænsningen, har vi valgt at afgrænse os fra selv at beregne betaværdien ud fra fundamentale faktorer, og derfor har vi valgt at gøre brug af aktieanalyzers synspunkter. Til at estimere B&O's betaværdi er der derfor taget udgangspunkt i eksterne analyser, hvor betaværdien for B&O er beregnet til mellem 1,24 -1,4, hvorfor vi har valgt at benytte en betaværdi på 1,3. (Thomson Reuters, 2013) Da betaværdien er på 1,3, kan vi dermed udlede, at investeringen er med større risiko end markedsporteføljen, jævnfør ovenstående skema.

### *Beregning af ejernes afkastkrav*

På baggrund af ovenstående informationer omkring den risikofrie rente, risikopræmien og betaværdien kan ejernes afkastkrav nu beregnes ud fra den ovenfor angivne formel:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$
$$r_e = 1,57\% + 1,3 \times 5,4\% = 8,59\%$$

Ejernes afkastkrav er beregnet til 8,59 %, og derved mangler vi nu at beregne gældsrenten samt estimere kapitalstrukturen, for at kunne beregne diskonteringsfaktoren WACC.

### **2.5.1.2 Långivernes afkastkrav**

De finansielle forpligtelsers afkastkrav angiver långivernes afkastkrav og bør baseres på den løbende markedsrente, hvilket betyder den rente, som virksomheden kan låne til i dag. Nedenfor ses ligningen til beregning af gældsrenten:

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

Hvor:

$$r_f = \text{risikofri rente} = 1,57\%$$

$$r_s = \text{selskabsspecifikt risikotillæg}$$

$$t = \text{selskabsskatteprocent}$$

Det selskabsspecifikke risikotillæg kender vi ikke, og derfor har vi blot estimeret dette til 3 % ud fra det synspunkt, at B&O måske ikke er ligeså kapitalstærke som andre konkurrenter på markedet. Derudover er selskabsskatteprocenten på 25 %. Herefter kan gældsrente beregnes som følgende:

$$r_s = (1,57\% + 3\%)(1 - 25\%) = 3,43\%$$

### **2.5.1.3 Kapitalstruktur**

Kapitalstrukturen viser forholdet mellem gæld og egenkapital i en virksomhed. Til at estimere kapitalstrukturen bør man anvende markedsværdien, men da denne forudsættes at være ukendt, hvilket er hele formålet med værdiansættelsen, kan dette imidlertid lede til et problem. Måden,

hvorpå man kan estimere kapitalstrukturen, er ved at skønne over en langsigtet kapitalstruktur for virksomheden. Derfor har vi også valgt at benytte denne metode, hvor vi, jævnfør nedenstående skema, har beregnet kapitalstrukturen for de 5 seneste regnskabsår, og derudfra vurderet, hvordan kapitalstrukturen er sammensat fremover.

| År                 | 2007/08 | 2008/09 | 2009/10 | 2010/11 | 2011/12 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Egenkapital</b> | 81 %    | 92 %    | 94 %    | 94 %    | 86 %    |
| <b>NFF</b>         | 19 %    | 8 %     | 6 %     | 6 %     | 14 %    |

FIGUR 57 HISTORISK KAPITALSTRUKTUR 2007/08 TIL 2011/2012

Historisk set har kapitalstrukturen svinget mellem 80/20 til 95/5 i egenkapitalens favør. Kapitalstrukturen 95/5 mener vi er for højt fremadrettet, da det vil kræve en større kapital at finansiere den fremtidige vækst. Derfor har vi valgt at anvende en kapitalstruktur på 85/15 i egenkapitalens favør, da vi mener, at denne fordeling er mere realistisk.

#### 2.5.1.4 Beregning af WACC

Da vi har estimeret de forskellige variabler, kan vi beregne de gennemsnitlige kapitalomkostninger ved at indsætte variablerne i ligningen.

$$WACC = (0,85 * 8,59\%) + (0,15 * 3,43\%) = 7,82\%$$

Værdien af WACC'en estimeres til 7,82 %, som udtrykker det minimum afkast, som B&O skal opnå for, at en investor ser selskabet, som en attraktiv investering. 7,82 % vil blive anvendt som tilbagediskonteringsfaktor i værdiansættelsen.

## 2.5.2 Værdiansættelsen af base case

Ud fra ovenstående oplysninger kan værdiansættelsen af B&O nu gennemføres. Dette er gjort i nedenstående regneark, hvor diskonteringsfaktoren er WACC på 7,82 %.

| Værdiansættelse af B&O          |               |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
|---------------------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
|                                 | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |           | T-periode |
| År                              | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/2021 | 2021/22   |
| DO efter skat                   | 70            | 70      | 74      | 123     | 123     | 126     | 182     | 186     | 191       | 168       |
| Ændringen i NDA                 | -124          | 21      | 80      | 8       | -232    | 43      | 44      | -309    | 38        | 77        |
| FCFF                            | 194           | 49      | -6      | 115     | 355     | 84      | 137     | 496     | 154       | 92        |
| Diskonteringsfaktor             | 1,08          | 1,16    | 1,25    | 1,35    | 1,46    | 1,57    | 1,69    | 1,83    | 1,97      |           |
| NV FCFF                         | 179,51        | 42,32   | -4,99   | 85,34   | 243,81  | 53,21   | 81,13   | 271,53  | 78,05     |           |
| Terminalværdi                   |               |         |         |         |         |         |         |         |           | 1905,13   |
| NV FCFF                         | 1.029,90      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| NV TV                           | 967,45        |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Virksomhedsværdi                | 1.997,36      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Netto finansielle forpligtelser | -263,24       |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Aktionærværdi                   | 1.734,12      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Antal aktier                    | 36.244.014    |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Værdi pr. aktie i DKK           | 47,85         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |

FIGUR 58 VÆRDIANSÆTTELSE AF B&O BASE CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Værdiansættelsen giver en værdi pr. aktie på 47,85 DKK, hvilket er cirka 8 % under markedsværdien på 52,00 DKK pr. 31. marts 2013.

Det vil sige, at markedet har overestimeret B&O i forhold til vores estimer. Årsagen til forskellen mellem markedsværdien og den estimerede værdi kan være mange. En af årsagerne kan være, at investorerne spår en lysere fremtid for B&O, end vi har gjort i vores estimat. Derudover har B&O gennemgået en uheldig udvikling i 2013, hvor B&O sidst den 22. marts 2013 nedjusterede deres forventninger til 2012/13, hvor forventningerne til omsætningen blev nedjusteret fra 3.008 mio. DKK til i nærheden af 2.800-2.900 mio. DKK og derudover blev det forventede EBIT vendt fra positivt til et minus i nærheden af 150-200 mio. DKK. Som det fremgår afviger både omsætning og EBIT fra de oprindelige forventninger, hvilket giver mistillid til selskabets målsætninger fremadrettet. Dog er der stadig en vis tillid fra investorerne til CEO Tue Mantoni, som også er kommet med mange nye initiativer efter sin tiltræden den 1. marts 2011.

Den ene dårlige nyhed efter den anden, der omhandlede, at de finansielle målsætninger ikke kunne realiseres, skabte dermed en stor usikkerhed omkring aktien, der styrtdykkede i forbindelse med ovennævnte nedjustering. Aktien faldt med 14,8 % til 52,00 DKK ved udgangen af marts 2013. Mistilliden er ikke helt ubegrundet, da B&O flere gange ikke har overholdt de lovede forventninger gennem årene.

Derudover kan uoverensstemmelsen mellem markedsværdien og den estimerede værdi også skyldes de estimerede forudsætninger omkring den fremtidige udvikling, som jo er forskellige fra individ til individ. Derudover må det siges næsten at være en umulig opgave at estimere fremtiden for B&O, som ekstern analytiker. Desuden også for de interne analytikere, da fremtiden for B&O er så usikker, som den er.

### 2.5.3 Værdiansættelse af worst case scenario

Sammenholdt med tidligere værdiansættelse af B&O ud fra base case, laves der nu en analyse ud fra worst case scenariet. Worst case scenariet er opstillet nedenfor, hvor der stadig er brugt en diskonteringsfaktor WACC på 7,82 %.

| Værdiansættelse af B&O          |                 |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
|---------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
|                                 | Budgetperiode   |         |         |         |         |         |         |         |           | T-periode |
| År                              | 2012/13         | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/2021 | 2021/22   |
| DO efter skat                   | 45              | 44      | 44      | 66      | 66      | 66      | 78      | 78      | 78        | 67        |
| Ændringen i NDA                 | -124            | -12     | -11     | -11     | -667    | 5       | 5       | -207    | 4         | 9         |
| FCFF                            | 169             | 56      | 56      | 77      | 733     | 62      | 73      | 285     | 74        | 58        |
| Diskonteringsfaktor             | 1,08            | 1,16    | 1,25    | 1,35    | 1,46    | 1,57    | 1,69    | 1,83    | 1,97      |           |
| NV FCFF                         | 156,40          | 48,16   | 44,31   | 57,05   | 503,05  | 39,24   | 42,99   | 155,85  | 37,43     |           |
| Terminalværdi                   |                 |         |         |         |         |         |         |         |           | 774,84    |
| NV FCFF                         | 1.084,49        |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| NV TV                           | 393,48          |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Virksomhedsværdi                | 1.477,96        |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Netto finansielle forpligtelser | -263,24         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Aktionærværdi                   | <b>1.214,72</b> |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Antal aktier                    | 36.244.014      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Værdi pr. aktie i DKK           | 33,52           |         |         |         |         |         |         |         |           |           |

FIGUR 59 VÆRDIANSÆTTELSE AF B&O WORST CASE (EGEN TILVIRKNING, 2013)

Værdiansættelsen giver en værdi pr. aktie på 33,52 DKK, hvilket er cirka 30 % under base case værdiansættelsen, hvor vi havde beregnet en værdi pr. aktie på 47,85 DKK. Derudover er værdien pr. aktie i worst case scenariet cirka 36 % under markedsværdien på 52,00 DKK pr. 31. marts 2013.

Som det fremgår af vores ovenstående budgettering ud fra worst case scenariet, vil vores omsætning for AV segmentet falde med 1 procentpoint i 2012/13 – 2015/16, hvorefter omsætningen vil komme på et stabilt niveau, og der regnes derfor ikke med hverken fald eller stigning i væksten de efterfølgende år. B&O PLAY vil have en omsætningsvækst på omkring 1,50 % de første 5 år, hvorefter omsætningsvæksten vil være 2 % fra 2017/18 til 2020/21. Dette er også noget lavere end i vores base case, hvor vi havde sat B&O PLAY til at have en vækst på mellem 4-8 % i budgetperioden.

## 2.6 Følsomhedsanalyse

Hvor stor er følsomheden for de faktorer, der indgår i ovenstående model?

Der bør udarbejdes en følsomhedsanalyse for at se, hvor store udsving det giver i kursen, hvis man ændrer parametrene i værdiansættelsen. Her har vi valgt at lave en analyse af ændringer i omsætningen samt ændringer i WACC, da denne er diskonteringsfaktoren i værdiansættelsen og dermed meget central.

Da vores beregnede aktiekurs for B&O er fastsat på baggrund af forudsætninger og skøn, vil der være en stor usikkerhed i den endelige værdiansættelse. Det skyldes primært, at vi med den manglende insiderviden samt begrænsede viden om mulige forretningstiltag har svært ved at spå om de vigtigste elementer i vores værdiansættelse, som er omsætningen og WACC. I den anledning vil der nedenfor blive foretaget en følsomhedsanalyse for at vurdere og forklare, hvad en lille ændring gør ved den beregnede aktiekurs.

I nedenstående følsomhedsanalyser, vil kun de beskrevne elementer blive ændret, mens de øvrige faktorer vil være konstante i forhold til vores base case beregning af WACC.

### *Base case contra worst case*

Vi så ovenfor i både budgetteringen samt værdiansættelsen, at ændringer i faktorerne giver en stor påvirkning på den beregnede kursværdi for B&O. Ændringerne hænger som oftest sammen og kan sjældent stå alene, hvorfor der i vores worst case scenario blev ændret på flere faktorer. I den sammenhæng er det interessant at påse, hvor stor en påvirkning på børskursen omsætningen har, hvorfor vi nedenfor vil ændre forudsætningerne for omsætningen for at se på dennes påvirkninger af kursværdien.

### *Omsætningen*

Vi vil nedenfor se på følsomheden i ændringer på omsætningen for alle forretningssegmenter for B&O. Nedenstående tabel viser følsomheden ved en ændring på henholdsvis +/- 1 % for alle



segmenter. Derudover mener vi alt andet lige, at såfremt omsætningen stiger eller falder med 1 %, vil det også påvirke overskudsgraden i henholdsvis positiv eller negativ retning, hvorfor vi også ændrer denne med +/- 1 %. Det vil derfor give nedenstående følsomheder overfor ændringer på omsætningen.

| Omsætningsudvikling | Kurs DCF i DKK |
|---------------------|----------------|
| 1,00 %              | 63,75          |
| 0,00 %              | 47,85          |
| -1,00 %             | 33,67          |

FIGUR 60 OMSÆTNINGSUDVIKLINGENS PÅVIRKNING PÅ KURSEN

Som vi kan se i ovenstående tabel vil en ændring på 1 % i hvert budgetår give en stor ændring på kursværdien, hvor en omsætningsstigning på 1 % vil betyde en kurs på 63,75 DKK, mens en omsætningsnedgang på 1 % vil give en kurs på 33,67 DKK.

#### *Følsomhed i WACC*

Idet den beregnede WACC består af flere usikre parametre, vil en lille ændring give en forholdsvis stor ændring på den beregnede kurs. Vi kan se i nedenstående tabel, at en ændring på +/-1 % i vores WACC giver et kurssving på henholdsvis 11,41 DKK i stigning og 7,73 DKK i fald, hvilket svarer til henholdsvis +24 % og -16 %. Kursen bliver højere jo lavere WACC er, og kursen bliver lavere jo højere WACC er. Det vil med andre ord sige, at værdiansættelsen er meget følsom overfor størrelsen af WACC.

| Følsomhedsanalyse WACC |         |         |        |        |        |
|------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| Ændring i %-point      | -1,00 % | -0,50 % | 0,00 % | 0,50 % | 1,00 % |
| WACC                   | 6,82 %  | 7,32 %  | 7,82 % | 8,32 % | 8,82 % |
| Kurs                   | 59,26   | 52,93   | 47,85  | 43,65  | 40,12  |

FIGUR 61 FØLSOMHEDSANALYSE WACC

Det er derfor interessant, at se på de delkomponenter som vores WACC består af og derunder se på, hvilke ændringer det vil få på vores beregnede kursværdi.

### Betaværdi

Som ovenfor beskrevet er betaværdien udtryk for den risiko, der er knyttet til den enkelte aktie. I forhold til følsomhedsanalysen er det interessant at se, hvor meget betaværdien påvirker den beregnede aktiekurs, idet vi ved, at en betaværdi på 1 er lig risikoen på aktiemarkedet.

| Beta       | WACC  | Kurs DCF i DKK |
|------------|-------|----------------|
| <b>0,8</b> | 5,52  | 86,71          |
| <b>1,3</b> | 7,82  | 47,85          |
| <b>1,8</b> | 10,11 | 33,12          |

FIGUR 62 ÆNDRING AF BETAVÆRDI

Som vi kan se i ovenstående tabel, vil en lavere risiko end aktiemarkedet give en væsentlig højere aktiekurs, hvilket er naturligt nok, idet der dermed ikke er så stor risiko forbundet med aktien og den derfor bliver mere attraktiv. Ændrer vi dermed betaværdien i den anden retning og sætter denne til 1,8, vil det give en langt højere WACC og dermed en lavere kursværdi. Udviklingen er igen naturlig, idet en højere risiko giver en lavere værdi, da aktien dermed bliver mindre attraktiv.

### Markedets risikopræmie

Den fastsatte risikopræmie er fremkommet på baggrund af en undersøgelse foretaget i 2011 omkring, hvilken risikopræmie der anvendes på det danske aktiemarked. Vi kan se i nedenstående tabel, at en ændring på 1 % for risikopræmien giver relative store udsving i den beregnede kurs. Baggrunden herfor skyldes, at risikopræmien er udtryk for det merafkast en investor kræver af aktien fremfor en statsobligation. Vi kan derfor se, at et lavere merafkast en investor forventer af B&O påvirker kursen i positiv retning. Det skyldes udelukkende, at B&O aktien dermed har nemmere ved at indfri de forventninger, der stilles til virksomheden, og dermed er mere attraktiv på aktiemarkedet.

| Markedets risikopræmie | WACC | Kurs DCF i DKK |
|------------------------|------|----------------|
| <b>4,40 %</b>          | 6,71 | 60,86          |
| <b>5,40 %</b>          | 7,82 | 47,85          |
| <b>6,40 %</b>          | 8,92 | 39,48          |

FIGUR 63 ÆNDRING I RISIKOPRÆMIE

### *Selskabsspecifikt risikotillæg*

Det selskabsspecifikke risikotillæg fastlagde vi på baggrund af en forholdsvis løs vurdering omkring B&O's kapitalgrundlag i forhold til konkurrenterne. En tilretning af risikotillægget vil give nedenstående kursændringer.

| Risikotillæg | WACC | Kurs DCF i DKK |
|--------------|------|----------------|
| 1 %          | 7,3  | 50,06          |
| 3 %          | 7,82 | 47,85          |
| 5 %          | 8,33 | 45,91          |

FIGUR 64 ÆNDRING I RISIKOTILLÆG

Ovenstående tabel viser, at jo lavere risikotillæg der tillægges beregningen af WACC, jo højere kursværdi for B&O. Som ovenfor beskrevet, var det blot en vurdering, som ikke bunder i beregninger, hvorfor risikotillægget med stor sandsynlighed kan ændres i forhold til vores fastsatte.

### *Kapitalstruktur*

I forhold til beregning af WACC fastlagde vi en kapitalstruktur, som lyder på 85 % egenkapital og 15 % fremmedkapital. Denne fordeling blev vurderet ud fra historiske data, samt vores vurdering til fremtiden. Hvis vi i vores beregninger ændrer kapitalstrukturen, vil det give nedenstående ændringer i vores beregnede kursværdi.

| EK/FK        | WACC        | Kurs DCF i DKK |
|--------------|-------------|----------------|
| 75/25        | 7,3         | 53,16          |
| <b>85/15</b> | <b>7,82</b> | <b>47,85</b>   |
| 95/5         | 8,33        | 43,57          |

FIGUR 65 ÆNDRING I KAPITALSTRUKTUR

Ændringen i kapitalstrukturen viser, at en anden fordeling mellem egenkapital og fremmedkapital vil have en påvirkning på kursværdien i vores beregninger. En sådan ændring kan dog ikke stå alene, idet B&O med deres nuværende kapitalstruktur, som lå på en 85/15 fordeling, ikke blot ændrer sig markant over et regnskabsår uden påvirkning fra virksomheden selv. En lavere egenkapital i forhold til fremmedkapitalen kan til dels skyldes, at man i et regnskabsår har valgt at investere i større anlægsaktiver og dermed forsøger, at ekspandere virksomheden. Ændringen heri vil som vi så i

ovenstående tabel, give en højere børskurs. Ændringen i WACC står dog sjældent alene, idet man ved større investeringer i anlægsaktiverne mindsker sit frie cash flow. Derudover kan en ændring medføre højere omsætning, herunder højere AOH samt en bedre overskudsgrad.

## 3 Konklusion

### 3.1 Konklusion

#### Hvad er den aktuelle værdi af Bang & Olufsen A/S?

Gennem den strategiske analyse, regnskabsanalysen, budgetteringen samt værdiansættelsen af B&O er hovedopgavens problemformulering blevet behandlet.

Formålet med denne opgave var at redegøre for og beregne værdien af B&O, for derefter at sammenholde denne med kursen på aktiemarkedet. Vores værdiansættelse af B&O viste, at B&O aktien er overvurderet, da værdien pr. 31. marts 2013 var 52,00 DKK pr. aktie, og ifølge vores beregning er værdien 47,85 DKK pr. aktie. Nedenfor ses værdiansættelsen af base case scenariet.

| Værdiansættelse af B&O          |               |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
|---------------------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
|                                 | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |           | T-periode |
| År                              | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/2021 | 2021/22   |
| DO efter skat                   | 70            | 70      | 74      | 123     | 123     | 126     | 182     | 186     | 191       | 168       |
| Ændringen i NDA                 | -124          | 21      | 80      | 8       | -232    | 43      | 44      | -309    | 38        | 77        |
| FCFF                            | 194           | 49      | -6      | 115     | 355     | 84      | 137     | 496     | 154       | 92        |
| Diskonteringsfaktor             | 1,08          | 1,16    | 1,25    | 1,35    | 1,46    | 1,57    | 1,69    | 1,83    | 1,97      |           |
| NV FCFF                         | 179,51        | 42,32   | -4,99   | 85,34   | 243,81  | 53,21   | 81,13   | 271,53  | 78,05     |           |
| Terminalværdi                   |               |         |         |         |         |         |         |         |           | 1905,13   |
| NV FCFF                         | 1.029,90      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| NV TV                           | 967,45        |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Virksomhedsværdi                | 1.997,36      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Netto finansielle forpligtelser | -263,24       |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Aktionærværdi                   | 1.734,12      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Antal aktier                    | 36.244.014    |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Værdi pr. aktie i DKK           | 47,85         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |

Herudover er der beregnet et "worst case" scenarie, hvor der beregnes en værdi på 33,52 DKK pr. aktie, hvilket er cirka 36 % under markedsværdien. Dette scenarie ses nedenfor.

| Værdiansættelse af B&O          |               |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
|---------------------------------|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
|                                 | Budgetperiode |         |         |         |         |         |         |         |           | T-periode |
| År                              | 2012/13       | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/2021 | 2021/22   |
| DO efter skat                   | 45            | 44      | 44      | 66      | 66      | 66      | 78      | 78      | 78        | 67        |
| Ændringen i NDA                 | -124          | -12     | -11     | -11     | -667    | 5       | 5       | -207    | 4         | 9         |
| FCFF                            | 169           | 56      | 56      | 77      | 733     | 62      | 73      | 285     | 74        | 58        |
| Diskonteringsfaktor             | 1,08          | 1,16    | 1,25    | 1,35    | 1,46    | 1,57    | 1,69    | 1,83    | 1,97      |           |
| NV FCFF                         | 156,40        | 48,16   | 44,31   | 57,05   | 503,05  | 39,24   | 42,99   | 155,85  | 37,43     |           |
| Terminalværdi                   |               |         |         |         |         |         |         |         |           | 774,84    |
| NV FCFF                         | 1.084,49      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| NV TV                           | 393,48        |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Virksomhedsværdi                | 1.477,96      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Netto finansielle forpligtelser | -263,24       |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Aktionærværdi                   | 1.214,72      |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Antal aktier                    | 36.244.014    |         |         |         |         |         |         |         |           |           |
| Værdi pr. aktie i DKK           | 33,52         |         |         |         |         |         |         |         |           |           |

Forud for værdiansættelse af B&O, har vi udarbejdet en strategisk analyse samt en regnskabsanalyse, som danner basis for budgettet. Budgettet er med til at give indsigt i samt overblik over forventningerne til fremtiden for B&O. Dette er nødvendigt førend værdiansættelsen kan foretages. Budgettet danner dermed grundlaget for værdiansættelsen.

Det er indledningsvist konstateret, at B&O beskæftiger sig indenfor audio- og videobranchen, hvor B&O udgør en niche på markedet, da B&O's produkter henvender sig til high-end segmentet. B&O har i den senere tid udvidet sin målgruppe, og derigennem fået mere fokus på det yngre segment ved hjælp af B&O PLAY. B&O har igennem sin lange levetid fået skabt sig et stærkt brand og et eksklusivt distributionsnetværk, som er kendt i stort set hele verden.

Den strategiske analyse af de eksterne faktorer er analyseret ved hjælp af henholdsvis en PESTEL-analyse og en brancheanalyse gennem Porters Five Forces. Analysen har identificeret de ikke finansielle valuedrivere for B&O, som værdiansættelsen påvirkes af. Analysen fremhævede blandt andet, at lavkonjunktoren bærer en stor del af skylden for B&O's store nedgang i 2008/09 regnskabet, da B&O ikke havde formået at tilpasse sig lavkonjunktoren. Især AV-segmentet er påvirket af denne nedgang, hvilket har betydet et stort omsætningsfald i samme periode. Omsætningen faldt fra 4.092 mio. DKK i 2007/08 til 2.789,5 mio. DKK i 2008/09, hvilket svarer til et fald på cirka 32 %.

Derudover har konkurrenterne på markedet, såsom Samsung, Sony, LG med flere vundet markedsandele, da deres produkter er ved at være mere med på design og kvalitet samtidig med, at disse udbyderes produkter er i en lavere prisklasse end B&O's. De eneste direkte konkurrenter er derimod Loewe og Bose, vis produkter ligger i samme prisklasse som B&O's produkter. For at forsøge at skabe vækst i både AV-segmentet, men også for B&O PLAY har B&O satset mere på vækstmarkederne, hvorimod de har lukket butikker på de modne markeder i Europa. Særligt finanskrisen har tvunget B&O til at kigge efter nye markeder, som ikke har oplevet samme nedgang i vækst, hvilket har bevirket en øget indsats overfor BRIK-landene, særligt Kina, hvor der forventes et stort potentiale for vækst i de kommende år. Af samme årsag indgår B&O samarbejde med blandt andre Sparkle Roll, for at opnå et bedre kendskab til markedet, og derved have større chancer for vækstmuligheder.

For at få et indblik i de interne faktorer for B&O, er der udarbejdet en værdikædeanalyse, en analyse af konkurrence- og vækststrategierne samt en analyse ud fra BCG-modellen. Ud fra disse analyser kom vi blandt andet frem til, at B&O's stærke sider er, at de gennem B&O PLAY har satset på et yngre segment. Samtidig er B&O et stærkt og anerkendt brand, som har en vis grad af know how på baggrund af sine mange år i branchen. Ydermere besidder produkterne en høj design- og lyd kvalitet, både hvad angår AV-segmentet, B&O PLAY og Automotive. Derudover fokuserer B&O på en stærk medarbejderstab, hvor de har fokus på arbejdsmiljøet og personalepolitik, hvilket har bidraget til, at B&O er klassificeret som et Level One Company. Indenfor produktionen har B&O outsourcet de dele af produktionen, som andre kan producere bedre og billigere end B&O, hvorimod B&O selv udfører de dele af produktionen, hvor de besidder den største viden og ekspertise. Dette er eksempelvis bearbejdning af aluminium, som er en af B&O's interne kernekompetencer. Som svage sider kan nævnes, at der er lange produktudviklingscyklusser især indenfor Automotive.

Ud fra den strategiske analyse vurderes de væsentligste ikke-finansielle valuedrivere at være fremgangen i B&O PLAY, væksten i Kina og aftaler med Master Dealers i BRIK-landene, som de positive valuedrivere, mens nedgang i AV-segmentet og lukning af B1 butikker, anses som værende de negative valuedrivere. Disse bidrager herefter til budgetteringen af base case scenariet.

Ligesom den strategiske analyse bidrager regnskabsanalysen også til budgetteringen. Regnskabsanalysen er udarbejdet ud fra DuPont-pyramiden, og viser, at ROE er faldet fra 7,6 % i 2007/08 til -26,3 % i 2008/09, hvorefter den stiger til 5,6 % i 2011/12. Årsagen til dette er, at både ROIC og FGEAR er faldet fra 2007/08 til 2008/09, hvorefter begge nøgletal igen stiger hen imod 2011/12. Den økonomiske udvikling har i høj grad været påvirket af finanskrisen, hvilket, som ovenfor nævnt, har påvirket B&O's nøgletal. B&O har ikke formået at skabe samme overskud ud fra omsætningen samtidig med, at B&O heller ikke har formået at tilpasse bindingen i sine nettodriftsaktiver i forhold til nedgangen i omsætningen. Denne negative udvikling i økonomien sætter også sine spor i budgetteringen.

Budgettet er udarbejdet som et base case scenarie, som er det primære værdiansættelsesgrundlag, hvilket gav den ovenfor nævnte værdi på 47,85 DKK pr. aktie. Der er ligeledes udarbejdet et worst case scenarie, som ovenfor beskrevet gav en værdi på 33,52 DKK pr. aktie.

En af forklaringer på, hvorfor vores ovenfor nævnte beregnede værdi af B&O afviger fra den faktiske skyldes hovedsagligt, at vi i vores budget har en lavere forventning til B&O og deres nøgletal, herunder omsætningsvæksten og det frie cash flow, end markedet. Som en tilhørende forklaring har vi ikke den nødvendige insiderviden i B&O, for at kunne lave en eksakt værdiansættelse.

I forhold til værdiansættelsen af B&O har vi også i opgaven vurderet på følsomheden i den beregnede værdi. Følsomhedsanalysen har vist, at værdien er meget følsom overfor ændringer i såvel den beregnede WACC samt ændringer i omsætningen. For WACC skyldes det især, at denne består af mange forskellige faktorer, som alle kan variere i forhold til vores beregnede værdier. Ved blot at se på ændringer i WACC fremkommer det, at hvis WACC stiger med 1 %, falder kursen med cirka 7 DKK pr. aktie, hvorimod hvis WACC falder med 1 %, stiger kursen med cirka 12 DKK pr. aktie. Ligeledes ses det, at hvis omsætningen ændrer sig med 1 %, vil kursen henholdsvis stige med 16 DKK pr. aktie og falde med 14 DKK pr. aktie. Derved ses det, at ændringer i budgetteringen kan betyde store udsving i den beregnede kursværdi.



### 3.2 Perspektivering

Denne perspektivering tager udgangspunkt i opståede nyheder og ikrafttrædelser efter 31. marts 2013, hvor skæringsdatoen for nyhedsindsamlingen trådte i kraft. Dernæst vil perspektiveringen indeholde forslag til forbedringer af projektet, såfremt kapaciteten ikke havde været begrænset til 115-125 sider.

#### **Nyheder efter 31. marts 2013**

##### *Nyt butikskoncept hos B&O*

B&O har gennem de seneste 17 år haft det samme butikskoncept. Samtidig har forbrugerne ikke købelyst til "nice to have" produkter, som B&O's produkter klassificeres som. Dette har betydet, at B&O vil have flere folk i butikkerne for at friste forbrugerne. Måden, hvorpå dette skal ske, er gennem et nyt butikskoncept.

Det nye butikskoncept består af sidde-områder på roterende gulve, for derigennem at skabe en helhedsoplevelse gennem lyd og billede ved de enkelte produkter. Samtidig har B&O valgt at hænge højttalere op på roterende plader på væggen, så det kun er de højttalere, som kunden er ved at få demonstreret, der vises på væggen.

Dette koncept vil ifølge Tue Mantoni tage 3-5 år at implementere i butikkerne. Der er indtil nu oprettet en prototype i København, og i maj eller juni åbner en ny butik i Shanghai. Samtidig har B&O en liste over 10 af de største forhandlere, som gerne vil implementere konceptet først. Herefter forventes det at tage nogle år, før resten af forhandlerne har konceptet på plads.

I henhold til budgetteringen vil det højst sandsynligt have en betydning i form af højere investeringer i anlægsaktiver, hvilket kræver en højere omsætning for at kunne holde den budgetterede omsætningshastighed. Tue Mantoni afviser dog, at konceptet får betydning for arbejdskapitalen herunder lagerbeholdningen. Butikkerne skal ikke have en større lagerbeholdning på trods af det nye koncept. (Ritzau Finans, 2013)

### *Ny vækstplan – herunder nedsættelse af selskabsskattesatsen*

I vores budgettering i projektet har vi budgetteret med en selskabsskattesats på 25 %, da dette er den nuværende fastsatte skatteprocent. Dog ser dette ud til at ændre sig i fremtiden, da regeringen og de borgerlige partier har indgået en aftale om en ny vækstpakke. Denne indeholder blandt andet nedsættelse af selskabsskatteprocenten fra 25 % til 22 %. Denne nedsættelse vil ske gradvist fra 2014 til 2016. (Vækstplan DK - stærke virksomheder, flere job, Februar 2013, s. 38)

Det vil betyde, at vi i stedet for 25 % skulle have budgetteret med en gradvis nedsættelse til 22 %, hvilket ville have givet os en lidt højere værdi i og med, at WACC'en vil stige samtidig med, at det frie cash flow vil stige, som følge af nedsættelsen. Dog er stigningen så begrænset, at dette ikke vil påvirke vores konklusion.

### **Forslag til forbedringer**

Som forbedringer til opgaven, hvis sideantallet havde været ubegrænset, kunne man med fordel have udarbejdet en konkurrentanalyse af B&O's direkte konkurrenter, Loewe og Bose. Dette kunne have skabt et bedre indblik i, hvordan B&O er stillet i forhold til konkurrenterne, hvorimod vores analyse bærer præg af, hvordan B&O er stillet i forhold til markedet generelt og i forhold til, hvordan B&O har taklet krisen og generelt udviklet sig.

## Litteraturliste

- (u.d.). Hentede 01. marts 2013 fra Business Assurance: <http://www.dnvba.com/dk/info-resourcer/nyhedsbreve/dnvindsigt2011nr1a/Pages/Certificering-i-medvind-.aspx>
- (1. august 2012). *Bang & Olufsen CSR rapportering*.
- (2006). Hentede 20. februar 2013 fra Effektiv kommunikation: <http://effektiv-kommunikation.blogspot.dk/2006/09/modellen-inde-i-mit-hoved-er-boston.html>
- (2009). *Fortegningsretsemission* . Bang & Olufsen A/S.
- (2010/11). *Årsrapport* . Bang & Olufsen.
- (2011/12). *Årsrapport*. Bang & Olufsen A/S.
- The Company: Bang & Olufsen*. (2012). Hentede 27. februar 2013 fra Bang & Olufsen: <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/our-values>
- The Company: Bang & Olufsen*. (2012). Hentede 27. februar 2013 fra Bang & Olufsen: <http://www.bang-olufsen.com/da/the-company/heritage/manufacturing-environment>
- The Company: Bang & Olufsen*. (2012). Hentede 27. februar 2013 fra Bang & Olufsen: <http://www.bang-olufsen.dk/company>
- The Company: Bang & Olufsen*. (2012). Hentede 27. februar 2013 fra Bang & Olufsen: <http://www.bang-olufsen.dk/da/the-company/business-to-business/retail-opportunities>
- BIL5: Nyregistrerede motorkøretøjer efter køretøjstype*. (2013). Hentet fra Danmarks Statistik: <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>
- Egen tilvirkning. (2013).
- FOLK2: Folketal 1. januar efter køn, alder, herkomst, oprindelsesland og statsborgerskab*. (2013). Hentet fra Danmarks Statistik: <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>
- FU5: Husstandenes årlige forbrug efter forbrugsart, husstandsgrupper og prisenhed*. (2013). Hentet fra Danmarks Statistik: <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>
- INDKP5: Indkomst i alt efter område, enhed, køn, alder og indkomstinterval*. (2013). Hentet fra Danmarks Statistik: <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>

*Kina vil overhale USA og blive verdens største økonomi.* (2013). Hentede 21. februar 2013 fra <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/id-1224983:kina-vil-overhale-usa-og-blive-verdens-st%C3%B8rste-%C3%B8konomi.html>,

Offentliggørelse af resultatet for 3. kvartal 2012. (22. marts 2013).

*Statistikbanken.* (2013). Hentede 14. april 2013 fra <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>

*Thomson Reuters.* (2013). Hentede 14. april 2013 fra <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BO.CO>

*Vejledende prisliste for B&O forhandlere.* (1. januar 2013). Hentet fra <http://beostores.bang-olufsen.dk/files/Retailer/beostores.bang-olufsen.dk/DK106827/PDF%20filer/Prisliste%20jan%202013.pdf>

Andersen, P. V. (2013). *Køb og salg af virksomheder og aktier.* Jurist- og økonomforbundets forlag.

Arbejdernes Landsbank. (9. august 2012). Analyse: Kinas vej mod en moderne økonomi.

Bang & Olufsen. (2010). Nærhed giver værdi - nu og i fremtiden.

Bang & Olufsen. (2010/2011). *Årsregnskabsmeddelse.*

Bendsen, J., & Mortensen, S. W. (25. marts 2013). B&O Chef: Bid tænderne sammen. *Børsen.*

Berlingske Tidende. (29. november 2012). International designpris til B&O.

Brinch, J. (29. januar 2013). B&O vil åbne 50 butikker i Kina i år. *Jyllandsposten.*

Buchhave, G. (19. oktober 2012). Skattelettelse i sigte - se hvor meget i 2013. *Børsen.*

Carlsen, C. (9. januar 2013). B&O Topchef: Regnskabet er en skuffelse for os selv. *Børsen.*

Danmarks statistik. (2013). *KONK9: Erklærede konkurser (historisk sammendrag) efter sæsonkorrigering.* Hentet fra Danmarks Statistik: <http://statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1366>

Eilers, H. (27. november 2007). Elektronisk indkøbssystem giver millioner på B&O-bundlinje.

Elers, P., & Kongskov, J. (12. december 2012). Ny partner dumper B&O's Kina-strategi. *Børsen.* (Februar 2013). *Vækstplan DK - stærke virksomheder, flere job.*

Hansen, S. B. (14. marts 2012). *Electronic Supply*. Hentet fra [http://www.electronic-supply.dk/article/view/78520/bo\\_atter\\_bedst\\_til\\_bilen](http://www.electronic-supply.dk/article/view/78520/bo_atter_bedst_til_bilen)

Kvols, M. (22. marts 2013). B&O/CEO: Markant hårdere marked end forventet. *Ritzau Finans*.

Lægaard, J., & Vest, M. (2010). *Strategi i vindervirksomheder*. Jyllands-Postens Forlag.

(Maj 2012). *Vækstmarkedsstrategi Kina*. Regeringen.

Mantoni, T. (20. september 2012). Sejtrækkeren. (R. Skyum-Nielsen, Interviewer)

Mortensen, S. W. (22. marts 2013). B&O-chef: Det bliver et langt sejt træk. *Børsen*.

Munk, L. (7. januar 2013). Skattelettelse giver håb for Dankortforbruget i 2013. *Børsen*.

Poulsen, J. (2010). Hentede 17. februar 2013 fra Betabox: <http://www.betabox.dk/vaerdikaede.html>

Poulsen, J. (2010). Hentede 26. februar 2013 fra Betabox: <http://www.betabox.dk/porters5forces.html>

Poulsen, J. (2010). Hentede 26. februar 2013 fra Betabox: <http://www.betabox.dk/PESTanalyse.html>

Poulsen, J. (2010). Hentede 26. februar 2013 fra Betabox: <http://www.betabox.dk/bcgmatrix.html>

Poulsen, J. (2010). Hentede 17. februar 2013 fra Betabox: <http://www.betabox.dk/SWOT.html>

Rasmussen, B., Samsø, C., Mansfeldt, G., Olesen, S., & Bruun, P. (2002). *Generel Afsætning*. Nordisk Forlag.

Rasmussen, J. E., & Iversen, C. (22. marts 2013). B&O strategi hænger i laser. *Jyllandsposten*.

Renburg, S. V., & Jensen, T. R. (2009). *Kompendium i erhvervsøkonomi*. MANU KURSER A/S og Samfundslitteratur.

Ritzau. (26. september 2011). Privatforbruget - det laveste i fem år.

Ritzau Finans. (18. april 2013). B&O lancerer nyt butikskoncept.

Ritzau Finans. (19. marts 2013). Obligationer: 10-årig rente åbner uændret. *Børsen*.

Skouboe, J., & Thorup, S. (10. januar 2013). B&O søger investorer i jagt på vækst. *Børsen*.

Sørensen, O. (2012). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. Gjellerup/Gads forlag.

## Bilag

### Bilag 1 – Officiel resultatopgørelse

| Resultatopgørelse i mio. DKK           |                |                |                |                |                |
|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                        | 2007/08        | 2008/09        | 2009/10        | 2010/11        | 2011/12        |
| Omsætning                              | 4.092,0        | 2.789,5        | 2.761,5        | 2.866,9        | 3.007,7        |
| Produktionsomkostninger                | -2.199,6       | -1.683,8       | -1.672,0       | -1.711,4       | -1.792,0       |
| <b>Bruttoresultat</b>                  | <b>1.892,4</b> | <b>1.105,7</b> | <b>1.089,5</b> | <b>1.155,5</b> | <b>1.215,7</b> |
| Udviklingsomkostninger                 | -545,5         | -462,7         | -342,8         | -311,4         | -337,4         |
| Distributions- og marketingomk.        | -1.003,5       | -928,9         | -708,5         | -660,8         | -654,3         |
| Administrationsomkostninger            | -148,7         | -104,5         | -85,3          | -123,5         | -101,6         |
| Omstruktureringsomkostninger           | 0              | -105,5         | 0              | 0              | 0              |
| Særlige poster                         | 0              | 0              | 13,3           | 0              | 0              |
| <b>Resultat af primær drift (EBIT)</b> | <b>194,7</b>   | <b>-495,9</b>  | <b>-33,8</b>   | <b>59,8</b>    | <b>122,4</b>   |
| Resultat af kapitalandele              | -11,2          | 2,3            | -6,7           | 0,2            | -2,1           |
| Finansielle indtægter                  | 20,0           | 11,4           | 15,4           | 7,5            | 9,4            |
| Finansielle udgifter                   | -49,8          | -41,2          | -24,5          | -27,4          | -25,5          |
| <b>Resultat før skat (EBT)</b>         | <b>153,7</b>   | <b>-523,4</b>  | <b>-49,6</b>   | <b>40,1</b>    | <b>104,2</b>   |
| Selskabsskat                           | -41,4          | 140,3          | 16,7           | -12,1          | -30,9          |
| <b>Årets resultat</b>                  | <b>112,3</b>   | <b>-383,1</b>  | <b>-32,9</b>   | <b>28,0</b>    | <b>73,3</b>    |
| <b>Fordeles således:</b>               |                |                |                |                |                |
| Moderelskabets aktionærer              | 104,7          | -385,4         | -34,4          | 26,9           | 73,3           |
| Minoritetsinteresser                   | 7,6            | 2,3            | 1,5            | 1,1            | 0              |
|                                        | <b>112,3</b>   | <b>-383,1</b>  | <b>-32,9</b>   | <b>28,0</b>    | <b>73,3</b>    |

## Bilag 2 – Officiel balance

| Balance i mio. DKK                                                           |                |                |                |                |                |
|------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                                              | 2007/08        | 2008/09        | 2009/10        | 2010/11        | 2011/12        |
| <b>Aktiver</b>                                                               |                |                |                |                |                |
| <b>Immaterielle aktiver</b>                                                  |                |                |                |                |                |
| Goodwill                                                                     | 44,8           | 44,8           | 44,7           | 44,8           | 47,8           |
| Erhvervede rettigheder                                                       | 41,1           | 50,8           | 46,0           | 37,7           | 27,8           |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter                                             | 218,8          | 200,6          | 249,1          | 191,7          | 296,8          |
| Udviklingsprojekter under udførelse                                          | 112,5          | 185,0          | 206,7          | 322,0          | 338,9          |
| Immaterielle aktiver i alt                                                   | 417,2          | 481,2          | 546,5          | 596,2          | 711,3          |
| <b>Materielle aktiver</b>                                                    |                |                |                |                |                |
| Grunde og bygninger                                                          | 274,4          | 269,9          | 240,9          | 227,8          | 210,3          |
| Produktionsanlæg og maskiner                                                 | 221,8          | 229,5          | 209,4          | 164,0          | 145,6          |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar                                      | 50,0           | 48,4           | 34,9           | 31,3           | 29,3           |
| Indretning af lejede lokaler                                                 | 28,7           | 32,2           | 23,2           | 15,6           | 17,5           |
| Materielle aktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle aktiver | 80,8           | 33,2           | 52,1           | 69,1           | 96,8           |
| Materielle aktiver i alt                                                     | 655,7          | 613,2          | 560,5          | 507,8          | 499,5          |
| <b>Investeringsejendomme</b>                                                 | 52,8           | 49,1           | 45,4           | 42,7           | 41,3           |
| <b>Finansielle aktiver</b>                                                   |                |                |                |                |                |
| Kapitalandele i associerede selskaber                                        | 6,3            | 9,5            | 5,3            | 5,7            | 5,6            |
| Andre finansielle tilgodehavender                                            | 52,0           | 60,4           | 41,4           | 40,1           | 46,6           |
| Finansielle aktiver i alt                                                    | 58,3           | 69,9           | 46,7           | 45,8           | 52,2           |
| <b>Udsudte skatteaktiver</b>                                                 | 23,7           | 104,9          | 140,4          | 144,1          | 139,9          |
| <b>Langfristede aktiver i alt</b>                                            | <b>1.207,7</b> | <b>1.318,3</b> | <b>1.339,5</b> | <b>1.336,6</b> | <b>1.444,2</b> |
| <b>Varebeholdninger</b>                                                      | 797,3          | 593,3          | 563,6          | 563,0          | 665,0          |
| <b>Tilgodehavender</b>                                                       |                |                |                |                |                |
| Tilgodehavender fra salg                                                     | 593,0          | 407,9          | 417,9          | 365,2          | 539,9          |
| Tilgodehavender hos associerede selskaber                                    | -              | 1,4            | 1,5            | 1,7            | 2,4            |
| Tilgodehavende selskabsskat                                                  | 39,7           | 21,7           | 21,2           | 13,3           | 12,4           |
| Andre tilgodehavender                                                        | 38,9           | 31,6           | 27,6           | 24,3           | 50,4           |
| Periodeafgrænsningsposter                                                    | 30,5           | 28,4           | 22,4           | 15,0           | 18,8           |
| Tilgodehavender i alt                                                        | 702,1          | 491,0          | 490,6          | 419,5          | 623,9          |
| <b>Likvide beholdninger</b>                                                  | 107,1          | 258,1          | 253,6          | 189,1          | 159,1          |
| <b>Kortfristede aktiver i alt</b>                                            | <b>1.606,5</b> | <b>1.342,4</b> | <b>1.307,8</b> | <b>1.171,6</b> | <b>1.448,0</b> |
| <b>Aktiver i alt</b>                                                         | <b>2.814,2</b> | <b>2.660,7</b> | <b>2.647,3</b> | <b>2.508,2</b> | <b>2.892,2</b> |

| Balance i mio. DKK                                               |                |                |                |                |                |
|------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                                  | 2007/08        | 2008/09        | 2009/10        | 2010/11        | 2011/12        |
| <b>Passiver</b>                                                  |                |                |                |                |                |
| <b>Egenkapital</b>                                               |                |                |                |                |                |
| Aktiekapital                                                     | 120,8          | 362,4          | 362,4          | 362,4          | 362,4          |
| Indbetalt overkurs                                               | 14,6           | 232,1          | 232,1          | 0              | 0              |
| Reserve for valutakursregulering                                 | -42,9          | -39,6          | 13,1           | 25,1           | 25,1           |
| Reserve vedr. regnskabsmæssig sikring af fremtidige pengestrømme | 0              | -1,0           | -5,0           | -10,9          | 8,3            |
| Overført resultat                                                | 1.376,1        | 960,5          | 892,1          | 1.161,1        | 1.230,2        |
| Egenkapital, moderselskabets aktionærer                          | 1.468,6        | 1.514,4        | 1.494,7        | 1.537,7        | 1.626,0        |
| Minoritetsinteresser                                             | 12,1           | 2,3            | 1,5            | 0,6            | -              |
| <b>Egenkapital i alt</b>                                         | <b>1.480,7</b> | <b>1.516,7</b> | <b>1.496,2</b> | <b>1.538,3</b> | <b>1.626,0</b> |
| <b>Langfristede forpligtelser</b>                                |                |                |                |                |                |
| Pensioner                                                        | 9,5            | 7,0            | 7,8            | 9,0            | 9,8            |
| Udskudt skat                                                     | 64,2           | 4,8            | 6,2            | 8,1            | 15,4           |
| Hensatte forpligtelser                                           | 77,3           | 78,1           | 78,2           | 81,5           | 86,2           |
| Realkreditinstitutter                                            | 235,7          | 230,3          | 225,8          | 219,5          | 212,9          |
| Kreditinstitutter                                                | 101,1          | 95,7           | 52,8           | 0              | 0              |
| Øvrige langfristede forpligtelser                                | 6,6            | 6,7            | 6,9            | 0,9            | 0,9            |
| <b>Langfristede forpligtelser i alt</b>                          | <b>494,4</b>   | <b>422,6</b>   | <b>377,7</b>   | <b>319,0</b>   | <b>325,2</b>   |
| <b>Kortfristede forpligtelser</b>                                |                |                |                |                |                |
| Realkreditinstitutter                                            | 8,5            | 6,5            | 4,6            | 6,4            | 6,6            |
| Kreditinstitutter                                                | 42,9           | 32,6           | 42,8           | -              | 150,0          |
| Kassekreditter                                                   | 53,7           | 13,0           | 11,9           | 47,7           | 37,8           |
| Hensatte forpligtelser                                           | 46,0           | 65,7           | 52,7           | 56,4           | 54,8           |
| Leverandører af varer og tjenesteydelser                         | 216,0          | 188,3          | 259,4          | 199,8          | 384,8          |
| Gæld til associerede selskaber                                   | 1,8            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Selskabsskat                                                     | 66,3           | 21,2           | 20,0           | 21,7           | 27,8           |
| Anden gæld                                                       | 320,0          | 324,6          | 323,3          | 303,9          | 259,9          |
| Periodeafgrænsningsposter                                        | 83,9           | 69,5           | 58,7           | 15,0           | 19,3           |
| <b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>                          | <b>839,1</b>   | <b>721,4</b>   | <b>773,4</b>   | <b>650,9</b>   | <b>941,0</b>   |
| <b>Forpligtelser i alt</b>                                       | <b>1.333,5</b> | <b>1.144,0</b> | <b>1.151,1</b> | <b>969,9</b>   | <b>1.266,2</b> |
| <b>Passiver i alt</b>                                            | <b>2.814,2</b> | <b>2.660,7</b> | <b>2.647,3</b> | <b>2.508,2</b> | <b>2.892,2</b> |



### Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

| Reformuleret resultatopgørelse i mio. DKK            |                |                |                |                |                |
|------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                      | 2007/08        | 2008/09        | 2009/10        | 2010/11        | 2011/12        |
| Nettoomsætning                                       | 4.092,0        | 2.789,5        | 2.761,5        | 2.866,9        | 3.007,7        |
| - Huslejeindtægter                                   | -5,1           | -5,1           | -5,3           | -5,2           | -1,9           |
| Produktionsomkostninger                              | -2.080,7       | -1.573,9       | -1.574,8       | -1.628,9       | -1.734,8       |
| <b>Bruttoresultat</b>                                | <b>2.006,2</b> | <b>1.210,5</b> | <b>1.181,4</b> | <b>1.232,8</b> | <b>1.271,0</b> |
| Udviklingsomkostninger                               | -381,8         | -308,9         | -211,4         | -172,7         | -170,5         |
| Salg- og distributionsomkostninger                   | -988,0         | -915,0         | -694,6         | -647,7         | -633,5         |
| Administrationsomkostninger                          | -143,7         | -98,4          | -79,3          | -115,9         | -98,4          |
| Af- og nedskrivninger                                | -299,2         | -280,6         | -245,4         | -239,6         | -248,1         |
| <b>Core driftsoverskud fra salg før skat</b>         | <b>193,5</b>   | <b>-392,4</b>  | <b>-49,3</b>   | <b>56,9</b>    | <b>120,5</b>   |
| Selskabsskatteprocent                                | 25,0%          | 25,0%          | 25,0%          | 25,0%          | 25,0%          |
| Rapporteret skatteomkostning                         | -41,4          | 140,3          | 16,7           | -12,1          | -30,9          |
| Skatteeffekt på finansielle poster                   | -7,5           | -7,5           | -2,3           | -5,0           | -4,0           |
| Skatteeffekt på andet driftsoverskud                 | 0,3            | -25,9          | 3,9            | 0,7            | 0,2            |
| <b>Core driftsoverskud fra salg efter skat (DO)</b>  | <b>145,0</b>   | <b>-285,4</b>  | <b>-31,0</b>   | <b>40,6</b>    | <b>85,7</b>    |
| <u>Andet driftsoverskud:</u>                         |                |                |                |                |                |
| Andre driftsindtægter (avance ved salg af ejd.)      | 0,0            | 0,0            | 13,3           | 0,0            | 0,0            |
| Huslejeindtægter, investeringsejendomme              | 5,1            | 5,1            | 5,3            | 5,2            | 1,9            |
| Omstruktureringssomkostninger                        | 0,0            | -105,5         | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Omkostninger, investeringsejendomme                  | -3,9           | -3,1           | -3,1           | -2,3           | -1,2           |
| Skat på driftsoverskud                               | -0,3           | 25,9           | -3,9           | -0,7           | -0,2           |
| Resultat af kapitalandele i associerede virk.        | -11,2          | 2,3            | -6,7           | 0,2            | -2,1           |
| <b>Core andet driftsoverskud efter skat</b>          | <b>-10,3</b>   | <b>-75,3</b>   | <b>4,9</b>     | <b>2,4</b>     | <b>-1,6</b>    |
| <b>Driftsoverskud i alt efter skat (NOPAT)</b>       | <b>134,7</b>   | <b>-360,8</b>  | <b>-26,1</b>   | <b>42,9</b>    | <b>84,2</b>    |
| Finansielle indtægter                                | 20,0           | 11,4           | 15,4           | 7,5            | 9,4            |
| Finansielle udgifter                                 | -49,8          | -41,2          | -24,5          | -27,4          | -25,5          |
| Netto finansielle omkostninger                       | -29,8          | -29,8          | -9,1           | -19,9          | -16,1          |
| Selskabsskatteprocent                                | 25,0%          | 25,0%          | 25,0%          | 25,0%          | 25,0%          |
| Skatteeffekt på finansielle poster                   | 7,5            | 7,5            | 2,3            | 5,0            | 4,0            |
| <b>Netto finansielle omkostninger efter skat</b>     | <b>-22,4</b>   | <b>-22,4</b>   | <b>-6,8</b>    | <b>-14,9</b>   | <b>-12,1</b>   |
| Valutakursregulering af datterselskaber              | 6,6            | -12,3          | 12,8           | 12,0           | 0,0            |
| Sikring af fremtidige pengestrømme                   | -0,1           | -1,0           | -4,0           | -5,9           | 19,2           |
| <b>Dirty surplus accounting</b>                      | <b>6,5</b>     | <b>-13,3</b>   | <b>8,8</b>     | <b>6,1</b>     | <b>19,2</b>    |
| <b>Totalindkomst før minoritetsinteressers andel</b> | <b>118,8</b>   | <b>-396,4</b>  | <b>-24,1</b>   | <b>34,1</b>    | <b>91,3</b>    |
| Minoritetsinteressers andel af resultatet            | 7,6            | 2,3            | 1,5            | 1,1            | 0              |
| <b>Totalindkomst</b>                                 | <b>111,2</b>   | <b>-398,7</b>  | <b>-25,6</b>   | <b>33,0</b>    | <b>91,3</b>    |

## Bilag 4 – Reformuleret balance

| Reformuleret balance i mio. DKK                    |                |                |                |                |                |
|----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                    | 2007/08        | 2008/09        | 2009/10        | 2010/11        | 2011/12        |
| <b>Kernedriftsaktiver (DA)</b>                     |                |                |                |                |                |
| Goodwill                                           | 44,8           | 44,8           | 44,7           | 44,8           | 47,8           |
| Erhvervede rettigheder                             | 41,1           | 50,8           | 46,0           | 37,7           | 27,8           |
| Færdiggjorte udviklingsprojekter                   | 218,8          | 200,6          | 249,1          | 191,7          | 296,8          |
| Udviklingsprojekter under udførelse                | 112,5          | 185,0          | 206,7          | 322,0          | 338,9          |
| <b>Immaterielle langfristede driftsaktiver</b>     | <b>417,2</b>   | <b>481,2</b>   | <b>546,5</b>   | <b>596,2</b>   | <b>711,3</b>   |
| Grunde og bygninger                                | 274,4          | 269,9          | 240,9          | 227,8          | 210,3          |
| Produktionsanlæg og maskiner                       | 221,8          | 229,5          | 209,4          | 164,0          | 145,6          |
| Andre anlæg, driftsmateriel og inventar            | 50,0           | 48,4           | 34,9           | 31,3           | 29,3           |
| Indretning af lejede lokaler                       | 28,7           | 32,2           | 23,2           | 15,6           | 17,5           |
| Materielle anlægsaktiver under udførelse           | 80,8           | 33,2           | 52,1           | 69,1           | 96,8           |
| <b>Materielle langfristede driftsaktiver</b>       | <b>655,7</b>   | <b>613,2</b>   | <b>560,5</b>   | <b>507,8</b>   | <b>499,5</b>   |
| Andre tilgodehavender, langfristet                 | 52,0           | 60,4           | 41,4           | 40,1           | 46,6           |
| Udskudt skat                                       | 23,7           | 104,9          | 140,4          | 144,1          | 139,9          |
| Varebeholdninger                                   | 797,3          | 593,3          | 563,6          | 563,0          | 665,0          |
| Tilgodehavender fra salg                           | 593,0          | 407,9          | 417,9          | 365,2          | 539,9          |
| Tilgodehavender hos ass. Selskaber                 | 0,0            | 1,4            | 1,5            | 1,7            | 2,4            |
| Andre tilgodehavender, kortfristet                 | 69,4           | 60,0           | 50,0           | 39,3           | 69,2           |
| Selskabsskat                                       | 39,7           | 21,7           | 21,2           | 13,3           | 12,4           |
| Likvide beholdninger fra driften                   | 20,5           | 13,9           | 13,8           | 14,3           | 15,0           |
| <b>Kernedriftsaktiver (DA) i alt</b>               | <b>2.668,5</b> | <b>2.357,9</b> | <b>2.356,8</b> | <b>2.285,0</b> | <b>2.701,2</b> |
| <b>Driftsforpligtelser (DF)</b>                    |                |                |                |                |                |
| Udskudt skat                                       | 64,2           | 4,8            | 6,2            | 8,1            | 15,4           |
| Hensatte forpligtelser, lang                       | 77,3           | 78,1           | 78,2           | 81,5           | 86,2           |
| Pensionsforpligtelser                              | 9,5            | 7,0            | 7,8            | 9,0            | 9,8            |
| Øvrige langfristede forpligtelser                  | 6,6            | 6,7            | 6,9            | 0,9            | 0,9            |
| Leverandørgæld                                     | 216,0          | 188,3          | 259,4          | 199,8          | 384,8          |
| Hensatte forpligtelser, kort                       | 46,0           | 65,7           | 52,7           | 56,4           | 54,8           |
| Andre gældsforpligtelser                           | 405,7          | 394,1          | 382,0          | 318,9          | 279,2          |
| Selskabsskat                                       | 66,3           | 21,2           | 20,0           | 21,7           | 27,8           |
| <b>Driftsforpligtelser (DF) i alt</b>              | <b>891,6</b>   | <b>765,9</b>   | <b>813,2</b>   | <b>696,3</b>   | <b>858,9</b>   |
| <b>Kerne netto driftsaktiver (Kerne NDA)</b>       | <b>1.776,9</b> | <b>1.592,0</b> | <b>1.543,6</b> | <b>1.588,7</b> | <b>1.842,3</b> |
| <b>Ikke-kernedriftsaktiver (IKDA)</b>              |                |                |                |                |                |
| Kapitalandele i associerede virksomheder           | 6,3            | 9,5            | 5,3            | 5,7            | 5,6            |
| Investeringsjendomme                               | 52,8           | 49,1           | 45,4           | 42,7           | 41,3           |
| <b>Netto driftsaktiver (NDA)</b>                   | <b>1.836,0</b> | <b>1.650,6</b> | <b>1.594,3</b> | <b>1.637,1</b> | <b>1.889,2</b> |
| <b>Finansielle aktiver (FA)</b>                    |                |                |                |                |                |
| Værdipapirer                                       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Likvide beholdninger                               | 86,6           | 244,2          | 239,8          | 174,8          | 144,1          |
| <b>Finansielle aktiver (FA) i alt</b>              | <b>86,6</b>    | <b>244,2</b>   | <b>239,8</b>   | <b>174,8</b>   | <b>144,1</b>   |
| <b>Finansielle forpligtelser (FF)</b>              |                |                |                |                |                |
| Finansielle gældsforpligtelser, lang               | 336,8          | 326,0          | 278,6          | 219,5          | 212,9          |
| Finansielle gældsforpligtelser, kort               | 105,1          | 52,1           | 59,3           | 54,1           | 194,4          |
| <b>Finansielle forpligtelser (FF) i alt</b>        | <b>441,9</b>   | <b>378,1</b>   | <b>337,9</b>   | <b>273,6</b>   | <b>407,3</b>   |
| <b>Netto finansielle forpligtelser (NFF) i alt</b> | <b>-355,3</b>  | <b>-133,9</b>  | <b>-98,1</b>   | <b>-98,8</b>   | <b>-263,2</b>  |
| <b>EK før minoritetsinteresser</b>                 | <b>1.480,7</b> | <b>1.516,7</b> | <b>1.496,2</b> | <b>1.538,3</b> | <b>1.626,0</b> |
| <b>Minoritetsinteresser</b>                        | <b>-12,1</b>   | <b>-2,3</b>    | <b>-1,5</b>    | <b>-0,6</b>    | <b>0,0</b>     |
| <b>Egenkapital (EK)</b>                            | <b>1.468,6</b> | <b>1.514,4</b> | <b>1.494,7</b> | <b>1.537,7</b> | <b>1.626,0</b> |