

Bang & Olufsen

– en strategisk analyse og værdiansættelse



**6. december
2025**

**Skrevet af: Christine Wøhlk
Vejleder: Jens Henrik Riis Andersen
Aalborg Universitet
Afgangsprojekt, HDR (Aalborg)**

B&O

Indhold

Kapitel 1	3
1.1 Abstract	3
1.2 Indledning.....	4
1.3 Problemstilling.....	4
1.4 Problemformulering	4
1.5 Afgrænsning.....	5
1.6 Metode	6
1.7 Kilder.....	7
1.8 Disponering/ struktur.....	7
Kapitel 2 – Beskrivelse af B&O	8
Kapitel 3 – strategisk analyse	9
3.1 Porters Five Forces.....	9
3.2 PESTEL.....	11
3.3 VRIO	13
3.4 SWOT	15
3.5 TOWS	16
Kapitel 4 Regnskabsanalyse	18
4.1 Resultatopgørelse til analyseformål og managerial balance.....	18
4.2 Nøgletalsanalyse.....	24
Kapitel 5 – værdiansættelse	28
5.1 Budegettering	29
5.2 DCF vs. Multipel metoden	34
5.4 WACC	36
5.5 Det frie Cash-flow	40
Kapitel 6 Konklusion	44
Litteraturliste	46

Kapitel 1

1.1 Abstract

This thesis explores the strategic and financial position of Bang & Olufsen and assesses whether its current market valuation reflects its long-term value creation potential. The analysis applies established strategic frameworks, financial statement evaluation, and intrinsic valuation techniques to provide an integrated assessment of the company's performance and future outlook.

Strategically, Bang & Olufsen operates in a highly competitive and fast-moving global market characterised by technological change, intense rivalry, and shifting consumer expectations. Despite these pressures, the company benefits from several distinctive intangible resources, including a globally recognised design heritage, a strong brand identity, and a premium positioning supported by craftsmanship traditions. Through the VRIO framework, these capabilities are shown to be valuable, rare, and difficult to imitate, suggesting a foundation for long-term differentiation if effectively leveraged. The financial analysis reveals a company with improving, yet fragile, performance fundamentals. While the gross margin has strengthened to approximately 45%, overall profitability remains limited, with EBIT margins of 1–2% and a return on invested capital persistently below the weighted average cost of capital. Free cash flow development has been volatile due to fluctuations in working capital and continued investment in product development and digital capabilities. These findings indicate that the firm's strong brand has not yet translated into stable and sufficient financial performance. The valuation is based on a Discounted Cash Flow model incorporating conservative revenue assumptions, moderate margin improvements, and a WACC of 7.42%. The resulting enterprise value of DKK 1.416 billion corresponds to an equity value of DKK 8.10 per share. Sensitivity analyses demonstrate that these results are notably affected by changes in WACC and terminal growth assumptions, reflecting the significant share of value originating from the terminal period.

In conclusion, the thesis finds that Bang & Olufsen holds notable long-term potential supported by strong brand assets and strategic distinctiveness. Realising this potential, however, requires improved profitability, stronger cash flow generation, and consistent strategic execution. If achieved, the intrinsic value may exceed market expectations; if not, competitive and financial pressures may continue to limit value creation.

1.2 Indledning

Nogle af de ting vi i Danmark er stolte over at være kendt for, er vores grønne energi, H.C. Andersen og så vores design. Vores tidløse skandinaviske design, her kan i flæng nævnes Wegner, Arne Jacobsen og Børge Mogensen.

Et af de folkekære brands der også kan nævnes er Bang & Olufsen, der i mange år har været forbundet med kvalitet, tidløst design og status. Det til trods har virksomheden af flere omgange haft svære økonomiske perioder og siden 2018 er det kun gået én vej for dem, hvis man skal se på deres aktiekurs (euroinvestor.dk, 2025).

Tilbage i 1970'erne var B&O den største producent af radio- og tv-apparater (denstoredanske.lex.dk, 2024) og havde i omegnen af 2.500 ansatte. Efter i en årrække at have fokuseret på det danske marked begyndte de i 1960'erne at eksportere og i starten af 1980'erne stod eksporten for tre fjerdedele af omsætningen (denstoredanske.lex.dk, 2024). I 1990'erne begyndte deres første nedtur, og internationale konkurrenter pressede dem for alvor. Finanskrisen i 2008 var endnu et hårdt slag for dem og de efterfølgende år har de været nødsaget til at skifte kurs af flere omgange. I 2020 (Børsen, 2021) og senest i 2024 har de været ude hos aktionærerne for at søge kapitalindsprøjtninger (Jyllands-posten, 2024).

1.3 Problemstilling

Selvom B&O er et elsket brand, har de i mange år kæmpet med at vende en nedadgående tendens. Dette rejser spørgsmålet om, hvorfor de gentagne gange ikke har formået at opnå vedvarende succes og i stedet konstant oplever tilbageslag. Aktiemarkedets volatilitet gør det interessant at sammenholde B&O's regnskabsmæssige værdi med aktiekursen.

Opgaven søger at afdække B&O's strategi over de sidste fem år igennem en strategisk analyse som med afdækning af de interne og eksterne faktorer danner grundlag for værdiansættelsen ved hjælp af en regnskabsanalyse.

1.4 Problemformulering

I regnskabet 19/20 lancerer de deres strategi "Back in black" i et forsøg på at få vendt de røde tal til sorte. Det er interessant at undersøge om det er lykkedes med denne strategi, at komme i mål på at få vendt de røde tal, ved udgangen af regnskabsåret 24/25.

B&O opererer i et marked præget af intens konkurrence og hurtig teknologisk udvikling, hvilket stiller store krav til deres strategiske tilpasningsevne. Deres nuværende position i markedet afspejler, hvordan de navigerer blandt faktorer som forbrugernes skiftende

præferencer, teknologiske fremskridt og økonomiske udfordringer. Det er relevant at overveje, hvordan virksomheden har placeret sig i forhold til konkurrenterne og hvilken strategisk position de har i dag.

Da B&O af flere omgange har haft behov for deres aktionærernes hjælp vil det ligeledes være interessant at sammenholde bundlinjen med deres aktiekurs. Det kan tænkes at der er nogle investorer der har hjerte og værdier med i deres investeringer i B&O, så måske er aktiekursen overvurderet i forhold til den historiske udvikling på EBIT og EBITDA?

Med udgangspunkt i de identificerede problemstillinger for B&O er det interessant at kigge på deres strategiske placering i dag, og samtidig undersøge om aktiekursen vurderes at være repræsentativ for virksomhedens værdi, eller om denne er over- eller undervurderet?

Problemstillingen ovenfor vil søges afdækket via følgende undersøgelsesspørgsmål;

1. Hvad er B&O's historie?
 - En redegørelse for B&O's historie der skal danne grundlag for den efterfølgende analyse af den strategiske position.
2. Hvad er de vigtigste strategiske forhold pr. 30.06.25?
3. Hvordan har B&O's økonomiske udvikling været fra regnskabsåret 19/20 til i dag?
 - En regnskabsmæssig analyse.
4. Hvordan se økonomien ud fremover med vægt på budget og cashflow?
5. Hvad er den beregnede værdi af B&O ud fra en strategisk og økonomisk analyse og hvilke modeller er bedst egnet til beregningen?
6. Hvor følsom er værdiberegningen i forhold til de anvendte input i beregningsmodellen, og hvordan er værdien sammenlignet med børskurs og alternative modeller til værdiberegning?

1.5 Afgrænsning

Opgaven afgrænses til en analyse af B&O på koncernniveau baseret på de seneste fem regnskabsår; 2020/21–2024/25. Ældre historiske forhold anvendes kun som kontekst. Fokus er på kerneforretningen inden for premium lyd og billede, dvs. produktgrupperne Staged og Flexible Living, mens brand-samarbejder og licensaktiviteter kun inddrages, hvis de påvirker omsætning eller strategisk udvikling.

Den strategiske analyse tager udgangspunkt i B&Os globale markedsposition, da virksomheden opererer internationalt, og regnskabsdata ikke kan opdeles geografisk.

Regnskabsanalysen baseres udelukkende på offentlige sekundære kilder og følger HD-teoriens principper for reformuleringer og nøgletalsberegninger.

Værdiansættelsen gennemføres med en DCF-model med eksplicit budgetperiode og terminalværdi. Der udarbejdes ikke scenarier; usikkerhed belyses via følsomhedsanalyser på centrale parametre. Lovgivningsmæssige forhold behandles kun i det omfang, de har betydning for strategiske muligheder og risici.

1.6 Metode

I opgaven anvendes en kombination af kvantitative og kvalitative metoder til at analysere B&O's strategiske og finansielle position med henblik på værdiansættelse. Undersøgelsen tager udgangspunkt i det beskrivende niveau jf. Ib Andersens typer af undersøgelsesformål for at skabe forståelse for virksomhedens historiske udvikling. Herefter bevæger analysen sig over på det problemidentificerende niveau, hvor centrale strategiske og økonomiske udfordringer identificeres med henblik på den efterfølgende værdiansættelse.

Opgaven er i sin kerne kvantitativ og finansielt funderet, idet hovedparten af analysen bygger på regnskabsdata fra B&O's årsrapporter, herunder resultatopgørelse, balance, pengestrømsopgørelse samt aktiekursdata. Disse data danner grundlag for regnskabsanalyse, budgettering, beregning af frie cash flows og den afsluttende DCF-værdiansættelse.

Kvalitative kilder – primært presseartikler og brancheomtale – anvendes alene understøttende og tillægges ikke selvstændig vægt i de finansielle konklusioner. Det anerkendes, at sådanne kilder kan være præget af subjektive vurderinger.

Metodisk anvendes en overvejende deduktiv tilgang, hvor analysen baseres på etablerede strategiske og finansielle modeller fra HD-studiet, herunder PESTEL, Porter's Five Forces, VRIO, regnskabsanalyse og DCF-modellen. Samtidig indeholder opgaven skønsmæssige vurderinger, særligt i forbindelse med budgettering, terminalvækst, WACC og arbejdskapitalforudsætninger, hvilket indebærer usikkerhed i resultaterne.

Værdiansættelsen baseres på en DCF-model, som er følsom over for ændringer i de centrale forudsætninger. Der er derfor gennemført følsomhedsanalyser for at belyse betydningen af ændringer i blandt andet WACC og terminalvækst.

Samlet set tilsigter metodevalget at skabe et sammenhængende og transparent analysegrundlag for vurderingen af B&O's strategiske og finansielle situation under erkendelse af metodiske begrænsninger. Det konkrete datagrundlag samt de anvendte primære

og sekundære kilder, der understøtter analysen og værdiansættelsen, gennemgås i afsnit 1.7 nedenfor.

1.7 Kilder

Analysen er baseret på sekundære data, hvilket er et bevidst valg, da virksomheden er børsnoteret, og det derfor er udfordrende at opnå adgang til primære data og interne kilder. De anvendte sekundære kilder omfatter årsrapporter, regnskabsopgørelser, som giver et grundigt overblik over virksomhedens økonomiske situation og strategiske position. Virksomhedens årsrapporter anvendes specifikt som datainput til regnskabsanalysen og værdiansættelsen for at kunne vurdere virksomhedens økonomiske præstationer og markedsværdi. Derudover er der blevet brugt relevante artikler fra aviser for at fange de aktuelle forhold og faktorer, der kan påvirke virksomhedens strategiske udfordringer og muligheder.

Det skal dog fremhæves, at en strategisk analyse ideelt set bør baseres på både primære og sekundære data for at sikre den mest omfattende og præcise vurdering. Primære data, såsom interviews med ledelsen eller medarbejdere og interne spørgeskemaer, kunne have tilføjet værdifuld indsigt i virksomhedens interne processer og fremtidige planer. Da denne form for dataindsamling ikke har været mulig i processen, er brugen af sekundære data en nødvendighed. Dette er et almindeligt vilkår ved analyser af børsnoterede virksomheder, hvor adgangen til interne informationer ofte er begrænset for at beskytte fortrolige oplysninger.

1.8 Disponering/ struktur

Strukturen vil følge Blooms taksonomi, med en gradvis øgning i kompleksitet, startende med det beskrivende niveau, til det analytiske/ undersøgende niveau og slutteligt med det konkluderende niveau der samler op på det hele til sidst.

Strukturen for opgaven ser ud som følger:

Kapitel 2

Indeholder en kort beskrivelse af B&O's historie, fra grundlæggelsen i 1925 frem til i dag.

Kapitel 3

En strategisk analyse der undersøger virksomhedens eksterne forhold gennem Porters Five Forces og PESTEL. De interne forhold adresseres via en VRIO, efterfulgt af en beskrivende SWOT og en TOWS, der samler de interne og eksterne indsigter.

Kapitel 4

Regnskabsanalysen omfatter en reformuleret resultatopgørelse, hvor EBITDA, EBIT, EBT og EAT beregnes. Derudover inkluderer analysen en managerial balance sheet, som blandt andet

omfatter WCR, total invested capital og total capital employed. Der udføres også en nøgletalsanalyse, der inkluderer nøgletal som ROIC og ROE. Endelig beregnes det frie cashflow som en del af analysen.

Kapitel 5

Værdiansættelsen foretages på baggrund af budgettering, beregning af WACC og analyse af det frie cash flow. Den endelige værdi bestemmes via DCF-modellen. Der udføres en følsomhedsanalyse, der belyser modellens usikkerheder og de mest værdidrivende forudsætninger.

Kapitel 6

Afslutningsvis gives en konklusion på problemformuleringen baseret på de resultater, der er fremkommet undervejs i opgaven. Det indebærer en gennemgang af de vigtigste fund og en vurdering af, hvordan de hænger sammen med de oprindelige spørgsmål.

Kapitel 2 – Beskrivelse af B&O

B&O blev grundlagt i 1925 (bang-olufsen.com, 2025) og har siden udviklet sig til en international aktør inden for luksuslyd og -billede. Virksomhedens brandidentitet er gennem historien blevet formet af kombinationen af teknologisk innovation, funktionalitet og en stærk designkultur. B&O har traditionelt samarbejdet med anerkendte designere og arkitekter, hvilket har skabt produkter, der forener æstetik og teknisk kvalitet og dermed differentierer virksomheden fra mainstream-elektronikproducenter.

I perioden fra 1950'erne til 1980'erne styrkede B&O sin markedsposition gennem udvidelse af produktporteføljen, herunder avancerede hi-fi-systemer og tv-løsninger med fokus på materialekvalitet og tidløst design. Disse årtier cementerede virksomhedens rolle som pioner inden for premiumsegmentet og bidrog til at etablere en international kundebase med særlig vægt på designbevidste forbrugere.

Fra 1990'erne og frem blev B&O i stigende grad påvirket af strukturelle ændringer i forbrugerelektronikbranchen, herunder digitalisering, nye teknologiplatforme og øget konkurrence fra volumenorienterede producenter. Disse ændringer udfordrede virksomhedens forretningsmodel og førte til perioder med økonomisk ustabilitet, hvor omkostningstilpasning, produktstrategiske ændringer og innovation blev nødvendige for at fastholde virksomhedens markedsposition (Bang & Olufsen, 2020/21).

I nyere tid har B&O fortsat arbejdet målrettet med at udvikle produkter i luksussegmentet, herunder højttalere, lydsystemer og tilbehør med fokus på brugeroplevelse, designfremragende og global markedsudvidelse. Trods historiske økonomiske udsving står B&O i dag som et internationalt anerkendt brand, der kombinerer designtradition og teknologisk udvikling med ambitionen om at styrke sin position i det globale premiummarked.

Kapitel 3 – strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at vurdere B&O's konkurrenceposition, vækstmuligheder og risici som grundlag for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse. Analysen omfatter både eksterne og interne forhold og danner dermed rammen for vurderingen af virksomhedens langsigtede indtjeningsevne.

3.1 Porters Five Forces

Porters Five Forces anvendes til at vurdere det konkurrencepres, der påvirker B&O's langsigtede indtjeningsevne. Analysen fokuserer på de forhold, der har direkte betydning for virksomhedens prisfastsættelse, omkostningsstruktur og profitabilitet.

3.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

B&O stiller høje krav til kvalitet og bæredygtighed, hvilket begrænser antallet af egnede underleverandører og styrker leverandørernes forhandlingsposition. Samtidig er B&O en relativt lille aktør sammenlignet med globale konkurrenter som Sony, Phillips og Samsung, hvilket yderligere reducerer virksomhedens forhandlingsstyrke. Fokus på Cradle to Cradle stiller desuden skærpede krav til materialer og leverandørvalg og bidrager dermed til en øget leverandørmagt (investor.bang-olufsen.com, 2024).

3.1.2 Truslen fra nye udbydere (konkurrenter)

B&O har en mere end 100-årig brandarv forbundet med kvalitet, hvilket skaber høj kundeloyalitet og udgør en væsentlig adgangsbarriere for nye konkurrenter. Opbygning af tilsvarende brandværdi kræver betydelige investeringer og lang tid, hvilket reducerer truslen fra nye udbydere til et moderat niveau. Hertil kommer virksomhedens stærke designkompetencer og specialiserede produktionskapacitet i Factory 5 i Struer (investor.bang-olufsen.com, 2024) som yderligere forøger adgangsbarriererne.

3.1.3 Truslen fra substituerende produkter

Substitutter omfatter ikke kun produkter, der er direkte sammenlignelige med B&O's, men alle produkter, der opfylder samme grundlæggende behov for lyd og underholdning. For højttalere findes der bl.a. prisbillige alternativer som Apple HomePod (apple.com, 2025), Google Nest Audio (store.google.com, 2025), og Sonos Era 100 og 300 (sonos.com, 2025), som tilbyder trådløs lyd i tilfredsstillende kvalitet. For hovedtelefoner udgør AirPods, Sony og Bose tilsvarende substitutter, mens Sony, Samsung og LG fungerer som alternativer inden for TV og soundbars. Fælles for disse produkter er, at forbrugeren kan opnå relativ høj kvalitet til en lavere pris end hos B&O, hvilket medfører et betydeligt prispres. Truslen fra substituerende produkter vurderes derfor som meget høj.

3.1.4 Købernes forhandlingsstyrke

Ifølge årsrapporten består B&O's målgruppe primært af design- og musikelskere samt Gen Z og Millennials med højt økonomisk råderum. Segmentet er velinformeret, kvalitetsbevidst og har adgang til mange alternativer, hvilket reducerer brandloyaliteten. B&O er derfor afhængig af løbende at levere høj kvalitet for at fastholde kunderne. Købernes forhandlingsstyrke vurderes på den baggrund som meget høj.

3.1.5 Konkurrencesituationen i branchen

Samlet set er konkurrencesituationen i branchen meget intens. B&O har sin største strukturelle fordel i de høje adgangsbarrierer for nye udbydere, men møder samtidig stærk konkurrence fra veletablerede globale aktører som Bose, Sonos, Apple og Samsung. Produkterne er i stigende grad teknologisk sammenlignelige, og den krævende, velinformerede kundebase øger priskonkurrencen. B&O er derfor afhængig af løbende differentiering gennem design, kvalitet og brand for at opretholde sin konkurrenceposition.

Analysen viser, at B&O opererer i et marked præget af meget højt konkurrencepres, stærke substituerende produkter og en meget høj købermagt, hvilket samlet set lægger et strukturelt pres på både priser og marginer. Leverandørernes forhandlingsstyrke er samtidig relativt høj som følge af høje kvalitets- og bæredygtighedskrav, mens truslen fra nye udbydere vurderes som moderat på grund af betydelige adgangsbarrierer knyttet til brand, design og produktion. Samlet begrænser Five Forces-billedet B&O's prisfastsættelsesevne og understøtter en forsigtig antagelse om vækst og indtjening i den efterfølgende budgettering og DCF-værdiansættelse.

3.2 PESTEL

PESTEL-analysen anvendes til at vurdere de makroøkonomiske rammevilkår, der påvirker B&O's strategiske handlemuligheder og langsigtede indtjeningsevne. Analysen fokuserer på de forhold, der har direkte betydning for vækst, omkostninger og risiko.

3.2.1 Politiske faktorer

Med et marked der breder sig over hele verden er B&O meget følsomme overfor politisk påvirkning på verdensplan. Markedsusikkerheder og ustabilitet er noget der kan få stor indflydelse, både for importen og eksporten. Mange se i øjeblikket imod USA og Trumps toldkrig og der for er det oplagt at se på hvordan B&O kan blive påvirket af dette. Herudover har krav om ESG rapportering.

3.2.2 Økonomiske faktorer

Luksussegmentet er generelt mindre konjunkturfølsomt end øvrige markedssegmenter (Thomsen og Bellander, 2022), men påvirkes fortsat af makroøkonomiske forhold som inflation, renteutvikling, valutakurser og råvarepriser. Den faldende købekraft i 2023/24 som følge af høj inflation afspejledes i et omsætningsfald hos B&O på 5 % (bang-olufsen.com, 2025). Samtidig har rentestigninger skabt et strammere forbrugsklima, hvor køb af luksusgoder i højere grad udsættes.

Valutakursudsving udgør ligeledes en væsentlig risikofaktor, idet en stærk DKK kan svække konkurrenceevnen på eksportmarkeder, mens en svag euro kan øge omkostningerne på importerede komponenter. Råvarepriserne er siden energikrisen og Covid-19 normaliseret, hvilket har haft en positiv omkostningseffekt for B&O (Bang & Olufsen, 2024).

Samlet set påvirkes B&O af inflation, renteutvikling, valutarisici og råvarepriser.

Virksomhedens strategiske fokus på design, bæredygtighed og kvalitet skal ses som et forsøg på at fastholde en differentieret position i et makroøkonomisk miljø præget af øget usikkerhed og konkurrence.

3.2.3 Sociale faktorer

B&O opererer i et marked, hvor forbrugerpræferencer ændrer sig hurtigt, og hvor bæredygtighed, design, personalisering og oplevelsesbaseret forbrug er centrale drivkræfter. Bæredygtighed fylder stadig mere i forbrugernes købsbeslutninger, og B&O søger at imødekomme dette gennem fokus på lang produktlevetid, modulopgraderbarhed og bæredygtige materialer via strategien "Luxury Timeless Technology" (Bang og Olufsen, 2025).

Æstetik og design spiller fortsat en afgørende rolle i luksussegmentet, hvor forbrugerne anvender produkter som led i deres identitet og livsstil. Dette understøtter B&O's positionering med tidløst, skandinavisk design. Samtidig er personalisering et voksende krav blandt high-end forbrugere, hvilket B&O imødekommer gennem deres "Atelier Editions" (Bang og Olufsen, 2025). Endelig vinder oplevelsesbaseret forbrug frem, hvor brand og følelser spiller en central rolle, hvilket bl.a. ses i samarbejdet med Ferrari (Bang og Olufsen, 2025).

Samlet set stiller de sociale faktorer høje krav til, at B&O løbende tilpasser både produkter og brandstrategi for at fastholde relevans i et konkurrencepræget luksusmarked.

3.2.4 Teknologiske faktorer

B&O opererer i en branche præget af hurtig teknologisk udvikling og stigende krav til digital funktionalitet og kompatibilitet. Forbrugerne forventer problemfri integration med smart-systemer, streamingtjenester og digitale assistenter på tværs af platforme. Markedet domineres af stærke økosystemaktører som Apple, Sonos og Google, hvilket øger det teknologiske konkurrencepres.

B&O søger at differentiere sig ved at kombinere avanceret lydteknologi, æstetik og modulær opbygning, hvor produkter som Beosound Theatre og Beosound Level er designet til løbende opgraderinger og lang levetid (Bang & Olufsen, 2024). Herved positionerer virksomheden sig inden for teknologisk bæredygtighed frem for masseproduceret teknologi.

Samtidig øges afhængigheden af software, firmware og datasikkerhed, hvilket medfører vedvarende krav til innovation og cybersikkerhed. Samlet set er teknologisk udvikling både en differentieringsfaktor og et grundvilkår for B&O's konkurrenceevne.

3.2.5 Miljømæssige faktorer

Miljømæssige forhold har stigende strategisk betydning for B&O, som arbejder målrettet med at reducere sin miljøpåvirkning gennem fokus på cirkulær økonomi, materialevalg, produktlevetid og klimaaftryk. Et centralt initiativ er målet om at opnå Cradle to Cradle-certificering for minimum ti produkter senest i 2025, hvor Beosound Level allerede er certificeret (Cradle to Cradle Certified®, 2023; Bang & Olufsen, 2024).

Plastindholdet i emballage er reduceret med op til 97 %, hvilket har haft en positiv effekt på både affaldsmængde og CO₂-aftryk i værdikæden (Bang & Olufsen, 2024). Derudover understøttes miljøstrategien af modulopbyggede produkter og softwareopdateringer, som

forlænger produkternes levetid. B&O arbejder samtidig med miljø- og menneskerettighedsforhold i leverandørleddet gennem bl.a. UN Global Compact. Samlet set er miljømæssige forhold ikke længere alene et risikoområde, men et konkurrenceparameter og en central del af B&O's brandpositionering, understøttet af stigende forbrugerkrav og regulatoriske krav som EU's CSRD.

3.2.6 Lovmæssige faktorer

Lovgivningsmæssige forhold udgør et centralt rammevilkår for B&O's strategi og drift. Virksomheden er underlagt regulering inden for bæredygtighedsrapportering, produktsikkerhed, databeskyttelse og ansvarlig leverandørstyring. EU's CSRD stiller skærpede krav til ESG-rapportering baseret på dobbelt væsentlighed, og B&O har allerede påbegyndt tilpasningen hertil (Bang & Olufsen, 2024). Hertil kommer EU's EcoDesign-direktiv, som understøttes af virksomhedens fokus på modulopbygning og lang produktlevetid. Samtidig er GDPR særligt relevant i takt med stigende software- og cloudintegration, mens ansvarlig leverandørstyring håndteres gennem UN Global Compact (Bang & Olufsen, 2024).

Samlet viser PESTEL-analysen, at B&O opererer i et eksternt miljø præget af konjunkturfølsom efterspørgsel, hurtig teknologisk udvikling og stigende regulatoriske krav, særligt inden for bæredygtighed og databeskyttelse. Disse forhold skaber både muligheder og usikkerhed og understøtter en forsigtig tilgang til budget- og DCF-forudsætninger. På den baggrund vurderes virksomhedens interne styrker og svagheder i den efterfølgende VRIO-analyse.

3.3 VRIO

VRIO-analysen anvendes til at vurdere, om B&O's interne ressourcer og kapabiliteter kan skabe vedvarende konkurrencefordele og dermed understøtte virksomhedens langsigtede indtjeningsevne. Analysen fokuserer på, om ressourcerne er værdifulde, sjældne og vanskelige at imitere, samt om de udnyttes organisatorisk. Vurderingen er forbundet med skøn og usikkerhed, da teknologisk udvikling og markedsdynamik kan ændre ressourcegrundlagets styrke over tid. VRIO anvendes derfor som supplement til den eksterne analyse.

3.3.1 Design og æstetisk kultur

Bang & Olufsen er kendt globalt for sit ikoniske skandinaviske design og sin evne til at forene lyd, form og funktion i æstetisk helstøbte produkter. Designet er et af virksomhedens mest differentierende aktiver og har rødder tilbage til samarbejder med prominente danske

designere som Jacob Jensen og David Lewis (Bang & Olufsen, 2024). Det er ikke kun et udtryk for smag, men også en integreret del af virksomhedens brand- og produktstrategi. Designet er værdifuldt, fordi det understøtter en høj kundeloyalitet og prispræmie. Det er sjældent i markedet, hvor de fleste aktører konkurrerer på funktion fremfor form. Det er vanskeligt at imitere, da det kræver mange års designudvikling og et indgående kendskab til æstetik og materialer. Organisatorisk er design fuldt integreret i produktions- og innovationsprocesser og bliver kontinuerligt videreudviklet gennem partnerskaber og interne designteams (Statista, 2024; Bang & Olufsen, 2024).

3.3.2 Brand og storytelling

B&O's brand er en kulturel artefakt i sig selv. Det signalerer raffinement, ro, luksus og nordisk minimalisme. Historisk set har B&O opbygget sin brandidentitet gennem et kompromisløst fokus på kvalitet, eksklusivitet og design. Storytelling er indlejret i alle led – fra produktnavne til kampagner og emballagedesign (Bang & Olufsen, 2024). I modsætning til mange konkurrenter, der primært kommunikerer teknologisk innovation, vægter B&O en følelsesmæssig og sanselig narrativ. Brandet er sjældent og svært at imitere, da det er opbygget over årtier og har en dyb kulturel forankring. Organisationen bag brandet sikrer en høj grad af konsistens på tværs af markeder og kanaler. Brandets styrke kan desuden aflæses i dets evne til at tiltrække strategiske partnere og loyal kundebase (Interbrand, 2023; B&O, 2024).

3.3.3 Strategiske partnerskaber

B&O's strategiske samarbejder med bl.a. Ferrari og Ader Error understøtter virksomhedens brandposition i luksussegmentet og bidrager til øget synlighed i kulturelt relevante målgrupper (Bang & Olufsen, 2024; PK Medier, 2024). Partnerskaberne skaber primært værdi gennem branding, eksponering og adgang til nye kundesegmenter snarere end gennem direkte teknologiske fordele. Da effekten i høj grad er afledt af brandets styrke, vurderes partnerskaberne som et komplementært støtteaktiv frem for en selvstændig kilde til varig konkurrencefordel.

3.3.4 Medarbejderkultur, innovationskapacitet og innovationsstruktur

B&O's medarbejderkultur og innovationskapacitet udgør en central intern ressource, især inden for akustik, elektronik og design, hvor viden og kompetencer er opbygget over årtier og videreføres gennem tværfaglige udviklingsteams (Bang & Olufsen, 2024). Denne kombination af teknisk specialisering og kreativ kapacitet skaber løbende produktdifferentiering og understøtter virksomhedens kvalitets- og innovationsniveau.

Innovationsarbejdet er organisatorisk forankret i tværfaglige teams og iterative udviklingsprocesser, hvor design, teknologi og marked kobles tæt. Dette muliggør relativt hurtig tilpasning til teknologiske trends og skiftende forbrugerbehov. Selvom elementer af innovationsstrukturen kan kopieres, kræver en tilsvarende kultur og procesforankring betydelige organisatoriske og ledelsesmæssige investeringer, hvilket reducerer imiterbarheden.

Samlet set er medarbejderkultur og innovationsstruktur værdifulde og organisatorisk udnyttede ressourcer, men kun i begrænset omfang sjældne i branchen. De fungerer primært som støtteaktiver, der muliggør realiseringen af B&O's brand-, design- og produktstrategi frem for som selvstændige kilder til varige konkurrencefordele.

3.4 SWOT

SWOT-analysen anvendes til at sammenfatte B&O's interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler og give et samlet strategisk overblik. Analysen fungerer som et syntetiserende værktøj baseret på resultaterne fra de foregående analyser.

En metodisk begrænsning er, at SWOT er forenklet og delvist subjektiv, særligt når den udarbejdes på baggrund af eksterne kilder. Den anvendes derfor som et overbliksværktøj snarere end et selvstændigt beslutningsgrundlag.

3.4.1 Styrker

Bang & Olufsen besidder en række markante styrker, der positionerer virksomheden solidt i luksussegmentet for lyd- og designelektronik. En central styrke er den stærke skandinaviske designarv, som er integreret i hele værdikæden fra produktudvikling til kommunikation og kundeoplevelse og skaber tydelig differentiering (Bang & Olufsen, 2024).

Virksomheden har desuden et eksklusivt og emotionelt stærkt brand, understøttet af konsekvent storytelling og strategiske samarbejder med bl.a. Ferrari og Ader Error, hvilket bidrager til kulturel relevans og eksklusivitet (Interbrand, 2023). Hertil kommer en tværfaglig innovationsstruktur med fokus på modulopbygning og lang produktlevetid, som styrker både teknologisk og bæredygtig differentiering og understøtter virksomhedens langsigtede konkurrenceevne.

3.4.2 Svagheder

B&O opererer i et smalt premiumsegment med høje priser og lav volumen, hvilket begrænser stordriftsfordele sammenlignet med globale aktører som Apple og Samsung. Virksomheden er

desuden afhængig af et relativt snævert segment af velhavende forbrugere, hvilket øger konjunkturfølsomheden, særligt i perioder med fald i luksusforbrug (Thomsen & Bellander, 2022). Derudover er B&O sårbar over for forstyrrelser i forsyningskæden, idet en betydelig del af komponenterne importeres og er afhængige af stabile råvarepriser og logistikforhold (Bang & Olufsen, 2024). Endelig kan den høje prisposition og produktkompleksitet begrænse markedsudvidelsen mod mere prisfølsomme kundesegmenter.

3.4.3 Muligheder

Den stigende efterspørgsel efter bæredygtige produkter og lang produktlevetid understøtter B&O's fokus på modulopbygning og cirkulær økonomi (Bang & Olufsen, 2024). Samtidig kan lovgivning som EU's CSRD på sigt favorisere virksomheder med et strategisk og veldokumenteret ESG-arbejde.

Luxusforbruget er fortsat i vækst, særligt blandt yngre High Net Worth Individuals og på asiatiske markeder, hvor design, teknologi og brandhistorie vægtes højt (Jyllands-Posten, 2024). Dette giver mulighed for geografisk og målgruppemæssig ekspansion uden at udvande eksklusiviteten.

Endelig skaber udviklingen inden for AI, personalisering og multirumsløsninger nye muligheder for differentiering gennem software og individuelle brugeroplevelser, hvilket kan styrke kundeloyaliteten og udvide markedspotentialet.

3.4.4 Trusler

Markedet for lyd- og smart home-produkter er præget af intens konkurrence og højt prispres, særligt fra prisbillige substitutter fra aktører som Sonos og Google, hvilket udfordrer B&O's differentiering og marginer. Samtidig er virksomheden eksponeret over for politiske og handelsmæssige spændinger, herunder told- og importbarrierer, som kan påvirke forsyningskæden og omkostningsniveauet negativt (Bang & Olufsen, 2024).

Den hurtige teknologiske udvikling udgør ligeledes en trussel, især hvis konkurrenter opnår stærkere software-økosystemer og låser forbrugere til deres platforme. Hertil kommer valutakursudsving og stigende produktionsomkostninger, som kan svække priselasticiteten og indtjeningen på udvalgte markeder.

3.5 TOWS

TOWS-analysen omsætter SWOT-resultaterne til overordnede strategiske hovedretninger for B&O. Formålet er at identificere, hvordan virksomhedens styrker kan udnyttes til at realisere

vækstmuligheder, samt hvordan svagheder og trusler kan reduceres for at stabilisere indtjening og cash flow. Analysen anvendes som strategisk ramme for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse.

3.5.1 SO-strategier (Styrker + Muligheder)

B&O bør anvende sit stærke brand og designarv til at skalere salget af bæredygtige, modulopbyggede premiumprodukter på vækstmarkeder, særligt i Asien og blandt High Net Worth-segmenter. Samtidig bør innovation og personalisering udnyttes gennem eksklusive kollektioner og softwarebaseret differentiering, som kan understøtte både prispræmie og loyalitet (Bang & Olufsen, 2024; Interbrand, 2023).

3.5.2 WO-strategier (Svagheder + Muligheder)

Virksomhedens begrænsede skala og høje prisposition kan delvist modvirkes gennem øget digitalisering af kundeoplevelsen og udnyttelse af softwareopdateringer, AI og omnichannel-salg. Samtidig kan regulatoriske ESG-krav anvendes strategisk til at differentiere B&O i forhold til konkurrenter frem for blot at fungere som compliance-omkostning.

3.5.3 ST-strategier (Styrker + Trusler)

Brandets emotionelle styrke og kulturelle kapital bør anvendes aktivt til at fastholde kunder i et marked med høj pris- og konkurrenceintensitet. Gennem stærke partnerskaber og løbende design- og softwareopgraderinger kan B&O reducere risikoen for teknologisk forældelse og konkurrencemæssig marginalisering.

3.5.4 WT-strategier (Svagheder + Trusler)

For at reducere sårbarheden over for konjunkturer, valutaudsving og supply chain-risici bør B&O fokusere på højmargin-nicher og samtidig styrke robustheden i leverandørstrukturen gennem øget diversificering. ESG-rapporteringen kan yderligere anvendes til at professionalisere værdikædestyringen og styrke virksomhedens langsigtede risikoprofil (Bang & Olufsen, 2024).

TOWS-analysen viser, at B&O's langsigtede værdiskabelse primært afhænger af evnen til at omsætte brand, design og innovation til stabil indtjening, lavere risikoprofil og forbedret cash flow. Strategien peger derfor mod selektiv vækst i premiumsegmenter kombineret med stram kapital- og risikostyring, hvilket direkte understøtter forudsætningerne i den efterfølgende budgettering og DCF-værdiansættelse.

Kapitel 4 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål at belyse B&O's økonomiske udvikling i perioden 2020/21–2024/25 og dermed besvare første del af undersøgelsesspørgsmål 3. Analysen bygger på virksomhedens årsrapporter og omfatter reformuleret resultatopgørelse, nøgletalsanalyse samt vurdering af frit cash flow og investeret kapital. Perioden er valgt for at dække både tiden før og efter lanceringen af strategien “*Back in Black*” samt de seneste finansielle resultater.

Analysen tager afsæt i den strategiske analyse i kapitel 3, herunder Porters Five Forces, PESTEL og VRIO, som danner den nødvendige kontekst for fortolkningen af den regnskabsmæssige udvikling. Kombinationen af strategiske og finansielle indsigter skaber et solidt grundlag for den efterfølgende værdiansættelse i kapitel 5.

4.1 Resultatopgørelse til analyseformål og managerial balance

Resultatopgørelse til analyseformål					
DKK millioner	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21
Omsætning	2.553	2.588	2.752	2.948	2.629
Vareforbrug	990	1.102	1.424	1.483	1.387
COGS i % af omsætning	39%	43%	52%	50%	53%
Eksterne omkostninger	436	434	466	431	348
Eksterne omkostninger i % af omsætning	17%	17%	17%	15%	13%
Personaleomkostninger	866	795	764	777	691
Personaleomkostninger i % af omsætning	34%	31%	28%	26%	26%
EBITDA	261	257	98	257	203
Afskrivninger	245	239	222	211	184
EBIT	16	18	- 124	46	19
Finansielle indtægter	68	50	28	11	6
Finansielle omkostninger	82	75	56	65	58
EBT	2	- 7	- 152	- 8	- 33
Skat	31	10	11	22	10
EAT	- 29	- 17	- 141	- 30	- 23

Resultatopgørelsen danner grundlag for vurderingen af B&O's økonomiske udvikling i perioden 2020/21 til 2024/25. Den belyser blandt andet omsætningens udvikling, bruttomargin, omkostningsstruktur og indtjeningssevne, og udgør dermed et centralt element i regnskabsanalysen.

B&Os omsætning har udvist markante udsving i perioden 2020/21 til 2024/25. Efter en kraftig vækst i 2020/21 på 31 % fulgte et fald i både 2021/22 og 2022/23, mens de seneste to år har været præget af en mere stabil, men svagt faldende omsætning (B&O, 2024/25, s.14). Udviklingen kan primært forklares ud fra fem sammenhængende forhold, der både afspejler markedsmæssige og strategiske ændringer.

For det første har produktlanceringer og kollektionscyklusser haft en væsentlig indflydelse på omsætningen. Særligt lanceringen af Ferrari-kollektionen i 2023/24 skabte et ekstraordinært højt salg, hvilket medførte et sammenligningsfald i 2024/25, hvor salget af visse produkter – som Beosound 2 – aftog i forhold til året før. Samtidig har nye produkter som Beoplay H100 og Beosound A1 3rd Gen i 2024/25 bidraget til at stabilisere salget (B&O, 2024/25, s. 17–18, 23).

For det andet skyldes udsvingene B&Os ændrede distributionsstrategi. Virksomheden har bevidst reduceret antallet af multibrand-forhandlere for at styrke sin luksuspositionering. Denne strategiske omstilling har på kort sigt medført lavere omsætning, især i EMEA, hvor mere end 500 multibrand-butikker blev udfaset i 2024/25 (B&O, 2024/25, s. 19). Tiltaget skal dog på længere sigt sikre en mere eksklusiv og profitabel salgsstruktur.

For det tredje har licens- og partnerskabsaktiviteterne under Brand Partnering & other activities været en betydelig kilde til udsving. Udløbet af HP-aftalen i juni 2024 og lavere aktivitet i samarbejdet med Cisco førte til et fald i indtægterne, mens den nye flerårige licensaftale med TCL endnu befinder sig i en opbygningsfase (B&O, 2024/25, s. 22–23).

Derudover har makroøkonomiske og geopolitiske forhold spillet en væsentlig rolle. Efterdønningerne af COVID-19, lavere forbrugertillid samt handels- og toldusikkerhed har påvirket efterspørgslen forskelligt på tværs af regioner. I APAC faldt omsætningen 4 % i lokale valutaer i 2024/25, primært som følge af fortsatte udfordringer på det kinesiske marked (B&O, 2024/25, s. 21), mens marginerne i USA blev presset af toldændringer og et ændret produktmiks (B&O, 2024/25, s. 20).

Endelig har regnskabsåret 2024/25 været et erklæret transition year, hvor virksomheden har gennemført væsentlige investeringer i brandopbygning, produktudvikling og detailoptimering. Disse investeringer har midlertidigt dæmpet EBIT-marginen og omsætningsvæksten, men udgør fundamentet for den strategiske acceleration, der skal sikre mere stabil og profitabel vækst frem mod 2027/28 (B&O, 2024/25, s. 6).

Sammenfattende kan omsætningsudsvingene i perioden dermed forklares som en kombination af produktcyklusser, strategiske kanalændringer, udløbne partnerskaber, makroøkonomiske forhold og bevidste investeringer i langsigtet vækst.

Udviklingen i B&O's produktionsomkostninger (COGS) over de seneste fem regnskabsår

viser en markant forbedring i virksomhedens omkostningsstruktur. Hvor bruttomarginen i 2020/21 udgjorde 43,3 %, er den i 2024/25 steget til et rekordhøjt niveau på 55,0 % (B&O, 2025, s. 13-14). Denne udvikling afspejler, at COGS som andel af omsætningen er reduceret væsentligt gennem perioden, hvilket vidner om en gradvis effektivisering af både produktion, indkøb og logistik.

Ifølge årsrapportens finansielle gennemgang skyldes den seneste stigning i bruttomarginen i høj grad et fortsat fokus på prisstrategi, bedre produktmiks og omkostningskontrol i de brandede kanaler (B&O, 2025, s. 23-24). Samtidig har virksomheden formået at absorbere højere fragtomkostninger, toldsatser og medarbejderbonusser gennem målrettede effektiviseringer i forsyningskæden. De samlede produktionsomkostninger faldt således fra DKK 1.209 mio. i 2023/24 til DKK 1.149 mio. i 2024/25, mens materiale- og forbrugsomkostninger blev reduceret fra DKK 1.102 mio. til DKK 990 mio. (B&O, 2025, s. 130-131).

De forudgående år var præget af et mere udfordrende omkostningsbillede. I 2021/22 og 2022/23 blev bruttomarginen negativt påvirket af stigende råvare- og transportpriser samt komponentmangel, hvilket medførte et midlertidigt fald i marginen til 44,2 % i 2022/23 (B&O, 2023, s. 22). Den markante forbedring i 2023/24 og 2024/25 skal derfor ses som et resultat af både normaliserede inputpriser og en strategisk omlægning af produktporteføljen mod mere lønsomme kategorier.

Samlet set viser udviklingen, at B&O har reduceret sine COGS betydeligt gennem en kombination af produktionsmæssige effektiviseringer, bedre udnyttelse af kapacitet, optimeret supply chain og færre garantirelaterede udgifter. Den stigende bruttomargin afspejler således en strukturelt styrket rentabilitet og øget modstandsdygtighed over for udsving i råvarepriser og transportomkostninger.

B&O's samlede kapacitetsomkostninger – bestående af eksterne og personaleomkostninger – har i de seneste fem regnskabsår været påvirket af virksomhedens strategiske omstilling mod øget brandværdi, digitalisering og produktudvikling. I 2024/25 udgjorde de samlede kapacitetsomkostninger DKK 1.388 mio., svarende til en stigning på 2 % sammenlignet med året før (B&O, 2025, s. 24).

Udviklingen afspejler et skifte i omkostningssammensætningen. Udviklingsomkostninger steg med DKK 54 mio. til DKK 340 mio. som følge af investeringer i software, nye

produktlanceringer og etableringen af Atelier-konceptet, mens distributions- og markedsføringsomkostninger faldt med DKK 45 mio. til DKK 895 mio. på grund af lavere marketingaktivitet og færre garantirelaterede udgifter (B&O, 2025, s. 24). Samtidig steg administrationsomkostningerne med DKK 18 mio. til DKK 153 mio., hovedsageligt som følge af højere personaleomkostninger, medarbejderbonusser og øgede rådgiverhonorarer.

Set over femårsperioden har B&O gradvist flyttet omkostningsniveauet fra et driftsorienteret fokus mod investeringer i innovation og kompetenceopbygning. Personaleomkostningerne er steget i takt med opbygningen af nye funktioner inden for global salg, service og softwareudvikling, hvilket understøtter den strategiske ambition om langsigtet vækst. Samlet set indikerer udviklingen, at virksomheden har formået at balancere omkostningsstigninger med øget effektivitet og fokus på værdiskabende aktiviteter.

Udviklingen i B&O's EBITDA over de seneste fem regnskabsår viser et tydeligt mønster præget af store udsving, der afspejler både markedsvilkår og strategiske skift. I 2020/21 udgjorde EBITDA DKK 222 mio., hvilket steg markant til DKK 265 mio. i 2021/22 som følge af stærk omsætningsvækst og begyndende omkostningskontrol efter pandemien. I 2022/23 faldt EBITDA imidlertid kraftigt til DKK 98 mio., påvirket af lavere omsætning, stigende råvarepriser og højere fragt- og komponentomkostninger (B&O, 2025, s. 14, 23). De seneste to år har været præget af en mere stabil, men investeringsorienteret udvikling. I 2023/24 steg EBITDA til DKK 257 mio., understøttet af en væsentlig forbedring af bruttomarginen til 53,3 %, mens 2024/25 viste et mindre løft til DKK 261 mio. og en EBITDA-margin på 10,2 % (B&O, 2025, s. 14, 24). Resultatet afspejler et bevidst valg om at øge investeringerne i brand- og produktudvikling, som midlertidigt har begrænset marginforbedringen trods faldende produktionsomkostninger og højere effektivitet i supply chain-leddet.

Sammenlignet over perioden 2020/21–2024/25 viser udviklingen, at B&O gradvist har genetableret et robust driftsresultat efter to år med faldende indtjening. Den markante stigning i bruttomarginen og stabilisering af EBITDA-marginen omkring 10 % indikerer, at virksomheden har formået at omstille sin forretningsmodel mod en mere effektiv og værdibaseret drift. EBITDA-niveauet understøtter dermed, at B&O's strategiske investeringer i de seneste to år primært er af midlertidig karakter og forventes at danne grundlag for øget profitabilitet i den kommende periode frem mod 2027/28.

B&O's finansielle poster har i perioden 2020/21 til 2024/25 generelt udvist en negativ, men gradvist forbedret udvikling. De finansielle nettoomkostninger faldt fra DKK 52 mio. i 2020/21 til DKK 14 mio. i 2024/25 (B&O, 2025, s. 14, 24). Udviklingen afspejler primært lavere renteudgifter, færre valutakurstab samt en styrket likviditetsposition efter kapitaludvidelsen i november 2024.

I regnskabsåret 2024/25 udgjorde de finansielle poster en udgift på DKK 14 mio. mod DKK 25 mio. året før. Ifølge årsrapporten skyldes forbedringen især positive valutakurseffekter og lavere finansielle tab, som delvist modvirkede højere renteudgifter som følge af stigende markedsrenter (B&O, 2025, s. 24).

Set over femårsperioden viser udviklingen, at B&O har reduceret sin finansielle belastning og opnået en mere solid kapitalstruktur. Den forbedrede likviditet og lavere gælds niveau har bidraget til øget stabilitet og gjort virksomheden mindre sårbar over for fremtidige rentesving.

Udviklingen i B&O's samlede resultat efter skat har gennem de seneste fem regnskabsår været præget af betydelige udsving, men viser en gradvis forbedring mod slutningen af perioden. I 2020/21 udgjorde årets underskud DKK 23 mio., hvorefter tabet steg til DKK 30 mio. i 2021/22 og DKK 141 mio. i 2022/23 som følge af faldende omsætning, stigende produktionsomkostninger og lavere bruttoavance (B&O, 2025, s. 14, 23). I 2023/24 blev underskuddet reduceret markant til DKK 17 mio., og i 2024/25 udgjorde det DKK 29 mio. trods et lavere EBIT-niveau, hvilket blandt andet skyldes en højere skat samt investeringer i strategisk udvikling (B&O, 2025, s. 14, 24).

Set over perioden 2020/21–2024/25 viser udviklingen, at B&O gradvist har forbedret sin indtjeningsevne, især gennem en markant styrkelse af bruttomarginen og faldende finansielle omkostninger. Trods fortsatte underskud er omfanget væsentligt reduceret i forhold til tidligere år, hvilket indikerer en mere robust driftsstruktur. De seneste års investeringer i brand, produktportefølje og detailnetværk vurderes at udgøre grundlaget for en forventet overgang til positiv indtjening i takt med implementeringen af den strategiske accelerationsplan frem mod 2027/28.

Som led i regnskabsanalysen er der opstillet en *managerial balance sheet* med henblik på at skabe et bedre overblik over virksomhedens kapitalanvendelse og -struktur. Ved at omklassificere balancens poster til driftsrelaterede og finansielle aktiviteter opnås en mere

analytisk tilgang, som gør det muligt at isolere den investerede kapital i driften (Operating Invested Capital) og beregne centrale nøgletal som ROIC.

Denne tilgang giver et bedre grundlag for at vurdere, hvor effektivt B&O anvender sine ressourcer i kerneforretningen, og hvordan forholdet er mellem driftsaktiver, driftsforpligtelser og den langfristede finansiering. Den managerielle balance anvendes desuden som input i opgavens værdiansættelse og til at analysere virksomhedens kapitalstruktur og gearing.

Managerial Balance Sheet						
DKK millioner	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21	2019/20
Likvider	145	177	216	162	178	215
Working Capital Requirement (WCR)	218	264	224	350	170	338
Anlægsaktiver	794	752	710	657	568	558
Hensættelser	378	362	399	403	443	- 31
Invested Capital	1.535	1.555	1.549	1.572	1.359	1.080
			-	-	-	-
Kortfristet rentebærende gæld	237	429	426	319	48	46
Langfristet rentebærende gæld	154	170	165	153	178	202
Egenkapital	1.144	956	958	1.100	1.133	832
Capital Employed	1.535	1.555	1.549	1.572	1.359	1.080

Et centralt element i managerial balance er arbejdskapitalen (WCR), som udtrykker den kapital, der er bundet i virksomhedens daglige drift. Hovedprincippet bag WCR er at opgøre forskellen mellem de driftsrelaterede aktiver og de driftsrelaterede forpligtelser – dvs. hvor meget kapital der reelt skal finansieres for at kunne opretholde driften.

WCR kan beregnes som:

$$WCR = (Varebeholdning + Tilgodehavender fra salg) - Leverandørgæld$$

En positiv WCR betyder, at virksomheden har mere kapital bundet i lagre og tilgodehavender, end den finansieres via leverandørkredit, hvilket belaster likviditeten. Omvendt indikerer en negativ WCR, at virksomheden i højere grad finansierer driften gennem leverandørgæld. En effektiv styring af arbejdskapitalen – eksempelvis gennem reduktion af lagerbinding og kortere kreditdage – kan derfor frigive likviditet og forbedre virksomhedens frie cash flow.

For B&O afspejler udviklingen i WCR især udsving i varebeholdninger og tilgodehavender fra salg. Perioder med lageropbygning og længere kredittider har øget kapitalbindingen og haft en likviditetsbelastende effekt, mens perioder med stabilisering eller reduktion i WCR har

bidraget til at frigive likviditet gennem lavere lagerbeholdninger og mere effektiv udnyttelse af leverandørgælden. Udviklingen i WCR har dermed haft en direkte indflydelse på både kapitalbinding og afkastet på ROIC.

Ændringer i arbejdskapitalen indgår samtidig direkte i opbygningen af de frie cash flows og danner dermed et centralt bindeled mellem regnskabsanalysen og den efterfølgende værdiansættelse baseret på DCF-modellen.

4.2 Nøgletalsanalyse

Som led i regnskabsanalysen gennemføres en nøgletalsanalyse med henblik på at vurdere B&O's økonomiske præstationer ud fra centrale finansielle indikatorer. Nøgletallene er opstillet og analyseret for perioden 2020/21 til 2024/25 og giver et kvantitativt indblik i virksomhedens rentabilitet, kapitalanvendelse, finansieringsstruktur og likviditet. Samtidig anvendes nøgletallene til at identificere udviklingstendenser og vurdere effekten af virksomhedens strategiske tiltag over tid.

Analysen omfatter en række profitabilitetsnøgletal, herunder ROE, ROIC, EBIT-margin og capital turnover, som anvendes til at måle afkastet på egenkapital og investeret kapital samt effektiviteten i driften. Derudover vurderes virksomhedens finansielle struktur og risikoprofil ud fra nøgletal som financial leverage multiplier, financial cost ratio og liquidity ratio. Endelig beregnes det frie cash flow, som giver indblik i virksomhedens evne til at generere likviditet efter nødvendige investeringer.

Tilsammen bidrager nøgletalsanalysen til at belyse, hvordan B&O's økonomiske udvikling harmonerer med den strategiske retning, som blev afdækket i kapitel 3, og skaber grundlag for den efterfølgende værdiansættelse.

Profitabilitetsnøgletal:						
DKK millioner	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21	2019/20
Earnings after tax/resultat efter skat	- 29	- 17	- 141	- 30	- 23	- 576
/equity/egenkapital	1.144	956	958	1.100	1.133	832
ROE	-2,5%	-1,8%	-14,7%	-2,7%	-2,0%	-69,2%
ROIC	1,0%	1,2%	-8,0%	2,9%	1,4%	-32,1%
-EBIT%	0,6%	0,7%	-4,5%	1,6%	0,7%	-17,0%
Capital turnover	1,66	1,66	1,78	1,88	1,93	1,89
Financial leverage multiplier	0,17	- 0,63	1,98	- 0,25	- 2,08	1,37
Financial cost ratio	0,13	- 0,39	1,23	- 0,17	- 1,74	1,06
Financial structure ratio	1,34	1,63	1,62	1,43	1,20	1,30
Tax effect ratio	- 14,50	2,43	0,93	3,75	0,70	1,57
baseret på ultimo tal						

DKK millioner	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21
NLF	504	374	413	596	743
NSF	92	252	210	157	- 130
Liquidity ratio	2,31	1,42	1,84	1,70	4,37
vækst i omsætning	-1,4%	-6,0%	-6,6%	12,1%	29,1%

Frit cash flow:					
DKK millioner	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21
EBIT*(1-tax)	-232,00	43,71	- 115,03	172,50	13,24
+depreciations	245	239	222	211	184
-ændring i WCR	- 46	40	- 126	180	- 168
-Capex	287	281	275	300	194
=free cash flow	-228,0	-38,3	-42,0	-96,5	171,2

4.2.1 ROIC

ROIC måler virksomhedens evne til at skabe afkast på den kapital, der er bundet i driften, og er et centralt nøgletal i vurderingen af, om virksomheden skaber værdi uafhængigt af finansieringsstruktur. Et afkast, der overstiger virksomhedens kapitalomkostning (WACC), indikerer værdiskabelse, mens et lavere afkast indikerer værdiforringelse.

B&O's ROIC har i perioden 2020/21–2024/25 ligget på et gennemgående lavt og utilstrækkeligt niveau. I 2020/21 udgjorde ROIC 1,4 %, hvorefter den steg til 2,9 % i 2021/22. I 2022/23 faldt ROIC markant til –8,0 % som følge af kraftigt negativ driftsindtjening. I 2023/24 steg ROIC igen til 1,2 %, mens den i 2024/25 faldt marginalt til 1,0 %. Niveaulet ligger fortsat væsentligt under selskabets WACC og indikerer, at B&O endnu ikke skaber et tilfredsstillende afkast af den investerede kapital.

Den lave ROIC i 2024/25 skal ses i sammenhæng med den fortsat beskedne driftsindtjening. EBIT udgjorde således kun 16 mio. DKK i regnskabsåret 2024/25, mens årets resultat efter skat var –29 mio. DKK (Bang & Olufsen, 2025, s. 119). Samtidig er den investerede kapital fortsat betydelig, hvilket betyder, at selv mindre udsving i indtjeningen får relativt stor negativ betydning for kapitalafkastet.

Udviklingen afspejler, at B&O trods investeringer i produktudvikling, digitalisering og brand endnu ikke har formået at omsætte disse til en stabil og tilstrækkelig lønsom drift. ROIC-niveaulet i 2024/25 understøtter således vurderingen af, at virksomheden fortsat befinder sig i en konsolideringsfase, hvor værdiskabelsen endnu ikke matcher kapitalomkostningerne.

4.2.2 ROE

ROE (Return on Equity) er et centralt nøgletal, der måler virksomhedens evne til at skabe afkast til ejerne ved at sætte årets resultat i forhold til egenkapitalen. Nøgletallet viser dermed

værdiskabelsen set fra investorernes perspektiv og bør vurderes i sammenhæng med både indtjening og kapitalstruktur.

B&O's ROE har i hele perioden været negativ eller meget lav. I 2024/25 udgjorde årets resultat –29 mio. DKK, mens egenkapitalen var 1.144 mio. DKK, hvilket svarer til en ROE på –2,5 % (Bang & Olufsen, 2025, s. 119). Det indebærer, at egenkapitalen i regnskabsåret fortsat er blevet forrentet negativt, hvilket indikerer manglende værdiskabelse for ejerne.

Den negative ROE kan primært forklares ved svag driftsindtjening kombineret med fortsatte afskrivninger og omkostningspres. Trods strategisk fokus på brandopbygning og digitale investeringer har disse endnu ikke resulteret i et positivt afkast på egenkapitalen.

4.2.3 EBIT-margin

EBIT-marginen er et centralt mål for driftsrentabiliteten og viser, hvor stor en andel af omsætningen der realiseres som resultat før renter og skat. B&O har i hele perioden haft en meget lav EBIT-margin. I 2024/25 udgjorde den blot 0,6 %, hvilket bekræfter, at kun en meget begrænset del af omsætningen omsættes til egentligt driftsoverskud (Bang & Olufsen, 2025, s. 119).

Den lave margin afspejler et fortsat højt omkostningsniveau, særligt til personale, udvikling og markedsføring, kombineret med begrænsede stordriftsfordele. Dette gør indtjeningen sårbar over for selv mindre udsving i omsætningen. Samtidig stiller virksomhedens strategiske fokus på kvalitet, design og branding krav om betydelig omkostningseffektivisering for at opnå en mere bæredygtig lønsomhed.

4.2.4 Capital turnover

Capital turnover viser, hvor effektivt virksomheden omsætter sin investerede kapital til omsætning. B&O's capital turnover er faldet fra 1,93 i 2020/21 til 1,66 i 2024/25, hvilket indikerer en lavere kapitalproduktivitet end tidligere (Bang & Olufsen, 2025, s. 119).

Det faldende niveau peger på øget kapitalbinding uden tilsvarende vækst i omsætningen, hvilket kan relateres til investeringer i udvikling, produktplatforme og organisation. Den lave capital turnover bidrager samlet set til den svage ROIC og understreger behovet for mere effektiv udnyttelse af den investerede kapital.

4.2.5 Finansiell gearing

Finansiell gearing viser, i hvilken grad virksomheden anvender fremmedkapital i sin finansiering. B&O's financial leverage multiplier udgjorde 0,17 i 2024/25, hvilket indikerer en meget lav gearing.

Det lave niveau afspejler en forsigtig finansiell struktur med begrænset brug af gældsfinansiering. Selvom lav gearing reducerer den finansielle risiko, begrænser det samtidig muligheden for at forøge egenkapitalens afkast gennem positiv gearing. I B&O's tilfælde bidrager den lave gearing derfor ikke til at kompensere for den svage driftsrentabilitet.

4.2.6 Likviditetsgrad

Likviditetsgraden måler virksomhedens evne til at dække sine kortfristede forpligtelser med kortfristede aktiver. I 2024/25 udgjorde likviditetsgraden 2,31, hvilket indikerer en tilfredsstillende kortsigtet betalingsevne (Bang & Olufsen, 2025, s. 119).

Stigningen fra 1,42 i 2023/24 viser en forbedring af den finansielle buffer, men vurderingen skal ses i lyset af det fortsat negative frie cash flow. En solid likviditetsstyring er derfor fortsat afgørende for at sikre driftsstabilitet og opretholde tilliden hos leverandører og långivere.

4.2.7 Omsætningsvækst

Omsætningsvæksten har været negativ de seneste tre regnskabsår. I 2024/25 faldt omsætningen med -1,4 %, hvilket er en afdæmpning i forhold til fald på -6,6 % i 2022/23 og -6,0 % i 2023/24. Udviklingen indikerer fortsatte vanskeligheder med at fastholde efterspørgslen i et konkurrencepræget marked (Bang & Olufsen, 2025, s. 197).

Faldet skal ses i sammenhæng med svækket makroøkonomisk købekraft, højere renter samt øget konkurrence fra billigere substitutter i lyd- og smart home-segmentet. Hertil kommer, at B&O's høje prisposition har reduceret volumen i en periode med øget prisfølsomhed blandt forbrugerne.

Den fortsat negative vækst begrænser mulighederne for stordriftsfordele og presser dermed virksomhedens langsigtede rentabilitet og værdiskabelse, hvilket afspejles direkte i den lave ROIC og det negative frie cash flow.

4.2.8 Frit Cash flow

Frit cash flow (FCF) er et centralt nøgletal til vurdering af virksomhedens finansielle robusthed og evne til at generere likviditet efter nødvendige investeringer. Det frie cash flow

udgør det likvide råderum, der kan anvendes til gældsafvikling, udbytte eller reinvestering (Hawawini & Viallet, Finance for executives, 2022, s. 130) og indgår derfor som et hovedinput i DCF-værdiansættelsen.

B&O's frie cash flow har været negativt gennem flere år og forværredes markant i 2024/25, hvor FCF udgjorde –228,0 mio. DKK mod –38,3 mio. DKK i 2023/24 (Bang & Olufsen, 2025, s. 119). Udviklingen viser, at virksomheden ikke formår at omsætte driftsaktiviteten til positiv likviditet efter investeringer.

Det kraftigt negative cash flow i 2024/25 skyldes især et negativt driftsresultat efter skat, fortsat højt investeringsniveau samt øget kapitalbinding i arbejdskapitalen. Udviklingen understreger, at B&O fortsat er afhængig af ekstern finansiering for at understøtte driften og de strategiske investeringer.

Nøgletalsanalysen for 2020/21–2024/25 viser, at B&O fortsat er præget af lav indtjening, begrænset kapitalafkast og svag værdiskabelse. ROIC og ROE ligger på utilstrækkelige niveauer, EBIT-marginen er beskeden, og kapitalanvendelsen er ineffektiv. Likviditeten er forbedret, men det markant negative frie cash flow understreger, at den operationelle indtjening endnu ikke er finansielt bæredygtig.

På baggrund af den strategiske analyse i kapitel 3 og de regnskabsmæssige resultater i kapitel 4 foretages i kapitel 5 en fremadrettet budgettering og DCF-baseret værdiansættelse med henblik på at vurdere B&O's langsigtede værdi og investeringspotentiale.

Kapitel 5 – værdiansættelse

På baggrund af den strategiske analyse i kapitel 3 og regnskabsanalysen i kapitel 4 gennemføres i dette kapitel en værdiansættelse af Bang & Olufsen med henblik på at besvare problemformuleringens spørgsmål om virksomhedens teoretiske værdi og fremtidige indtjeningspotentiale. Regnskabsanalysen har dokumenteret lav lønsomhed, negativt frit cash flow og et ROIC-niveau væsentligt under WACC, hvilket indikerer manglende værdiskabelse i den nuværende drift.

Værdiansættelsen baseres på en DCF-model, hvor budgetteringen bygger på en forudsætningsbåren forventning om gradvis forbedring i indtjening, kapitalbinding og cash flow. Disse forudsætninger repræsenterer et markant brud med den historiske udvikling og indebærer derfor en væsentlig usikkerhed. DCF-modellen anvendes således ikke som et

eksakt målepunkt, men som et analytisk redskab til at vurdere, om – og under hvilke betingelser – B&O igen kan skabe langsigtet værdiskabelse for ejerne.

5.1 Budegettering

5.1.2 Resultatbudget

DKK millioner	2032/33	2031/32	2030/31	2029/30	2028/29	2027/28	2026/27	2025/26	2024/25
Omsætning	3.425	3.342	3.244	3.134	3.014	2.870	2.708	2.604	2.553
Vareforbrug	1.233	1.211	1.184	1.155	1.115	1.076	1.029	1.003	990
COGS i % af omsætning	36%	36%	36%	37%	37%	37%	38%	39%	39%
Eksterne omkostninger	552	536	520	505	490	476	462	449	436
Eksterne omkostninger i % af omsætning	16%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%	17%
Personaleomkostninger	1.078	1.050	1.021	993	966	940	915	890	866
Personaleomkostninger i % af omsætning	31%	31%	31%	32%	32%	33%	34%	34%	34%
EBITDA	562	545	519	481	443	378	302	262	261
Afskrivninger	287	282	276	271	265	260	255	250	245
EBIT	275	263	243	210	178	118	47	12	16
EBIT Margin	8%	8%	7%	7%	6%	4%	2%	0%	1%
Finansielle indtægter	59	60	61	62	63	64	65	67	68
Finansielle omkostninger	92	91	89	88	86	85	84	83	82
EBT	242	232	215	184	155	97	28	- 4	2
Skat	43	41	39	38	36	35	33	32	31
EAT	199	191	176	146	119	62	- 5	- 36	- 29

5.1.2.1 Omsætning

Omsætningsvæksten fastsættes til 3,8 % som et konservativt, men realistisk niveau. Ledelsen forventer for 2025/26 en vækst på 1–8 % (Bang & Olufsen, 2025, s. 12) og har et midterm-mål på ca. 8 % frem mod 2027/28 (Bang & Olufsen, 2025, s. 10). De seneste år har dog vist negativ vækst på –6,6 %, –6,0 % og –1,4 % (Bang & Olufsen, 2025, s. 119), hvilket peger på fortsat usikkerhed. En vækstrate på 3,8 % afspejler derfor en gradvis stabilisering uden at forudsætte fuld realisering af selskabets ambitioner.

5.1.2.2 Vareforbrug

Bang & Olufsens strategi fokuserer på en stigende andel af salg gennem branded channel, samt en produktportefølje med højere egenproduktion og modulære premiumprodukter. Disse initiativer forventes gradvist at reducere vareforbrugets andel af omsætningen. I fremskrivningen antages det, at vareforbrugets andel af omsætningen falder fra 38,8 % i 2024/25 til 36,0 % i 2032/33.

5.1.2.3 Andre eksterne omkostninger

Udviklingen afspejler en kontrolleret udgiftsvækst i takt med virksomhedens strategiske fokus på rentabel branding, effektivisering og digital markedsføring. B&O har i de seneste år formået at reducere marketing-ratioen, og en fortsat disciplineret omkostningsstyring vurderes realistisk.

5.1.2.4 Personaleomkostninger

Personaleomkostningerne forventes at stige fra 866 mio. DKK i 2024/25 til ca. 1.079 mio. DKK i 2032/33, svarende til en gennemsnitlig årlig vækst på 2,8 %. Udviklingen afspejler en balance mellem moderat lønpres og fortsatte effektiviseringer, som samlet set fører til en reduktion af personaleomkostningernes andel af omsætningen fra 33,9 % til ca. 31,5 %. Dette er i tråd med virksomhedens mål om at øge rentabiliteten gennem produktivitetsforbedringer og digitalisering (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 12; s. 26; s. 130). Den valgte vækstrate vurderes som konservativ, men realistisk, set i forhold til både branchens lønudvikling og Bang & Olufsens historiske omkostningsstruktur.

5.1.2.5 afskrivninger

Afskrivningerne forventes at stige fra 245 mio. DKK i 2024/25 til ca. 287 mio. DKK i 2032/33, svarende til en gennemsnitlig årlig vækst på 2 %. Stigningen vurderes som moderat og realistisk i lyset af Bang & Olufsens stabiliserede investeringsniveau og fokus på kapitaldisciplin. Afskrivningsniveauet forventes at forblive strukturelt stabilt omkring 9–9,5 % af omsætningen gennem perioden, hvilket er i overensstemmelse med virksomhedens strategiske målsætning om at skabe langsigtet rentabilitet uden overinvestering (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 12–13; s. 26; s. 130).

5.1.2.6 finansielle poster

De finansielle poster forventes samlet at udvikle sig fra et nettoresultat på –14 mio. DKK i 2024/25 til ca. –33 mio. DKK i 2032/33. Udviklingen skyldes primært lavere renteindtægter som følge af en reduceret kontantbeholdning og normalisering af markedsrenter, samt en svag stigning i finansielle omkostninger relateret til leasing og driftsfinansiering. Den samlede effekt vurderes at være neutral i forhold til EBIT-målene, idet virksomheden fastholder en lav gældsgrad og stabil finansiell struktur (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 12; s. 119; Danmarks Nationalbank 2024).

5.1.3 Balancebudget

Arbejdskapital									
DKK millioner	2032/33	2031/32	2030/31	2029/30	2028/29	2027/28	2026/27	2025/26	2024/25
Varebeholdning	531	528	521	513	502	485	466	456	447
Tilgodehavende fra salg	428	423	416	407	396	382	365	355	348
Andre tilgodehavender	75	74	72	70	68	65	62	60	59
Periodeafgrænsningsposter	62	59	57	54	52	48	45	43	42
Aktiver	1096	1084	1066	1044	1018	980	938	914	896
Leverandørgæld	616	600	582	561	538	511	481	462	453
Anden gæld	274	272	268	263	256	248	237	232	227
WCR i alt	206	212	216	220	224	221	220	220	216
Capital Employed	1096	1084	1066	1044	1018	980	938	914	896

5.1.3.1 Varebeholdning

Fremskrivningen af varebeholdningen bygger på antagelsen om, at Bang & Olufsen gradvist reducerer sin lagerbinding fra ca. 17,5 % til 15,5 % af omsætningen frem mod 2032/33. Dette afspejler virksomhedens strategiske fokus på forbedret forsyningskædestyring, digitalisering og demand-forecasting, som tydeligt fremhæves i årsrapporten for 2024/25, hvor ledelsen understreger fokus på “cash flow discipline, inventory management and operational efficiency” (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 12–13).

Udviklingen understøttes af en bred europæisk tendens til lavere lagerbinding som følge af mere stabile forsyningskæder og bedre forecast-processer. Ifølge PwC’s Working Capital Study 23/24 reducerede europæiske virksomheder deres days inventory outstanding (DIO) med 4,4, hvilket i 2022 er det laveste niveau i fem år (PwC, Working Capital Study 23/24 The Return of ‘Cash is King’, s. 13, 2023/24).

På den baggrund vurderes det, at B&O har et betydeligt potentiale for gradvist at reducere lagerbindingen uden at kompromittere leveringssikkerheden. Den anvendte fremskrivning anses derfor for realistisk og i tråd med både virksomhedens strategi og de observerede branchetendenser.

5.1.3.2 Tilgodehavender fra salg

Fremskrivningen af tilgodehavender fra salg bygger på en forventning om en gradvis forbedring af B&O cash conversion cycle, hvor days sales outstanding (DSO) reduceres moderat som følge af forbedret betalingsdisciplin og øget direkte salg gennem egne kanaler. I årsrapporten for 2024/25 fremhæver ledelsen, at virksomheden har et fortsat fokus på “cash flow discipline and commercial excellence” (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 12–13), hvilket understøtter en forventning om effektivisering af kredithåndtering.

En central drivkraft bag denne udvikling er B&O’s stigende andel af e-commerce og direkte salg, hvor betaling sker hurtigere end gennem distributørleddet. Samtidig har virksomheden investeret i forbedrede ERP- og CRM-systemer, der understøtter automatiseret fakturering og hurtigere opfølgning på fordringer (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 52). Ifølge EY’s *Industrial Manufacturing Sector Study 2024* viser, at flere virksomheder opnår forbedringer i deres DSO gennem styrket kreditstyring og AI-understøttede collection-processer. I den tyske del af industrisektoren er DSO eksempelvis forbedret med 6 dage siden 2021, mens tilsvarende virksomheder i Østrig har reduceret DSO med 8 dage (EY Partheon, Cash to build upon, Industrial Manufacturing Sector Study 2024, s. 10, 2024). Dette indikerer, at digitaliserede

processer og øget transparens i order-to-cash-flowet kan bidrage til hurtigere inddrivelse og lavere kapitalbinding.

Samlet vurderes fremskrivningen som konservativ, men realistisk. De forventede reducerede DSO-niveauer understøttes af B&O's stigende andel af direkte salg og e-commerce samt investeringer i ERP- og CRM-systemer, der muliggør hurtigere fakturering og mere effektiv opfølgning på tilgodehavender. EY's Industrial Manufacturing Sector Study 2024 viser desuden, at virksomheder, der styrker kreditstyring og anvender AI-understøttede collection-processer, har opnået markante DSO-forbedringer – eksempelvis 6–8 dage i Tyskland og Østrig. På denne baggrund vurderes det plausibelt, at B&O kan reducere tilgodehavendernes andel af omsætningen gradvist gennem perioden, om end yderligere reduktioner begrænses af afhængigheden af markeder, hvor tredjepartsdistributører fortsat medfører længere kredittider.

5.1.3.3 Andre tilgodehavender

Fremskrivningen af andre tilgodehavender bygger på en forventning om en gradvis reduktion i posten som følge af øget digitalisering, automatiseret afstemning og styrket intern likviditetskontrol. I årsrapporten for 2024/25 fremgår det, at Bang & Olufsen har styrket sine finansielle processer som led i strategien om “cash flow discipline and operational efficiency” (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 13). Denne udvikling indebærer færre manuelle mellemregninger mellem koncernselskaber og mere præcis periodisering.

Digitaliseringen af B&O's finansfunktion forventes gradvist at reducere “andre tilgodehavender”, særligt i takt med bedre datakvalitet, færre manuelle afstemninger og mere præcise faktureringsprocesser. PwC fremhæver, at automatiserede ordre-til-betaling-processer reducerer fejl, forbedrer datakvaliteten og styrker arbejdskapitalstyringen (PwC, Working Capital Study 23/24 The Return of ‘Cash is King’, s. 19-21, 2023/24). På denne baggrund vurderes den svagt faldende fremskrivning som realistisk og i overensstemmelse med branchens udvikling mod større digital modenhed.

5.1.3.4 Periodeafgrænsningsposter

Fremskrivningen af periodeafgrænsningsposter bygger på antagelsen om en gradvis stigning i posten, i takt med at B&O i stigende grad indgår flerårige aftaler om software, cloud-løsninger og licenser, der forudbetales. Disse udgifter relaterer sig til virksomhedens digitale infrastruktur og investeringer i datadrevne kundeoplevelser, som fremhævet i årsrapporten for 2024/25 (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 18–19). Stigningen afspejler derfor et strategisk skifte

mod mere abonnement- og servicebaserede teknologier, hvor udgifter periodiseres over længere tid.

Digitalisering af finansielle processer forventes gradvist at reducere B&O's "andre tilgodehavender", bl.a. gennem mere præcis fakturering og færre manuelle afstemninger. PwC fremhæver, at automatiserede ordre-til-betaling-processer og e-invoicing forbedrer datakvalitet og arbejdskapitalstyring (PwC, Working Capital Study 23/24 The Return of 'Cash is King', s. 19-20, 2023/24).

Fremskrivningen af periodeafgrænsningsposter vurderes realistisk, da B&O i stigende grad forudbetaler flerårige aftaler om software, cloud-løsninger og digitale tjenester, som periodiseres over tid. Udviklingen understøttes af PwC, som fremhæver, at digitalisering øger brugen af abonnementsbaserede teknologier.

5.1.3.5 Leverandørgæld

Fremskrivningen af leverandørgæld tager udgangspunkt i en forventning om en moderat stigning i takt med, at B&O udnytter sin styrkede forhandlingsposition og optimerer betalingsbetingelser som led i virksomhedens fokus på cash flow management. I årsrapporten for 2024/25 fremhæver ledelsen et fortsat fokus på omkostningsstyring og forbedret kapitaludnyttelse (Bang & Olufsen, 2025, s. 12–13). Dette inkluderer en mere strategisk tilgang til leverandørforhold, hvor længere betalingsfrister kombineres med partnerskaber om kvalitet og bæredygtighed.

Fremskrivningen vurderes realistisk, da større virksomheder historisk har forbedret deres arbejdskapital ved aktivt at forhandle betalingsvilkår og udnytte deres forhandlingsstyrke (PwC, Working Capital Study 23/24, s. 7–8). EY fremhæver desuden, at styring af DPO i stigende grad sker gennem justering af kreditvilkår og brug af supply chain financing for at balancere likviditet og leverandørrelationer (EY-Parthenon 2024, s. 16–17).

En moderat stigning i leverandørgældens andel af omsætningen – fra 17,7 % i 2024/25 til 18,0 % i 2032/33 – vurderes realistisk i lyset af B&O's styrkede forhandlingsposition og mere strategiske tilgang til leverandørsamarbejder. Virksomhedens fokus på optimerede betalingsbetingelser og forbedret kapitaludnyttelse trækker i samme retning. Dette underbygges af PwC, som viser, at større virksomheder historisk har forbedret arbejdskapitalen gennem aktiv forhandling af betalingsvilkår, samt af EY, der fremhæver justering af kreditvilkår og brug af supply-chain-financing som centrale greb i moderne DPO-styring.

5.1.3.6 Anden gæld

Fremskrivningen af anden gæld bygger på, at B&O bevæger sig ind i en mere stabil driftsfase efter flere år med transformation. I årsrapporten for 2024/25 fremgår det, at virksomheden har opnået en mere balanceret likviditetsstyring og et lavere behov for kortfristede hensættelser (Bang & Olufsen A/S 2025, s. 54). Det indikerer, at tidligere engangsposter og omstrukturingsrelaterede forpligtelser gradvist udfases i takt med en mere moden og forudsigelig driftsstruktur.

PwC peger på, at forbedret cash flow-disciplin og moderniserede arbejdskapitalprocesser reducerer behovet for kortfristede finansielle dispositioner. Særligt fremhæver de, at optimerede processer og øget teknologianvendelse styrker likviditetsstyringen og mindsker behovet for kortsigtede styringsgreb såsom manuelle hensættelser og ad hoc-forpligtelser (PwC, Working Capital Study 23/24, s. 19–20).

EY understreger tilsvarende, at stabilisering af arbejdskapitalen og forbedret proceskvalitet medfører færre uforudsete kortfristede poster, fordi virksomheder i højere grad arbejder med systematiske, teknologibårne finansprocesser, der øger transparens og reducerer volatilitet i driften (EY-Parthenon, Industrial Manufacturing Sector Study 2024, s. 16).

På den baggrund vurderes det realistisk, at B&O kan reducere “anden gæld” fra 8,9 % af omsætningen i 2024/25 til 8,0 % i 2032/33. Udviklingen er i tråd med en mere moden arbejdskapitalstruktur, hvor færre engangsposter, højere processtabilitet og forbedret cash flow-styring reducerer behovet for kortfristede forpligtelser.

5.2 DCF vs. Multipel metoden

Valget af værdiansættelsesmetode og de tilhørende analysemodeller tager udgangspunkt i ønsket om at opnå en helhedsorienteret vurdering af B&O baseret på både strategiske og økonomiske forhold. Formålet er at sikre en værdiansættelse, der ikke alene afspejler virksomhedens historiske resultater, men også indarbejder de forhold, som driver fremtidig værdiskabelse.

I denne opgave er DCF vurderet som den mest egnede metode, da den gør det muligt at integrere virksomhedens strategiske position, fremtidige indtjeningspotentiale og risikoprofil i én samlet beregning af den indre værdi. DCF-modellen er særligt relevant for B&O, hvor værdiskabelsen i høj grad afhænger af immaterielle aktiver såsom brandstyrke, designnavn, produktdifferentiering og globale partnerskaber. Resultaterne fra de anvendte strategiske analyser – PESTEL, Porters Five Forces, VRIO og SWOT/TOWS – bidrager til at identificere

virksomhedens konkurrenceevne, markedsmuligheder og risikofaktorer, som efterfølgende omsættes til konkrete økonomiske forudsætninger for budgettering af omsætning, marginer, investeringer og frie pengestrømme.

Fordelen ved DCF-modellen er, at den er dybt forankret i virksomhedens egne forventninger og strategiske retning. Modellen bygger på estimerede frie cash flows og inkorporerer virksomhedsspecifik risiko gennem WACC, hvilket gør det muligt at inddrage både interne og eksterne forhold i beregningen (Hawawini & Viallet, Finance for executives, 2022, s. 328). Denne egenskab gør DCF særligt velegnet til virksomheder med langsigtede strategier, tydelige investeringsprogrammer og større afhængighed af immaterielle aktiver – hvilket netop karakteriserer B&O.

Ulempen ved DCF-metoden er dens følsomhed over for inputforudsætninger. Selv små ændringer i vækstforventninger, marginprognoser eller diskonteringsrente kan skabe betydelige forskydninger i den beregnede værdi. Dette gør modellen mindre robust i perioder med høj usikkerhed, volatile markedsforhold eller ustabile historiske data. For B&O betyder det, at usikkerheder i marginudvikling og arbejdskapital kan have væsentlig indflydelse på resultatet, hvorfor følsomhedsanalyser er nødvendige for at øge troværdigheden af værdiansættelsen.

Multipelmetoden er en alternativ metode, der i teorien kan fungere som et markedsbaseret supplement til DCF (Hawawini & Viallet, Finance for executives, 2022, s. 355). Fordelen ved denne tilgang er dens enkelhed, praktiske anvendelighed og direkte markedsforankring, idet multipler giver en hurtig indikation af, hvordan markedet værdisætter lignende virksomheder.

Metoden er dog mindre egnet som primær værdiansættelse af B&O, da den forudsætter et retvisende sammenligningsgrundlag. For en nichepræget virksomhed som B&O – med relativt lav skala, høj designintensitet og en stærk luksusprofil – kan det være vanskeligt at identificere sammenlignelige virksomheder. Multiplerne tager heller ikke højde for forskelle i kapitalstruktur, vækstforventninger eller strategisk position, hvilket reducerer metodens anvendelighed i dette tilfælde. Derfor anvendes multipelmetoden ikke som beregningsmetode i opgaven, men udelukkende som teoretisk kontekst.

På denne baggrund vurderes kombinationen af de strategiske analyser og den fremadskuende økonomiske værdiansættelse gennem DCF at udgøre den mest hensigtsmæssige tilgang til bestemmelse af B&Os teoretiske markedsværdi. DCF-modellen giver den mest nuancerede og

integrerede vurdering, idet den indarbejder både strategiske drivere, finansielle forhold og virksomhedsspecifik risiko.

5.4 WACC

5.4.1 Egenkapitalens afkastkrav

Egenkapitalens afkastkrav fastsættes ved anvendelse af Capital Asset Pricing Model (CAPM), hvor afkastkravet beregnes som summen af den risikofri rente og et risikotillæg, der fremkommer som produktet af markedsrisikopræmien og virksomhedens beta-koefficient:

$$\text{Egenkapitalens afkastkrav} = \text{Risikofri rente} + (\text{markedsrisikopræmien} * \text{beta-koefficienten})$$

(Finance for executives, Hawawini & Viallet, 2022, s. 520)

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

Enhed: Pct. pro anno

	2023M12	2024M03	2024M06	2024M09	2024M12	2025M03	2025M06	2025M09
10 årig statsobligation	2,03	2,22	2,35	1,85	1,82	2,13	1,95	..

Det har ved offentliggørelsen 14. august 2025 ikke været muligt at opdatere serien med 10 årige statsobligation.

(Danmarks Statistik, 2025)

Valget af den risikofri rente tager udgangspunkt i den effektive rente på 10-årige danske statsobligationer, som pr. september 2025 udgjorde 1,95 % ifølge Danmarks Nationalbank. Denne løbetid afspejler et langsigtet afkast uden kredit- eller likviditetsrisiko og er dermed teoretisk konsistent med DCF-modellens flerårige tidshorisont. Valget af danske statsobligationer sikrer desuden valutaoverensstemmelse, idet Bang & Olufsen rapporterer i danske kroner.

Da serien endnu ikke var opdateret ved offentliggørelsen i august 2025, anvendes den senest tilgængelige observation som et konservativt og realistisk estimat for den risikofri rente. Et højere renteniveau ville medføre en lavere nutidsværdi af de fremtidige pengestrømme og dermed undervurdere virksomhedens reelle værdi, mens et for lavt niveau omvendt ville føre til en urealistisk høj værdiansættelse. Den valgte rente omkring 2 % vurderes derfor at afspejle et balanceret, markedsbaseret niveau i tråd med de langsigtede forventninger til det danske og europæiske renteniveau.

Markedsrisikopræmien udtrykker det merafkast, investorer kræver for at vælge aktier frem for risikofrie aktiver. For modne markeder estimerer Damodaran en samlet equity risk premium

på ca. 5,9 % for Danmark i 2024, hvilket placerer sig i det niveau, der typisk anvendes i værdiansættelser af virksomheder på stabile markeder. På denne baggrund anvendes en markedsrisikopræmie på 5,5 %, hvilket vurderes at være et realistisk, konservativt og langsigtet afkastkrav i en dansk kontekst (Damodaran, 2024).

Beta-koefficienten måler virksomhedens systematiske risiko i forhold til det generelle aktiemarked. Bang & Olufsen opererer i luksussegmentet og er samtidig en relativt lille børsnoteret virksomhed med betydelig konjunkturfølsomhed, hvilket tilsiger en beta højere end 1. Branchen for forbrugerelektronik og luksusprodukter viser typisk et interval på 1,1–1,4 (Damodaran, 2024). På den baggrund anvendes en justeret beta på 1,3, som vurderes at afspejle virksomhedens historiske volatilitet og eksponering mod markedsudsving, samtidig med at der tages højde for brandets stærke markedsposition og loyale kundebase.

Egenkapitalens afkastkrav	
Risikofri rente	2,0%
Betaværdi	1,30
Markedspræmie	5,5%
	9,15%

5.4.2 Fremmedkapitalens afkastkrav

Ved beregningen af WACC fastsættes fremmedkapitalens afkastkrav som det afkast, långivere kræver som kompensation for at stille kapital til rådighed. Teoretisk bestemmes dette ud fra en risikofri rente tillagt et kreditspænd og et selskabsspecifikt risikotillæg, der afspejler virksomhedens finansielle og operationelle risikoprofil.

$$\text{Fremmedkapitalens afkastkrav} = (\text{Risikofri rente} + \text{selskabsspecifik risikotillæg}) \cdot 1 - \text{skattesats}$$

Denne fremgangsmåde giver et markedsbaseret estimat for låneomkostningen og sikrer sammenlignelighed mellem virksomheder og perioder (Hawawini & Viallet, Finance for executives, 2022, s. 426).

I praksis kan den teoretiske metode dog erstattes af den faktiske lånerente, hvis denne er markedsræssig og repræsentativ for virksomhedens aktuelle kreditrisiko. For B&O vurderes dette at være tilfældet. Selskabet har i regnskabsåret 2024/25 refinansieret sin ESG-linked revolverende kreditfacilitet, som samtidig blev forhøjet fra DKK 200 mio. til DKK 300 mio., og de samlede kapitalressourcer udgør nu DKK 600 mio. (Bang & Olufsen, 2025, s. 25).

Ifølge note 6.1 er renten på faciliteten variabel og fastsat til CIBOR + 3,0 % p.a. (Bang & Olufsen, 2025, note 6.1).

Da 3-måneders CIBOR i perioden har ligget omkring 3–3,5 % ifølge Jyske Finans' aktuelle pengemarkedsrenter (jyskefinans.dk, 2025), er en effektiv lånerente omkring 6–6,5 % i overensstemmelse med markedsniveauet. Dette understøttes af selskabets rapporterede finansielle omkostninger, hvor koncernens renteudgifter fremgår af note 7.1 (Bang & Olufsen, 2025, s. 160). Hertil kommer, at selskabets langfristede banklån bærer en effektiv rente omkring 4,7 % efter refinansiering (note 17, s. 192), hvilket yderligere viser, at låneporteføljen samlet ligger i det forventede markedsspænd.

På denne baggrund vurderes B&O's faktiske lånerente at være et retvisende udtryk for fremmedkapitalens afkastkrav. Da renten er markedsbaseret, og kapitalstrukturen er styrket efter kapitaludvidelsen i november 2024 (Bang & Olufsen, 2025, s. 6 og 16), vurderes det unødvendigt at beregne et særskilt selskabsspecifikt risikotillæg. Fremmedkapitalens afkastkrav fastsættes derfor direkte på baggrund af virksomhedens faktiske lånerente.

Efter skat beregnes dette som:

fremmedkapitalens afkastkrav	
Faktisk lånerente	6,0%
skattesats	22,0%
	4,68%

$$\text{Fremmedkapitalens afkastkrav} = 6,0\% \times (1 - 0,22) = 4,68\%$$

For beregningsformålet afrundes fremmedkapitalens afkastkrav til 4,7 %, hvilket afspejler Bang & Olufsens aktuelle markedsbaserede finansieringsomkostning efter skat.

5.4.3 Kapitalstruktur

I den sidste del af WACC-beregningen kigges der på kapitalstrukturen, som viser fordelingen mellem egenkapital og fremmedkapital opgjort til markedsværdi. Kapitalstrukturen danner grundlaget for vægtningen af de to kapitalformer i beregningen af virksomhedens samlede kapitalomkostning.

Kapitalstruktur	
Antal aktier pr. 31.05.25	147.326.503
Egne aktier	2.963.183
aktiekurs pr. 31.05.25	13
Markedsværdi af EK, DKK	1.891.159.492
I mio.	1.891
Bogført værdi af EK	1.144
Market value added (MVA)	747

Aktiver		Passiver	
Bogførte aktiver	2.340	Bogført egenkapital	1.144
Market value added	747	Market value added	747
		Markedsværdi af egenkapital	1.891
		Fremmedkapital	1.196
	3.087		3.087
Pr. 31.05.2025			

B&O har pr. 31. maj 2025 en markedsværdi af egenkapitalen på ca. DKK 1.891 mio., baseret på en aktiekurs på DKK 13 og et samlet antal udstedte aktier på 147,3 mio. Heraf udgør egne aktier ca. 2,96 mio. stk. Den bogførte egenkapital udgør DKK 1.144 mio., hvilket resulterer i en MVA på DKK 747 mio. MVA'en afspejler forskellen mellem markedsværdi og bogført værdi og indikerer, at markedet vurderer selskabets fremtidige indtjeningspotentialer højere end det bogførte egenkapitalniveau.

Egenkapitalandel		Fremmedkapitalandel	
Makedsværdi af egenkapital	1.891	forpligtelser i alt	1.196
Markedsværdi af passiver	3.087	Markedsværdi af passiver	3.087
	61%		39%

De samlede aktiver udgør DKK 3.087 mio., finansieret af egenkapital på DKK 1.891 mio. og fremmedkapital på DKK 1.196 mio. Opgjort efter markedsværdi udgør egenkapitalandelen 61 %, mens fremmedkapitalandelen udgør 39 %. Dette viser en relativt solid kapitalstruktur, hvor selskabet overvejende finansieres med egenkapital.

Den forholdsvis høje egenkapitalandel peger på en moderat finansiell gearing og en lav kreditrisiko, hvilket er gunstigt i forhold til långivernes risikovurdering. Samtidig indikerer forskellen mellem bogført og markedsmæssig egenkapital, at investorerne tillægger B&O en betydelig forventning til fremtidig værdiskabelse. Dette understøttes af den forbedrede finansielle stilling efter kapitaludvidelsen i 2024 og den gradvise indtjeningsforbedring i regnskabsåret 2024/25.

5.4.4 Beregning af WACC

Den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC) udtrykker virksomhedens samlede afkastkrav og repræsenterer det minimumsafkast, som både ejere og långivere samlet set kræver for at stille kapital til rådighed. WACC anvendes således som diskonteringsrente i værdiansættelsen og afspejler den gennemsnitlige risiko ved Bang & Olufsens samlede kapitalstruktur.

På baggrund af den beregnede kapitalstruktur udgør egenkapitalandelen 61,26 %, mens fremmedkapitalandelen udgør 38,74 %. Egenkapitalens afkastkrav er fastsat til 9,15 %, hvilket afspejler investorernes forventede risikopræmie givet selskabets markeds- og driftsmæssige risikoprofil. Fremmedkapitalens afkastkrav udgør 4,68 % efter skat og er baseret på selskabets faktiske lånerente, som vurderes at være markedsræssig.

WACC beregning	
Egenkapitalandel	61,26%
Egenkapitalens afkastkrav	9,15%
Fremmedkapitalandel	38,74%
Fremmedkapitalens afkastkrav	4,68%
	7,42%

Den samlede vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning beregnes som:

$$WACC = (0,6126 \times 9,15\%) + (0,3874 \times 4,68\%) = 7,42\%$$

(Hawawini & Viallet, Finance for executives, 2022, s. 350)

Den endelige WACC på 7,42 % repræsenterer derfor B&O samlede kapitalomkostning og anvendes som diskonteringsfaktor i DCF-værdiansættelsen. Dette niveau vurderes at være passende i forhold til virksomhedens risikoprofil, kapitalstruktur og aktuelle markedsforhold.

5.5 Det frie Cash-flow

Forudsætninger	
WACC	7,42%
Skattesats	22%
Omsætningsvækst (p.a.)	2,50%
Terminalvækst	2%
Start EBIT-margin	1,50%
Mål EBIT-margin i terminalår	5%
Antal forecast-år	8,00

DKK millioner	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32	2032/33
EBIT(1-t)	34	46	59	73	87	102	118	134
Afskrivninger	80	82	84	86	88	90	92	94
CAPEX	-85	-90	-95	-100	-105	-110	-115	-120
Ændring i arbejdskapital	-10	-8	-7	-7	-6	-6	-5	-5
Nettoinvesteringer (CAPEX + ΔWC)	-95	-98	-102	-107	-111	-116	-120	-125
FCF	19	30	41	52	64	76	90	103
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,65	0,61	0,56
Nutidsværdi FCF	18	26	33	39	45	49	54	58
Kumuleret PV af FCFF	18	44	77	116	161	210	265	323
Terminalværdi	1.938							
Nutidsværdi af terminalværdi	1.093							
Nutidsværdi FCF i budgetperioden	323							
Enterprise Value (EV)	1.416							

Nettoinvesteringer	2025/26	2026/27	2027/28	2028/29	2029/30	2030/31	2031/32	2032/33
Anlægsaktiver (slut)	814	830	848	869	892	918	946	977
-Anlægsaktiver (start)	-799	-814	-830	-848	-869	-892	-918	-946
+Afskrivninger	80	82	84	86	88	90	92	94
Nettoinvesteringer i alt	95	98	102	107	111	116	120	125

Det frie cash flow (FCF) udgør et centralt element i værdiansættelsen af Bang & Olufsen, idet det viser virksomhedens evne til at generere likviditet fra driften efter nødvendige investeringer i både anlægsaktiver og arbejdskapital. I DCF-modellen anvendes FCF som fundamentet for beregningen af virksomhedens værdi, fordi netop disse pengestrømme er til rådighed for investorerne – enten som udbetalinger eller til reinvesteringer i vækst.

På baggrund af forecastforudsætningerne – en WACC på 7,42 %, en stabil årlig omsætningsvækst på 2,5 %, en gradvis forbedring af EBIT-marginen fra 1,5 % til 5 % og en terminalvækst på 2 % – er der udarbejdet et otteårigt budget, som viser en gradvist styrket indtjeningsevne. EBIT efter skat (EBIT(1-t)) stiger fra DKK 34 mio. i 2025/26 til DKK 134 mio. i 2032/33 som følge af forbedrede marginer og en stabil drift.

De positive driftsbaserede pengestrømme understøttes af relativt stabile afskrivninger, der ligger mellem DKK 80–94 mio. årligt. Disse ikke-likvide poster bidrager positivt til FCF, da de øger driftsresultatet uden at påvirke likviditeten. Omvendt trækker både CAPEX og ændringer i arbejdskapitalen ned. CAPEX er budgetteret til at stige moderat fra –DKK 85 mio. til –DKK 120 mio. i perioden, hvilket afspejler nødvendige investeringer i produktudvikling, teknologi og vedligehold af produktionsudstyr. Ændringen i æ er i hele perioden negativ, hvilket betyder, at kapitalbindingen øges – primært som følge af forventet omsætningsvækst og et højere aktivitetsniveau.

Når nettoinvesteringerne (CAPEX + ΔWC) modregnes EBIT(1-t) og afskrivningerne, resulterer dette i et årligt frit cash flow, som udvikler sig fra DKK 19 mio. i 2025/26 til DKK 103 mio. i 2032/33. Dette afspejler en virksomhedsmodel, hvor FCF gradvist styrkes i takt med forbedrede marginer og en mere omkostningseffektiv drift.

FCF for budgetperioden diskonteres ved WACC på 7,42 %, hvilket giver en samlet nutidsværdi af budgetperiodens pengestrømme på DKK 323 mio. Den afsluttende terminalværdi – beregnet med en konservativ terminalvækst på 2 % – udgør DKK 1.938 mio., og nutidsværdien heraf er DKK 1.093 mio. Dermed udgør terminalværdien ca. 77 % af den samlede værdi, hvilket er normalt for virksomheder i et modent marked med begrænset, men stabil vækst.

Samlet giver summen af nutidsværdien af de frie pengestrømme i budgetperioden og nutidsværdien af terminalværdien en enterprise value (EV) på DKK 1.416 mio. Dette indikerer, at B&O – under de opstillede forudsætninger – forventes at generere stigende og stabile frie pengestrømme over tid, drevet af marginforbedringer og kontrollerede investeringer. FCF-udviklingen viser dermed, at værdiskabelsen primært afhænger af B&O's evne til langsigtet marginløft snarere end vækst alene, hvilket stemmer overens med virksomhedens strategiske fokus på brandstyrkelse, produktlevetid og premium-positionering.

5.6 Værdiansættelse

Værdiansættes med DCF	
Nutidsværdi FCF i budgetperioden, mio. DKK	323
Nutidsværdi af terminalværdi, mio. DKK	1.093
Enterprise value, mio. DKK	1.416
Likvider, mio. DKK	145
Rentebærende gæld, mio. DKK	391
Markedsværdi af egenkapital, mio. DKK	1.170
Antal aktier (egne aktier udeladt)	144.363.320
Beregnet aktieværdi pr. aktie	8,10

Værdiansættelsen af B&O er gennemført ved anvendelse af Discounted Cash Flow-modellen (DCF), som estimerer virksomhedens nutidsværdi ved at diskontere de fremtidige frie pengestrømme (FCF) med virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC). DCF-modellen er velegnet til virksomheder med relativt stabile og forudsigelige pengestrømme og er derfor et centralt værktøj i finansiel virksomhedsanalyse (Petersen &

Plenborg, 2012).

På baggrund af de fremskrevne frie cash flows udgør nutidsværdien af FCF i budgetperioden i alt DKK 323 mio., mens nutidsværdien af terminalværdien udgør DKK 1.093 mio.

Terminalværdien beregnes via Gordon Growth-modellen med en terminalvækst på 2 %, og den bidrager med ca. 77 % af den samlede værdi, hvilket er normalt for virksomheder i modne markeder med lav, stabil vækst (Koller et al., 2020).

Den samlede enterprise value (EV) fremkommer som summen af nutidsværdien af budgetperiodens cash flows og terminalværdien og udgør DKK 1.416 mio. For at beregne værdien af egenkapitalen justeres EV for nettorentebærende gæld. Bang & Olufsen har likvider for DKK 145 mio. og rentebærende gæld på DKK 391 mio., hvilket giver en nettorentebærende gæld på DKK 246 mio. Herefter fremkommer en samlet markedsværdi af egenkapitalen (Equity Value) på DKK 1.170 mio.

For at beregne den teoretiske aktieværdi fordeles egenkapitalværdien på antallet af udestående aktier. Da egne aktier ikke indgår i værdiopgørelsen, korrigeres det samlede antal aktier til 144.363.320. Den beregnede DCF-værdi pr. aktie udgør dermed DKK 8,10.

Resultatet indikerer, at virksomhedens teoretiske værdi – baseret på de opstillede forudsætninger og forventede cash flows – ligger på et niveau, som ikke nødvendigvis afspejles i markedskursen. Denne forskel kan skyldes markedsforventninger, risikopræmier, usikkerheder omkring strategiens realisering eller generelle forhold i luksuselektronikbranchen. DCF-beregningen giver således et vigtigt perspektiv på den underliggende, langsigtede værdiskabelse sammenlignet med den kortsigtede markedsvurdering.

5.7 Følsomhedsanalyse

Analysen viser, hvordan ændringer i WACC påvirker enterprise value og aktiekursen. Da WACC er en væsentlig driver i DCF-modellen, får selv små justeringer betydelig effekt.

WACC	EV (mio. kr.)	Ændring	Aktiekurs
6,42 %	1.660	+17 %	9,55
6,92 %	1.530	+8 %	8,75
7,42 % (basis)	1.416	–	8,10
7,92 %	1.320	–7 %	7,55
8,42 %	1.230	–13 %	7,05

Terminalvæksten har stor betydning for værdiansættelsen, da terminalværdien udgør hovedparten af EV. Tabellen viser, hvordan ændringer i g påvirker resultatet.

Terminalvækst	EV (mio. kr.)	Ændring	Aktiekurs
1,0 %	1.275	-10 %	7,30
1,5 %	1.340	-5 %	7,70
2,0 % (basis)	1.416	–	8,10
2,5 %	1.505	+6 %	8,60
3,0 %	1.605	+13 %	9,15

Omsætningsvæksten påvirker FCF i budgetperioden. Tabellen viser effekten af ændringer i top linjen på EV og aktiekursen.

Ændring i omsætning	EV (mio. kr.)	Ændring	Aktiekurs
-3 %	1.292	-9 %	7,35
-2 %	1.335	-6 %	7,60
-1 %	1.375	-3 %	7,85
0 % (basis)	1.416	–	8,10
+1 %	1.458	+3 %	8,35
+2 %	1.505	+6 %	8,60
+3 %	1.553	+10 %	8,90

Analysen viser, at WACC og terminalvækst (g) er de mest følsomme parametre, da små ændringer i disse to variable fører til store ændringer i enterprise value. Omsætningsvæksten påvirker også værdien, men i markant mindre grad. Dette understreger, at investorer primært bør fokusere på virksomhedens risikoprofil og langsigtede vækstopotentiale. Analysen peger på, at den beregnede DCF-værdi bør ses som et interval snarere end et fast tal. Det samlede interval ligger mellem ca. 7 og 9,5 kr. pr. aktie, hvilket understreger betydningen af virksomhedens evne til at reducere risiko, forbedre marginer og fastholde langsigtet vækst.

Kapitel 6 Konklusion

Analysen viser, at B&O gennem sin mere end 90-årige historie har udviklet et stærkt globalt brand baseret på design, kvalitet og teknologisk innovation, men samtidig oplevet perioder med betydelige økonomiske udfordringer, omsætningsudsving og behov for kapitaltilførsel. Den strategiske analyse viser, at virksomheden i 2025 opererer i et marked præget af høj konkurrenceintensitet, teknologisk forandring og pres fra både luksusbrands og mainstream-

producenter. Samtidig fastholder virksomheden centrale styrker i form af differentierede produkter, høj brandgenkendelse og en loyal kundebase.

Den finansielle analyse af perioden 2019/20–2024/25 viser, at bruttomarginen er styrket til ca. 45 %, mens EBIT-marginen fortsat ligger omkring 1–2 %, hvilket understreger udfordringerne med at skabe stabil profitabilitet. ROIC forbliver under WACC, som i opgaven er beregnet til 7,42 %, hvilket indikerer, at B&O endnu ikke skaber økonomisk værdi på den investerede kapital. Cash flow-udviklingen er præget af udsving i arbejdskapitalen, især som følge af lagerbindinger og investeringer i produktporteføljen.

DCF-beregningen estimerer en enterprise value på 1.416 mio. kr., et resultat som fremkommer af en nutidsværdi af de frie cash flows i budgetperioden på 323 mio. kr. samt en terminalværdi på 1.093 mio. kr. Fratrullet rentebærende gæld på 391 mio. kr. og tillagt likvider på 145 mio. kr. giver dette en markedsværdi af egenkapitalen på 1.170 mio. kr., svarende til en beregnet aktiekurs på 8,10 kr. pr. aktie. Sammenlignet med den faktiske aktiekurs indikerer dette, at markedet fortsat afspejler en vis usikkerhed omkring virksomhedens evne til at realisere sit langsigtede potentiale.

Budgetanalyse og fremskrivninger viser et forventet moderat vækstforløb i omsætningen, gradvise forbedringer i marginerne og potentiale for styrket cash flow, såfremt koncernen eksekverer sin strategi og realiserer de planlagte effektiviseringer og produktlanceringer. Værdiansættelsen baseres primært på DCF-modellen, da den giver mulighed for at indarbejde både strategiske og økonomiske forhold. Multipelmetoden vurderes alene som teoretisk relevant, da B&O's nicheprægede position gør sammenligningsgrundlaget mindre retvisende.

Følsomhedsanalysen viser, at værdien er særligt følsom over for ændringer i WACC og terminalvæksten. En marginal justering i disse parametre påvirker den beregnede aktiekurs betydeligt og understreger, at DCF-resultatet bør tolkes som et interval snarere end et præcist punktestimat. På den baggrund vurderes virksomhedens teoretiske aktieværdi at ligge i et interval omkring 7–9,5 kr., afhængigt af antagelserne om risikoprofil, vækst og marginudvikling.

Samlet set ser vi, at B&O besidder betydelige strategiske styrker og et langsigtet udviklingspotentiale, men at dette endnu ikke er fuldt realiseret i de finansielle resultater. En styrket rentabilitet og konsistent cash flow-generering vil være afgørende for, at den

langsigtede teoretiske værdi kan realiseres og potentielt overstige markedets aktuelle prissætning.

Litteraturliste

Bang & Olufsen, 2020/21. *ANNUAL REPORT*, s.l.: s.n.

apple.com, 2025. *apple.com/homepod*. [Online]

Available at: <https://www.apple.com/homepod>

Bang & Olufsen, Å., 2024. [Online]

Available at: <https://investor.bang-olufsen.com/static-files/0f652437-b109-45b1-b686-a75bfaeb0c6e>

[Senest hentet eller vist den 2025].

Bang og Olufsen, w., 2025. [Online]

Available at: <https://www.bang-olufsen.com/da/dk/story/behind-beosound-theatre>

Bang og Olufsen, w., 2025. *https://www.bang-olufsen.com*. [Online]

Available at: <https://www.bang-olufsen.com/da/dk/story/atelier-editions>

Bang og Olufsen, w., 2025. *https://www.bang-olufsen.com*. [Online]

Available at: <https://www.bang-olufsen.com/da/dk/story/ferrari-collection>

bang-olufsen.com, 2025. *bang-olufsen.com*. [Online]

Available at: <https://www.bang-olufsen.com/da/dk/story/years-of-magic>

[Senest hentet eller vist den 2025].

bang-olufsen.com, 2025. *bang-olufsen.com*. [Online]

Available at: <https://www.bang-olufsen.com/da/dk/story/jacob-jensen-design-icon>

[Senest hentet eller vist den 2025].

bang-olufsen.com, 2025. *bang-olufsen.com*. [Online]

Available at: <https://www.bang-olufsen.com/da/dk/stories>

[Senest hentet eller vist den 2025].

beo.zone, 2025. *beo.zone*. [Online]

Available at: <https://beo.zone/en/beo-history>

[Senest hentet eller vist den 2025].

beo.zone, 2025. *beo.zone*. [Online]

Available at: <https://beo.zone/en/beovision-6000/>

[Senest hentet eller vist den 2025].

Børsen, 2021. Formand: B&O har manglet strategi i årevis. *Børsen*, 30 12.

Damodaran, A., 2024. *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2024 Edition*, s.l.: Stern School of Business.

Danmarks Statistik, 2025. *Danmarks Statistik*. [Online]

Available at: <https://m.statbank.dk/Data?lang=da>

denstoredanske.lex.dk, 2024. *denstoredanske.lex.dk*. [Online]
Available at: https://denstoredanske.lex.dk/Bang_&_Olufsen
[Senest hentet eller vist den 5 September 2024].

euroinvestor.dk, 2025. *euroinvestor.dk*. [Online]
Available at: <https://www.euroinvestor.dk/markedet/aktier/bang-olufsen-holding-as/88932>
[Senest hentet eller vist den 17 April 2025].

EY Partheon, Cash to build upon, Industrial Manufacturing Sector Study 2024, s. 10, 2024. *Cash to build upon, Industrial Manufacturing Sector Study 2024*, s.l.: EY Partheon.

https://samfundslitteratur.dk/sites/default/files/imported_files//Figur%25201.2_5.png, u.d.
https://samfundslitteratur.dk/sites/default/files/imported_files//Figur%25201.2_5.png. [Online].

investor.bang-olufsen.com, 2024. *investor.bang-olufsen.com*. [Online]
Available at: <https://investor.bang-olufsen.com/static-files/0f652437-b109-45b1-b686-a75bfaeb0c6e>
[Senest hentet eller vist den 17 april 2025].

investor.bang-olufsen.com, 2024. *investor.bang-olufsen.com*. [Online]
Available at: <https://investor.bang-olufsen.com/static-files/0f652437-b109-45b1-b686-a75bfaeb0c6e>
[Senest hentet eller vist den 17 april 2025].

Jyllands-posten, 2024. Vi trykker rimelig hårdt på speederen, lyder det fra B&O-formand. *Jyllands-posten*, 20 August.

jyskefinans.dk, 2025. *jyskefinans.dk*. [Online]
Available at: <https://jyskefinans.dk/rentesatser/>
[Senest hentet eller vist den 26 11 2025].

PwC, Working Capital Study 23/24 The Return of 'Cash is King', s. 13, 2023/24. *Working Capital Study 23/24 The Return of 'Cash is King'*, s.l.: PwC.

samfundslitteratur.dk, 2019. *samfundslitteratur.dk*. [Online]
Available at: https://samfundslitteratur.dk/sites/default/files/imported_files//Figur%25201.2_5.png
[Senest hentet eller vist den 2019].

sonos.com, 2025. *sonos.com*. [Online]
Available at: <https://www.sonos.com/en-us/shop/wireless-speakers>

store.google.com, 2025. *store.google.com*. [Online]
Available at: https://store.google.com/dk/product/nest_audio?hl=da

Thomsen og Bellander, J. H. o. M., 2022. *Nordnet*. [Online]
Available at: <https://www.nordnet.dk/blog/luksusmarkedets-storslaaethed/>
[Senest hentet eller vist den 2025].

Bang & Olufsen. (2024). Annual Report 2023/24. Hentet fra <https://investor.bang-olufsen.com/>

B&O A/S (2025) *Annual Report 2024/25*. Struer: B&O A/S. Hentet fra <https://investor.bang-olufsen.com/>

Interbrand. (2023). Best Global Brands. Hentet fra <https://interbrand.com/best-global-brands/>

PK Medier. (n.d.). VRIO analyse model – vurdér styrken af interne ressourcer. Hentet fra <https://pkmedier.dk/vrio-analyse-model/>

Trojka. (n.d.). Kapitel 09 – VRIO-analyse. Hentet fra <https://trojka.dk/media/39488967-b121-436e-ba5a-b6e8a8a60590/slmnQ/Trojka/Word/Strategi/Understøttende%20materiale%20-%20Word%20filer/Kapitel%2009%20-%20VRIO-analyse.docx>

Bang & Olufsen. (2024). Annual Report 2023/24. Hentet fra <https://investor.bang-olufsen.com/>

Interbrand. (2023). Best Global Brands. Hentet fra <https://interbrand.com/best-global-brands/>

PK Medier. (n.d.). VRIO analyse model – vurdér styrken af interne ressourcer. Hentet fra <https://pkmedier.dk/vrio-analyse-model/>

Trojka. (n.d.). Kapitel 09 – VRIO-analyse. Hentet fra <https://trojka.dk/media/39488967-b121-436e-ba5a-b6e8a8a60590/slmnQ/Trojka/Word/Strategi/Understøttende%20materiale%20-%20Word%20filer/Kapitel%2009%20-%20VRIO-analyse.docx>