

Verdsettelse av Bang & Olufsen A/S

Av

Malene Lovise O. Ramstad og Ragnhild H. Slettemoen

Masteroppgaven er gjennomført som et ledd i utdanningen ved Universitetet i Agder og er godkjent som en del av denne utdanningen. Denne godkjenningen innebærer ikke at universitetet inntår for de metoder som er anvendt og de konklusjoner som er trukket.

Universitetet i Agder, 2010
Fakultet for økonomi og samfunnsfag
Institutt for økonomi

Forord

Dette er en masteroppgave som representerer en avslutning på vårt femårige studie innenfor økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder. Oppgaven er skrevet på bakgrunn av en fordypning i finansiell økonomi og økonomisk styring.

Etter en gjennomgang av våre bakgrunnskunnskaper fra studiet og interesser valgte vi temaet selskapsverdsettelse. Vi var begge enige om at en masteroppgave innenfor verdsettelse ville gi oss muligheten til å kombinere organisatoriske fag, økonomiske fag og regnskapsfag. Da vi skulle velge bedrift ble vi enige om å ta utgangspunkt i en børsnotert bedrift. Kravene vi satte for valg av bedrift, var at bedriften burde ha fokus på fremtidig produktutvikling, og i tillegg være en bedrift som fanget vår interesse. For å finne en slik bedrift måtte vi også se på selskaper utenfor Norge, og valget falt på det danske selskapet Bang & Olufsen. De oppfylte kravene våre, og var i tillegg en bedrift som hadde blitt hardt rammet av finanskrisen. Dette syntes vi virket interessant å jobbe videre med.

Utredningen av masteroppgaven har vært en tidkrevende, men lærerik prosess. Vi har fått en større innsikt i hvordan strategi- og regnskapsanalyse implementeres på et praktisk nivå. Dette er gode kunnskaper å ta med seg videre. Godt samarbeid og faglige diskusjoner har vært essensielt i oppgaveskrivingen vår, og dette har vært med på å videreutvikle våre evner og kunnskaper.

Vi vil til slutt rette en stor takk til vår veileder, førsteamanuensis Leif Atle Beisland, for gode innspill og tilbakemeldinger underveis.

Kristiansand, juni 2010

Ragnhild H. Slettemoen

Malene Lovise O. Ramstad

Sammendrag

Vi vil i denne oppgaven utføre en fundamental verdsettelse av Bang & Olufsen basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Målet med oppgaven er å komme frem til en verdi på egenkapitalen tilhørende Bang & Olufsen. Dette gjøres på bakgrunn av en strategisk analyse og en regnskapsanalyse.

Oppgaven innledes med en kort presentasjon av Bang & Olufsens historiske og nåværende situasjon. Deretter gir vi en presentasjon av hvorfor verdsettelse utføres og en oversikt over de ulike verdsettelsesmetodene.

Videre følger en strategisk analyse av Bang & Olufsen. Dette er nødvendig for å kunne utføre en god fundamental analyse. Dette er med på å danne grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

En regnskapsanalyse blir utført ved å ta utgangspunkt i de fem siste finansregnskapene til bedriften, hvor vi analyserer lønnsomhet, vekst og risiko. Regnskapsanalysen er basert på et investorperspektiv som forutsetter at det først må foretas en omgruppering av finansregnskapet.

På bakgrunn av den strategiske regnskapsanalysen blir fremtidsregnskapet utarbeidet. Deretter beregnes avkastningen på totalkapitalen ved hjelp av WACC, som er nødvendig for å foreta en verdsettelse. Bang & Olufsen blir så verdsatt ved å bruke superprofittmodellen ved totalkapitalmetoden. Vi viser videre at vi har kommet frem til en aksjeverdi på 51,65 danske kroner mot en markedspris på 53,50 per 21. mai 2010.

Til slutt har vi gjennomført en sensitivitetsanalyse for å avdekke risiko knyttet til beregningene vi har utført.

Innholdsfortegnelse

FORORD	III
SAMMENDRAG	IV
1 BANG & OLUFSEN	- 1 -
1.1 HISTORIE	- 1 -
1.2 BANG & OLUFSEN I DAG	- 2 -
1.4 MARKEDSINFORMASJON OG OMSETNING.....	- 3 -
1.5 VISJON, VERDIER OG STRATEGI	- 4 -
1.6 POLE POSITION STRATEGI.....	- 5 -
2 VERDSETTELSESTEORI	- 6 -
2.1 VERDSETTELSESMODELLER.....	- 7 -
2.1.1 <i>Fundamental verdsettelse</i>	- 7 -
2.1.2 <i>Relativ verdsettelsesmetode</i>	- 15 -
2.1.3 <i>Balansebaserte metoder</i>	- 17 -
2.1.4 <i>Valg av verdsettelsesmetode</i>	- 18 -
3 STRATEGISK ANALYSE	- 19 -
3.1 EKSTERN ANALYSE.....	- 20 -
3.1.2 <i>Porters fem konkurransekrefter</i>	- 20 -
3.1.3 <i>PEST – Analyse av makroomgivelsene</i>	- 28 -
3.2 INTERN ANALYSE	- 33 -
3.2.1 <i>VRIO – modellen</i>	- 34 -
3.3 SWOT – ANALYSE	- 39 -
4 REGNSKAPSANALYSE	- 42 -
4.1 OMGRUPPERING	- 42 -
4.1.1 <i>Omgruppering av egenkapitalredegjørelsen</i>	- 43 -
4.1.2 <i>Omgruppering av resultatregnskap</i>	- 44 -
4.1.3 <i>Omgruppering av balansen</i>	- 45 -
4.1.4 <i>Omgruppering av kontantstrømoppstillingen</i>	- 48 -
4.2 LØNNSOMHETSANALYSE	- 49 -
4.2.1 <i>Profitt margin (Profit margin)</i>	- 50 -
4.2.2 <i>Kapitalens omløpshastighet (Asset turnover)</i>	- 52 -
4.2.3 <i>Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (Return on net operating assets)</i>	- 54 -
4.2.4 <i>Finansiell gjeldsgrad (financial leverage)</i>	- 55 -
4.2.5 <i>Spread</i>	- 56 -
4.2.6 <i>Avkastning på ordinær egenkapital (ROCE)</i>	- 57 -
4.3 VEKSTANALYSE	- 59 -
4.3.1 <i>Utarbeiding av kjernerresultatregnskap</i>	- 59 -
4.3.2 <i>Analyse av vekst i avkastning på ordinær egenkapital</i>	- 61 -
4.3.3 <i>Analyse av vekst i ordinær egenkapital</i>	- 63 -
4.4 RISIKOANALYSE	- 64 -
4.4.1 <i>Likviditetsanalyse</i>	- 64 -
4.4.2 <i>Soliditetsanalyse</i>	- 66 -
5 UTARBEIDING AV FREMTIDSREGNSKAP	- 68 -
5.1 PROGNOTISERING AV FINANSREGNSKAPET	- 68 -
5.1.1 <i>Prognostisering av resultat</i>	- 68 -
5.1.2 <i>Prognostisering av balanse</i>	- 76 -
6 AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN	- 82 -
6.1 AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	- 82 -
6.2 KAPITALSTRUKTUR	- 83 -
6.3 AVKASTNING PÅ FREMMEDKAPITALEN	- 84 -

6.4 BEREGNING AV WACC	- 84 -
7 VERDSETTELSE AV BANG & OLUFSEN.....	- 86 -
7.1 HORISONTVERDI.....	- 86 -
7.2 VERDSETTELSE AV BANG & OLUFSEN VED SUPERPROFITTMODELLEN	- 87 -
8 SENSITIVITETSANALYSE	- 90 -
8.1 ENDRING I LANGSIKTIG VEKSTRATE OG WACC	- 90 -
9 MULTIPLIKATORANALYSE.....	- 92 -
9.1 P/E	- 92 -
9.2 P/B	- 93 -
9.3 P/S	- 94 -
10 KONKLUSJON.....	- 96 -
REFERANSELISTE.....	- 98 -
VEDLEGG.....	- 108 -

Figuroversikt

FIGUR 1: NETTOOMSETNING PER REGION	- 3 -
FIGUR 2: FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	- 7 -
FIGUR 3: STRATEGISK ANALYSE	- 19 -
FIGUR 4: PORTERS FEM KONKURRANSEKREFTER	- 20 -
FIGUR 5: PEST - ANALYSE	- 28 -
FIGUR 6: VRIO - MODELLEN	- 35 -
FIGUR 7: VRIO - MODELLEN FOR BANG & OLUFSEN	- 38 -
FIGUR 8: OPPSUMMERING VED SWOT - ANALYSE	- 39 -
FIGUR 9: DUPONT MODELLEN	- 49 -

Tabelloversikt

TABELL 1: REEL BNP	30
TABELL 2: OMGRUPPERING AV EGENKAPITALREDEGJØRELSEN	44
TABELL 3: OMGRUPPERING AV RESULTATREGNSKAPET	45
TABELL 4: OMGRUPPERING AV BALANSEN	47
TABELL 5: OMGRUPPERING AV KONTANTSTRØMOPPSTILLINGEN	48
TABELL 6: PROFITT MARGIN, BANG & OLUFSEN	50
TABELL 7: PROFITT MARGIN, LOEWE	50
TABELL 8: DEKOMPONERING AV PROFITT MARGIN	51
TABELL 9: KAPITALENS OMLØPSHASTIGHET, BANG & OLUFSEN	52
TABELL 10: KAPITALENS OMLØPSHASTIGHET, LOEWE	52
TABELL 11: DEKOMPONERING AV KAPITALENS OMLØPSHASTIGHET	53
TABELL 12: AVKASTNING PÅ NETTO OPERASJONELLE EIENDELER, BANG & OLUFSEN	54
TABELL 13: AVKASTNING PÅ NETTO OPERASJONELLE EIENDELER, LOEWE	54
TABELL 14: FINANSIELL GJELDSGRAD, BANG & OLUFSEN	55
TABELL 15: FINANSIELL GJELDSGRAD, LOEWE	55
TABELL 16: NETTO LÅNEKOSTNAD, BANG & OLUFSEN	56
TABELL 17: NETTO LÅNEKOSTNAD, LOEWE	56
TABELL 18: SPREAD, BANG & OLUFSEN	57
TABELL 19: SPREAD, LOEWE	57
TABELL 20: AVKASTNING PÅ ORDINÆR EGENKAPITAL, BANG & OLUFSEN	58
TABELL 21: AVKASTNING PÅ ORDINÆR EGENKAPITAL, LOEWE	58
TABELL 22: OPPSUMMERING LØNNSOMHETSANALYSE, BANG & OLUFSEN	58
TABELL 23: KJERNE DRIFTSRESULTAT	60
TABELL 24: VEKSTANALYSE	62
TABELL 25: KJERNE SALGS PM	62
TABELL 26: ENDRING I RNOA	62
TABELL 27: ENDRING I CSE	63
TABELL 28: LIKVIDITETSGRAD 1, BANG & OLUFSEN	64
TABELL 29: LIKVIDITETSGRAD 1, LOEWE	64
TABELL 30: LIKVIDITETSGRAD 2, BANG & OLUFSEN	65
TABELL 31: LIKVIDITETSGRAD 2, LOEWE	65
TABELL 32: SOLIDITET, BANG & OLUFSEN	66
TABELL 33: SOLIDITET, LOEWE	66
TABELL 34: PROGNOTISERING AUTOMOTIVE	69
TABELL 35: PROGNOTISERING ENTERPRISE	70
TABELL 36: PROGNOTISERING LYD OG BILDE	71
TABELL 37: PROGNOTISERING BANG & OLUFSEN ICEPOWER	71
TABELL 38: PROGNOTISERING AV TOTAL SALGSINNTEKT	71
TABELL 39: BRUTTOFORTJENESTE	73
TABELL 40: UTVIKLINGSKOSTNADER	74
TABELL 41: DISTRIBUSJONS- OG MARKEDSFØRINGSKOSTNADER	75
TABELL 42: ADMINISTRASJONSKOSTNADER	75
TABELL 43: PROGNOTISERING AV KJERNE DRIFTSRESULTAT	76

TABELL 44: PROGNOTISERING AV BALANSE -----	81 -
TABELL 45: BEREGNING AV MARKEDSVERDIEN TIL BANG & OLUFSEN-----	84 -
TABELL 46: WACC KOMPONENTER -----	84 -
TABELL 47: VERDSETTELSE AV BANG & OLUFSEN -----	88 -
TABELL 48: ENDRING I VEKST OG WACC -----	90 -
TABELL 49: ENDRING I WACC -----	91 -
TABELL 50: ENDRING I AKSJEPRIS -----	91 -
TABELL 51: P/E -----	92 -
TABELL 52: P/B -----	93 -
TABELL 53: P/S -----	94 -

Vedleggsoversikt

VEDLEGG 1: OPPRINNELIG EGENKAPITALREDEGJØRELSE, BANG & OLUFSEN	- 108 -
VEDLEGG 2: OPPRINNELIG RESULTATREGNSKAP, BANG & OLUFSEN	- 108 -
VEDLEGG 3: OPPRINNELIG BALANSE, BANG & OLUFSEN.....	- 109 -
VEDLEGG 4: OPPRINNELIG KONTANTSTRØMOPPSTILLING, BANG & OLUFSEN.....	- 110 -
VEDLEGG 5: OPPRINNELIG EGENKAPITALREDEGJØRELSE, LOEWE.....	- 111 -
VEDLEGG 6: OPPRINNELIG RESULTATREGNSKAP, LOEWE.....	- 111 -
VEDLEGG 7: OPPRINNELIG BALANSE, LOEWE	- 112 -
VEDLEGG 8. OMGRUPPERT EGENKAPITALREDEGJØRELSE, LOEWE	- 113 -
VEDLEGG 9: OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP, LOEWE	- 113 -
VEDLEGG 10: OMGRUPPERT BALANSE, LOEWE	- 114 -

1 Bang & Olufsen

Bang & Olufsen utvikler, produserer og selger et stort utvalg av eksklusive lyd- og bildeprodukter som tv'er, musikkssystemer, multimedieprodukter, telefoner og høyttalere. Produktene er basert på ny teknologi med høy kvalitet og brukervennlighet, samtidig som bedriften har et stort fokus på elegant design (Bang & Olufsen, 2009).

Den største delen av produktutviklingen og produksjonen foregår i Struer i Danmark. I 2006 etablerte de en fabrikk i Koprivnice i Tsjekkia. Firmaet har i dag omtrent 2550 ansatte over hele verden, og produktene selges i over 1200 forretninger i mer enn 100 land (Bang & Olufsen, u.å.).

1.1 Historie

Bang & Olufsen ble i 1925 grunnlagt av to unge danske ingeniører, Peter Bang og Sven Olufsen, som delte en felles interesse for radioen. De ønsket å utvikle en radio som gikk på strøm, men de endte opp med å utvikle "Eliminatoren" – en transformator som eliminerte behovet for batterier (Bang & Olufsen, 2009).

De bygde sitt første produksjonsanlegg i 1927, men på slutten av andre verdenskrig ble det bombet. Etter krigen startet de gjenoppbyggingen av anlegget og i løpet av 1950- og 60-tallet ble de en veletablert bedrift. Videre ble de kjent som "Det danske kvalitetsmerket" (Bang & Olufsen, 2009).

På slutten av 1960-tallet kom det sterk konkurranse fra Asia og flere europeiske elektronikkbedrifter måtte legge ned. Bang & Olufsen ble da tvunget til å velge en alternativ strategi for å overleve, og bestemte seg for å alliere seg med arkitekter og designere for å fokusere på kvalitet og design. De begynte samtidig å eksportere produktene (Bang & Olufsen, 2009).

På slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet fikk de problemer med inntjeningen. De valgte å utforme en ny distribusjonsstrategi som gikk ut på å opprette egne forretninger,

B1 butikker, hvor det kun ble solgt Bang & Olufsen produkter. Senere utviklet de et konsept kalt "Shop-in-shop" (Bang & Olufsen, 2009).

På begynnelsen av 2000-tallet etablerte de et nytt forretningsområde kalt "Automotive" som omfatter utvikling, produksjon og salg av eksklusive lydsystemer til biler.

Som følge av finanskrisen opplevde Bang & Olufsen en problemfylt periode med mindre suksessfulle produktlanseringer. Høsten 2008 lanserte de en ny strategiplan med navn "Pole Position Strategy 2008" (Bang & Olufsen, 2009).

1.2 Bang & Olufsen i dag

Bang & Olufsen har de siste årene utvidet sitt forretningsområde til å produsere eksklusive lydsystemer til biler. Dette har blitt en viktig del av deres kjernevirksomhet. Bang & Olufsen Automotive har inngått samarbeid med bilprodusenter som Audi, Aston Martin og Mercedes (Bang & Olufsen, 2009).

Avdelingen Bang & Olufsen Enterprise selger lyd- og bildeprodukter til luksushoteller og større eiendomsprosjekter. De er representert på over 200 femstjerners hoteller, hovedsakelig i Midtøsten og Asia (Bang & Olufsen, 2009).

Salget skjer igjennom to typer dedikerte Bang & Olufsen butikker. Vi skiller mellom B1-butikker og "Shop-in-shop" butikker. B1-butikker selger hovedsakelig Bang & Olufsen produkter og står for 81 % av omsetningen. Shop-in-shop butikkene er et konsept som går ut på å opprette egne Bang & Olufsen avdelinger i andre elektrobutikker. Målet til Bang & Olufsen er at kundene alltid skal møte et velopplært personale (Bang & Olufsen, 2009).

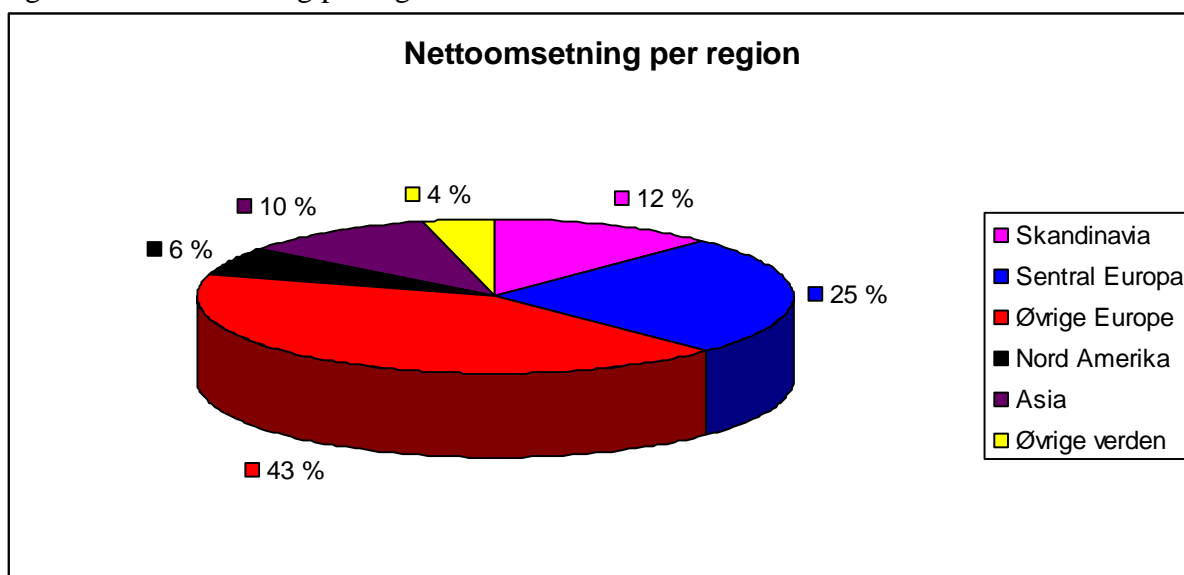
Bang & Olufsen konsentrer seg i dag om produksjon av komponenter, hvor virksomheten har spesiell ekspertise, og hovedsakelig dreier dette seg om innfarging, bearbeiding og overflatebehandling av aluminium. De kjøper andre delkomponenter og halvfabrikata av eksterne leverandører. Teknologi og software utviklet av bedriften inngår i alle deres

produkter og er en viktig faktor som skiller deres produkter i fra mange andres (Bang & Olufsen, 2009).

Lyd og bilde, Automotive og Enterprise segmentene utgjør Bang & Olufsens merkeavhengige produksjon. Disse står for 97 % av omsetningen. De resterende 3 % av omsetningen kommer fra merkeuavhengig produksjon, Bang & Olufsen ICEpower. De utvikler, produserer og selger små digitale forsterkerenheter, som brukes i Bang & Olufsen høytalere og bilsystemer. Bang & Olufsen ICEpower selger blant annet mobiltelefonkomponenter til Samsung (Bang & Olufsen, 2009).

1.4 Markedsinformasjon og omsetning

Figur 1: Nettoomsetning per region



(Bang & Olufsen, 2009)

Det viktigste markedet er Europa, som står for 80 % av omsetningen. Omsetningen er størst i Tyskland, Storbritannia og Danmark.

1.5 Visjon, verdier og strategi

En visjon representerer et fremtidsbilde av hvordan en ønsker at bedriften skal utvikle seg (Roos et al., 2005)

Peter Bang og Svend Olufsen formulerte allerede i 1920 et grunnleggende hovedmål for bedriften. *Foretaksomhet er en nødvendighet – en uendelig vilje til å skape det beste av det beste – og stadig finne nye måter til forbedring.* Bedriften har ført denne visjonen videre igjennom alle generasjonene, og den blir i dag uttrykt som; *Mot til å overskride grenser for å skape opplevelser som overrasker og holder* (Bang & Olufsen, u.å.).

Bang & Olufsen uttrykker deres verdier med fire ord:

Raffinement

Målet er å gjøre det best mulig helt ned til den minste detalj.

Synergi

Evnen til å balansere og kombinere flere krefter som kan virke motstridende, og ut i fra det skape noe som ikke er sett eller hørt før.

Originalitet

Forutsigbarhet og status quo er deres fiender. De bryter konstant barrierer og presser seg selv til å gjøre ting som virker umulige. På denne måten oppstår overraskelser og innovasjon, som igjen skaper nye ideer.

Passion (lidenskap)

Alle kreative krefter, all kreativitet og enhver form for ekstraordinær innsats og energi krever at de føler noe helt spesielt for det de lager. Felles betegnelse for disse følelsene er entusiasme, stolthet og passion for deres virksomhet, produkter og tradisjoner (Bang & Olufsen, u.å.).

1.6 Pole Position strategi

Bang & Olufsen lanserte i 2008 en ny strategi, Pole Position strategien, og denne består av tre hovedpunkter:

1) Lønnsomhet – Handling nå

- sikre profitt umiddelbart, i et nedgangsmarked, ved å kutte kostnader.

2) Salg – Reorganisering og økning

- gjennom en ny global organiseringsform med sterk backup.

3) Produkter – En teknologi plattform

- flere nye produktlanseringer med rett kvalitet til rett tid.

- TV- og videosystemer
- Lydsystemer
- Hjemme integrerte lydsystemer

(Bang & Olufsen, 2008)

For å kunne gjennomføre Pole Position strategien var det nødvendig for Bang & Olufsen å foreta en omstrukturering (Bang & Olufsen, 2009). Skarning (2005) definerer omstrukturering som endringer i måten bedriften organiseres på. Omstruktureringen av Bang & Olufsen ble planmessig utført i to omstrukturingsrunder i regnskapsåret 2008/2009. Målet ved omstruktureringen var å få ned kostnadene knyttet til salg, administrasjon og produksjon både internasjonalt og i Danmark (Bang & Olufsen, 2009).

2 Verdsettelsesteori

Det er ofte nødvendig å verdsette bedrifter, og det finnes mange grunner til dette. Verdsettelse utføres som oftest ved kjøp og salg av virksomheter og ved fusjoner. Verdsettelse er også aktuelt ved:

- Fisjoner
- Generasjonsskifte
- Eiendomstaksering ved beregning av eiendomsskatt
- Emisjoner
- Kredittvurdering
- Bedriftens vurdering av egen verdiutvikling

(Boye og Meyer, 1998; Boye og Dahl, 1995)

Det finnes både eksterne og interne interessenter når det kommer til verdsettelse av en bedrift, og hensikten deres er ofte forskjellig. Interne interessenter er bedriftens ledelse. Verdsettelse er både aktuelt for børsnoterte og ikke-børsnoterte selskap. Børsnoterte selskaper har til enhver tid en markedsverdi, men ved å foreta en verdsettelse av firmaet kan ledelsen få større innsikt i lønnsomheten til hver enkelt avdeling. Ikke-børsnoterte selskaper bør regelmessig verdsettes for å kartlegge fremtidig utvikling (Boye og Meyer, 1998). Ledelsen kan bruke resultatet av verdsettelsen til å vurdere om eksisterende strategi skal benyttes eller om det må utvikles en ny. Dette blir kalt verdibasert ledelse (Penman, 2007).

Eksterne aktører kan være individuelle investorer som analyserer bedrifter for å finne ut om en bedrift er en god investering. Et annet eksempel er meglerfirmaer som verdsetter på vegne av individuelle investorer og bedrifts investorer, og ut i fra dette anbefaler om investorene bør kjøpe, selge eller holde en aksje (Soffer og Soffer, 2003).

En verdsettelse bygger på antakelser om en bedrifts fremtidige kontantstrømmer. Ettersom fremtiden er ukjent vil det være en viss usikkerhet knyttet til verdiesimatet som har blitt utviklet (Boye og Meyer, 1998).

2.1 Verdsettelsesmodeller

Det finnes et bredt spekter av individuelle verdsettelsesmodeller i praksis, fra de enkleste til de mest sofistikerte. Disse modellene har forskjellige forutsetninger, men de deler også flere likehetstrekk som gjør at vi kan dele de inn i hovedgrupper. Hovedgruppene er ikke gjensidig utelukkende, og det er derfor mulig å benytte seg av flere (Damodoran, 2002).

I teorien finnes det flere ulike inndelinger av hovedgruppene. Vi har valgt følgende inndeling;

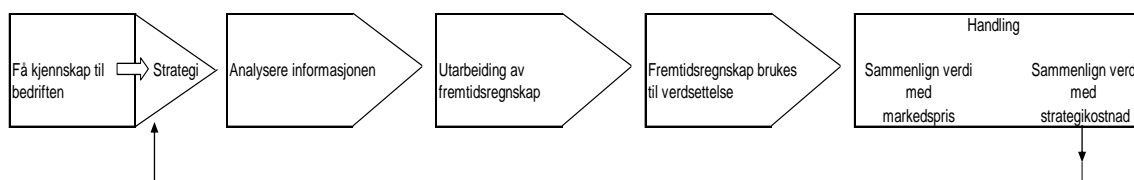
- Fundamental verdsettelse
- Relativ verdsettelse
- Balansebasert verdsettelse

2.1.1 Fundamental verdsettelse

Penman (2007) definerer fundamental analyse som en metode for å analysere informasjon, forutsi fremtidig overskudd ut ifra denne informasjonen og å komme frem til en verdsettelse basert på dette.

Hovedskillet mellom verdsettelsesmetodene er at fundamental verdsettelse krever prognostisering. Fundamental analyse består av fem steg. Figuren nedenfor viser hvert av disse stegene og hvordan de er relatert til hverandre (Penman, 2007).

Figur 2: Fundamental verdsettelse



(Penman, 2007)

1) Få kjennskap til bedriften

For å kunne utføre en god fundamental analyse er det nødvendig å forstå både bedriftens interne og eksterne forhold. Analytikeren må blant annet vurdere produktene, kunnskapsnivået, konkurrentene, forskning og utvikling, og i tillegg lovgivning som påvirker bedriften. Etter å ha vurdert disse forholdene utvikler bedriften en strategi som en intern analytiker skal teste gjennom de neste fire stegene. En ekstern analytiker bruker derimot en gitt strategi som grunnlag for verdsettelsesprosessen (Penman, 2007; Soffer og Soffer, 2003).

2) Analysere informasjon

Analytikeren bruker historisk informasjon, både kvantitativt og kvalitativt, for å få en bedre forståelse av bedriftens lønnsomhet, vekst og behov for ressurser. Regnskapsanalyse er en viktig del av informasjonsbehandlingen. Regnskapet må omgrupperes slik at det kan utvikles prognoser for fremtiden. De to første stegene i den fundamentale analysen må ikke gjøres kronologisk, men begge må være fullført før man kan gå videre til steg tre (Penman, 2007; Soffer og Soffer, 2003).

3) Utarbeiding av fremtidsregnskap

Videre må bedriftsanalysen og regnskapsinformasjonen brukes for å kunne forutsi de finansielle resultatene for fremtiden. Utarbeiding av fremtidsregnskap består av to trinn. Analytikeren må prognostisere (forecaste) ulike deler av finansregnskapet i tillegg til nøkkeltall for fremtiden. Dette avhenger av hvilken verdsettelsesmetode som er valgt. Etter dette utføres selve prognostiseringen (Penman, 2007; Soffer og Soffer, 2003).

4) Fremtidsregnskap brukes til verdsettelse

Verdsettelsen går ut på å bruke fremtidsregnskapet og valgte verdsettelsesmodeller for å bestemme verdien på firmaets egenkapital (Penman, 2007; Soffer og Soffer, 2003).

5) Handling

Etter å ha kommet frem til en verdi på selskapets egenkapital tar både de interne og eksterne analytikerne stilling til om investeringen er lukrativ. Eksterne analytikere sammenligner den estimerte verdien med markedsverdien, og ut i fra dette bestemmer de seg for å selge, kjøpe eller holde aksjen. Interne analytikere må ta stilling til om strategien skal aksepteres eller

forkastes. Dette gjøres ved å vurdere den estimerte verdien av investeringen opp i mot kostnadene (Penman, 2007; Soffer og Soffer, 2003).

2.1.1.1 Dividendmodellen (Dividend discount model)

Dividendmodellen gir oss verdien på en bedrifts egenkapital ved å beregne nåverdien av forventet fremtidig utbytte (Damodoran, 2002). Damodoran (2002) definerer utbytte som den kontantstrømmen aksjonærer mottar fra et firma. For å benytte dividendmodellen er det nødvendig å prognostisere utbytte og omforme prognosene til en verdi. Dette gjøres ved å neddiskotere prognosene med avkastningskravet til egenkapitalen (Penman, 2007). Dividendmodellen er grunnmodellen når det kommer til fundamental verdsettelse (Palepu, Healy og Bernard, 2000).

$$V_0^E = \frac{d_1}{\rho_E} + \frac{d_2}{\rho_E^2} + \frac{d_3}{\rho_E^3} + \frac{d_4}{\rho_E^4} + \dots$$

Et firma forventer å utbetale utbytte i all fremtid så lenge driften opprettholdes. Hvis firmaet forventer å vokse med en konstant rate i fremtiden antas det at utbyttet vil gjøre det samme. Ved hjelp av Gordons vekstmodell (Gordons growth model) kan man finne verdien av de fremtidige utbyttene etter at konstant vekst har inntrådt (Penman, 2007). Modellen vil da se slik ut:

$$V_0^E = \frac{d_1}{\rho_E} + \frac{d_2}{\rho_E^2} + \frac{d_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{d_T}{\rho_E^T} + \frac{\left(\frac{d_{T+1}}{\rho_E - g}\right)}{\rho_E^T}$$

d:	Utbytte (dividend)
ρ_e :	1 + Avkastningskrav til egenkapitalen (cost of capital for equity)
V_e :	Verdi egenkapital (value of equity)
g:	1 + Vekst

Dividendmodellen fungerer best når firmaet har et gitt utbytteforhold, men dette er ikke alltid tilfelle. Modellen krever også at fremtidig vekst forutsettes, og resultatet av modellen er svært sensitiv for denne forutsetningen (Penman, 2007).

2.2.1.2 Frikontantstrømmodellen (Discounted cash flow model)

Frikontantstrømmodellen er den verdsettelsesmodellen som er mest brukt i praksis. Modellen bygger på nåverdiregelen som går ut på at verdien av en eiendel er nåverdien av dens forventede fremtidige kontantstrømmer (Damodoran, 2002; Soffer og Soffer, 2003).

Verdien på et firma er summen av investerings og operasjonelle aktiviteter. Denne verdien er fordelt mellom firmaets kreditorer og debitorer. Målet er å finne verdien på firmaets egenkapital. Frikontantstrømmodellen finner verdien på egenkapitalen indirekte ved å først beregne verdien på firmaet og deretter trekke fra netto gjeld (Penman, 2007).

$$V_0^E = \frac{C_1 - I_1}{\rho_F} + \frac{C_2 - I_2}{\rho_F^2} + \frac{C_3 - I_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{C_T - I_T}{\rho_F^T} + \frac{CV_T}{\rho_F^T} - V_0^D$$

C:	Operasjonell kontantstrøm (cash flow from operations)
I:	Finansiell kontantstrøm (cash investment)
C-I:	Fri kontantstrøm (free cash flow)
ρ_F :	1 + Avkastningskrav til totalkapitalen (cost of capital for the firm)
CV:	Horisontverdi (continuing value)
V_D/V_e :	Verdi gjeld/egenkapital (value of debt/equity)

Modellen går ut på å prognostisere fremtidige frie kontantstrømmer for så å neddiskontere dem ved bruk av avkastningskravet til totalkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes ved hjelp av WACC (Penman, 2007).

Frikontantstrømmodellen krever prognostisering av frie kontantstrømmer for all fremtid. Desto lengre frem i tid man prognostiserer, jo mer upresist blir det. Det er derfor vanlig å prognostisere for en kortere tidsperiode, ofte mellom 5 og 10 år. For å fange opp verdien etter denne tidsperioden beregnes horisontverdien (continuing value) i det siste året (Penman, 2007). Hvis en forutsetter konstant vekst vil formelen for horisontverdien se slik ut:

$$CV_T = \frac{C_{T+1} - I_{T+1}}{\rho_F - g}$$

Selv om denne modellen er enkel å forstå har den også noen begrensninger. Frie kontantstrømmer måler ikke de verdier som blir lagt til på kort sikt. Grunnen til dette er at en investering vil redusere de frie kontantstrømmene på nåværende tidspunkt, for så å øke de i fremtiden (Penman, 2007).

Penman (2007) mener at modellen fungerer best for bedrifter med positive frie kontantstrømmer som vokser med en konstant rate.

2.1.1.3 Superprofittmodellen (Residual earnings model)

En grunnleggende investeringsregel er at investeringer bare tilfører ekstra verdi hvis de gir høyere avkastning enn avkastningskravet. Det firmaet sitter igjen med, utover avkastningskravet, blir kalt superprofitt (Penman, 2007).

En frikontantstrømprgnose kan bli omarbeidet til en superprofittprognose. Superprofittmodellen og frikontantstrømmodellen vil gi samme verdi så lenge forutsetningene er identiske. Egenkapitalen finnes direkte ved egenkapitalmetoden eller indirekte ved totalkapitalmetoden (Soffer og Soffer, 2003).

Egenkapitalmetoden

$$V_0^E = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_2}{\rho_E^2} + \frac{RE_3}{\rho_E^3} + \dots + \frac{RE_T}{\rho_E^T} + \frac{\left(\frac{RE_{T+1}}{\rho_E - g}\right)}{\rho_E^T}$$

B_0 : Inngående bokført verdi på egenkapitalen (book value of equity)

ρ_e : 1 + Avkastningskrav til egenkapitalen (cost of capital for equity)

V_e : Verdi på egenkapitalen (value of equity)

RE: Superprofitt ved egenkapitalmetoden (residual earnings)

RE formel: Fullstendig nettoresultat (comprehensive income) - (avkastningskrav til egenkapitalen
* inngående bokført verdi på egenkapitalen)

Modellen tar utgangspunkt i inngående bokført verdi på egenkapitalen og ekstra verdi legges til ved å prognostisere fremtidig superprofitt.

Totalkapitalmetoden

$$V_0^E = CSE_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{\left(\frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - g}\right)}{\rho_F^T}$$

V_e :	Verdi på egenkapitalen (value of equity)
CSE_0 :	Bokført egenkapital (common shareholders' equity)
ρ_i :	1 + Avkastingskrav til totalkapitalen (cost capital for the firm)
ReOI:	Superprofitt ved totalkapitalmetoden (residual operating income)
ReOI formel:	Driftsresultat – (avkasting til totalkapitalen * inngående netto operasjonelle eiendeler)

Totalkapitalmetoden er en videreutvikling av egenkapitalmetoden. Verdien på egenkapitalen finnes her indirekte ved at det først beregnes en verdi på netto operasjonelle eiendeler (net operating assets) for så å trekke i fra netto finansielle forpliktelser (net financial obligations) (Penman, 2007). Superprofittmodellen er enklest å bruke med utgangspunkt i totalkapitalen fordi det er mulig å unngå prognostisering av gjeldsforpliktelser og driftsfremmede strømmer (non operating flows) (Soffer og Soffer, 2003).

Ved begge metodene har vi presentert modellene med en forutsetning om konstant vekst etter prognostiseringsperioden, og horisontverdien beregnes da ved hjelp av Gordons vekstmodell.

En av fordelene ved superprofittmodellen er at den fokuserer på lønnsomhet og vekst i investeringer utover avkastningskravet, som igjen fører til økt egenkapitalverdi. Modellen benytter fortjeneste (earnings) prognoser som samsvarer med hva analytikerne prognostiserer i virkeligheten. Ulempene ved superprofittmodellen er at den krever en forståelse av regnskapsperiodisering (accrual accounting), og den er basert på regnskapstall som ikke nødvendigvis er av god kvalitet (Penman, 2007).

2.2.1.4 Superprofittvekstmodellen (Abnormal earnings growth)

Tanken bak superprofittvekstmodellen er at en investor ikke skal måtte betale mer enn nødvendig for en vekst i fortjenesten. Investorene er kun villig til å betale for den veksten som er større enn avkastningskravet. Dette er kjent som superprofittvekst. Superprofittvekst er forskjellen mellom inklusiv dividende fortjeneste (cum dividend earnings) og normal fortjeneste (normal earnings). Inklusiv dividende fortjeneste er bedriftens fortjeneste inkludert reinvestert utbytte. Normal fortjeneste er fortjeneste som vokser i samme takt som avkastningskravet (Penman, 2007).

I likehet med flere andre fundamentale verdsettelsesmodeller kan egenkapitalen beregnes både direkte og indirekte (Penman, 2007).

Egenkapitalmetoden

$$V_0^E = \frac{1}{\rho_E - 1} \left[Earn_1 + \frac{AEG_2}{\rho_E} + \frac{AEG_3}{\rho_E^2} + \frac{AEG_4}{\rho_E^3} + \dots \right]$$

Earn:	Fortjeneste (earnings)
ρ_e :	1 + Avkastningskrav til egenkapitalen (cost of capital for equity)
V_e :	Verdi på egenkapitalen (value of equity)
AEG:	Superprofittvekst ved egenkapitalmetoden
AEG formel:	Inklusiv dividende fortjeneste – normal fortjeneste

Verdien på egenkapitalen finnes ved å kapitalisere fremtidig fortjeneste og nåverdien av superprofittveksten.

Totalkapitalmetoden

$$V_0^E = \frac{1}{\rho_F - 1} \left[OI_1 + \frac{AOIG_2}{\rho_F} + \frac{AOIG_3}{\rho_F^2} + \frac{AOIG_4}{\rho_F^3} + \dots \right] - NFO_0$$

V_e :	Verdi på egenkapitalen (value of equity)
ρ_f :	1 + Avkastningskrav til totalkapitalen (cost of capital for the firm)
OI:	Driftsresultat (operating income)
NFO:	Netto finansielle forpliktelser (net financial obligations)
AOIG:	Superprofittvekst ved totalkapitalmetoden (abnormal operating income growth)
AOIG formel:	Inklusiv dividende driftsresultat – normalt driftsresultat

Ved å kapitalisere driftsresultatet og nåverdien av superprofittveksten og deretter trekke fra netto finansielle forpliktelser finnes verdien av egenkapitalen indirekte.

En av fordelene ved superprofittvekstmodellen er, i likhet med superprofittmodellen, at den prognostiserer fortjeneste og vekst i fortjeneste i samsvar med analytikerne. Ulempene er de samme som ved superprofittmodellen (Penman, 2007).

2.1.1.5 Opsjonsprisindeksmodell

En opsjonsprisindeksmodell er en variant av de tradisjonelle frikontantstrømmodellene, og i de siste årene har opsjonsprisindeksmodeller blitt mer og mer brukt som et supplement til fundamental verdsettelse (Damodoran, 2002; Copeland, Koller og Murrin, 2000).

En opsjon er en fordring som gir avkastning kun hvis verdien av den underliggende eiendelen overskrider en forhåndsbestemt verdi. En eiendel kan bli verdsatt som en opsjon hvis avkastningen er en funksjon av verdien av den underliggende eiendelen (Damodoran, 2002).

Den første opsjonsprisindeksmodellen ble introdusert av Black og Scholes i 1973, og den har siden blitt utviklet videre i flere varianter. Denne modellen finner verdien av en opsjon som en funksjon av verdi og varians av underliggende eiendel, utløpspris, tid til utløp og risikofri rente (Black og Scholes, 1973; Damodoran, 2002).

Fordelen med opsjonsprisindeksmodellene er at de gir fleksibilitet, og kan tilpasses ettersom ny informasjon blir tilgjengelig. Det er blitt mer vanlig å bruke opsjonsprisindeksmodeller til å verdsette eiendeler som det ellers er vanskelige å sette en verdi på. Eksempler på dette er patenter og ikke utviklede naturressurser (Copeland, Koller og Murrin, 2000; Damodoran, 2002).

2.1.2 Relativ verdsettelsesmetode

I den virkelige verden bruker de fleste relativ verdsettelse, og en av grunnene til dette er at prognostisering ikke er nødvendig (Dyrnes, 2004). Ved relativ verdsettelse trenger man kun begrenset med informasjon, men det påløper da en risiko for at relevant informasjon ignoreres. Det er mulig å minimere denne risikoen ved å gjennomføre de samme stegene som ved en fundamental verdsettelse (Damodoran, 2002; Penman 2007; Soffer og Soffer, 2003).

Relativ verdsettelse utføres i to trinn. Den første delen går ut på å verdsette en eiendel på relativ basis. Dette gjøres ved bruk av multiplikatorer. En multiplikator er forholdet mellom markedsverdien på selskapet og utvalgte tall i finansregnskapet. De mest anvendte er P/E (price/earnings), P/B (price/book) og P/S (price/sales) (Damodoran, 2002; Penman, 2007).

Den andre delen går ut på å finne sammenlignbare firmaer, slik at multiplikatorer kan sammenlignes. Multiplikatorer kan også brukes til å finne verdien av et firma basert på et annet. Det er derimot vanskelig å finne sammenlignbare firmaer ettersom to firmaer aldri er identiske. Selv om firmaene er i samme bransje kan de fortsatt ha forskjellig risiko, vekstpotensial og kontantstrømmer. Utfordringene blir å kontrollere disse forskjellene når multiplikatorene sammenlignes på tvers av flere firmaer (Dahl, 2004; Damodoran, 2002; Soffer og Soffer, 2003).

2.1.2.1 P/E – metoden

P/E multiplikatoren er den mest anvendte multiplikatoren. Den finnes ved å dividere markedsverdi per aksje med fortjeneste per aksje (Boye og Meyer, 1998).

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}}$$

P/E multiplikatoren sammenligner forventet fremtidig fortjeneste med nåværende fortjeneste. Hvis P/E verdien er høy tolkes dette som at markedet forventer en høyere fortjeneste i fremtiden enn i dag, og hvis P/E verdien er lav forventes det motsatte (Penman, 2007). P/E benyttes også til å få en innsikt i hvor mye en aksje er verdt (Soffer og Soffer, 2003). Verdien

på en bedrifts egenkapital kan finnes ved å multiplisere P/E verdien med fortjeneste per aksje (Boye og Meyer, 1998).

En av fordelene med P/E multiplikatoren er at den er enkel å bruke, men det er viktig å være oppmerksom på at en bedrift kan rapportere en fortjeneste som ikke er reell. P/E multiplikatoren gir derfor størst nytte når den anvendes i tillegg til annen analyse (Damodoran, 2002).

2.1.2.2 P/B – metoden

P/B multiplikatoren sammenligner markedsverdien på et selskaps egenkapital med bokført egenkapital (Soffer og Soffer, 2003).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi per aksje}}{\text{Bokført verdi av egenkapital per aksje}}$$

Det finnes flere grunner til at P/B multiplikatoren blir mye brukt. En av grunnene er at bokført verdi på egenkapitalen er relativt stabil og er derfor en godt egnet verdi å sammenligne markedsprisen med. Det er også mulig å evaluere firmaer med negativ fortjeneste ved bruk av P/B noe som ikke er mulig med P/E. Firmaer med negativ fortjeneste har som regel positiv bokført egenkapital (Damodoran, 2002).

P/B er ikke sammenlignbar mellom firmaer hvis det benyttes ulike regnskapsstandarder. En annen svakhet er at bokført verdi av egenkapitalen ikke er et godt mål på verdien av et selskap som har lite materielle eiendeler (Damodoran, 2002).

2.2.2.3 Pris/Salg – metoden

Pris/salg multiplikatoren måler markedsverdien av en bedrift i forhold til salgsinntekten den generer (Damodoran, 2002).

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Salgsinntekt}}$$

Pris/salg multiplikatorer blir ofte brukt, fremfor P/E og P/B, i unge firmaer og i firmaer med finansielle problemer, hvor fortjenesten eller egenkapitalen kan være negativ. Salgsinntekt er også relativt vanskelig å manipulere sammenlignet med fortjeneste og egenkapital. Den største ulempen ved pris/salg multiplikatoren er at et firma kan ha høy salgsinntekt samtidig som de ikke genererer fortjeneste, grunnet høye kostnader (Damodoran, 2002).

2.1.3 Balansebaserte metoder

Balansebaserte metoder går ut på å verdsette selskapets eiendeler og deretter trekke fra gjeld og eventuelt utsatt skatt. Denne metoden er ikke et alternativ til fundamental eller relativ verdsettelse, men et supplement. Det finnes tre ulike metoder; Matematisk verdi, substansverdi og likvidasjonsverdi (Boye og Dahl, 1995; Damodoran, 2002).

2.1.3.1 Matematisk verdi (Bokført egenkapital)

Matematisk verdi er bokført verdi av bedriftens egenkapital basert på aksjelovens og regnskapslovens vurderingsregler. Ettersom aksjelovens og regnskapslovens regler blir basert på forsiktighetsprinsippet og laveste verdis prinsipp, vil som regel matematisk verdi være av liten interesse. Grunnen til dette er at det ofte forekommer store avvik mellom reell og bokført verdi på egenkapitalen. Ved bruk av denne metoden blir bedriftens egenkapital som regel undervurdert, og den er derfor lite anvendt i praksis (Boye og Dahl, 1995; Boye og Meyer, 1998).

2.1.3.2 Substansverdi (Verdijustert egenkapital)

Med substansverdi menes markedsverdi av eiendelene minus markedsverdi av gjelden. Beregning av markedsverdi på eiendelene er i mange tilfeller vanskelig ettersom det ikke alltid finnes et aktivt marked for bedriftens anleggsmidler. Når det ikke eksisterer markedsverdier for anleggsmidlene fører dette til at verdsettelsen ofte blir usikker. Det er da mulig å benytte gjenanskaffelsesverdier justert for verdiforringelse. En forutsetning for å bruke substansverdimetoden er fortsatt drift av virksomheten også betegnet som going

concern. Metoden kan være spesielt nyttig som et tillegg til andre verdiberegninger (Boye og Dahl, 1995; Boye og Meyer, 1998).

2.1.3.3 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi har mange likeheter med substansverdi. Forskjellen er at substansverdimetoden er basert på fortsatt driftsprinsippet, mens likvidasjonsverdimetoden forutsetter avvikling av virksomhet og forsert salg av eiendeler. Forsert salg betyr normalt sett rabatt til kjøper, og sammen med avviklingskostnader fører dette til at likvidasjonsverdien som oftest er lavere enn substansverdien. Dersom en virksomhet avvikles er likvidasjonsverdien det laveste beløpet selgerne kan godta (Boye og Dahl, 1995; Boye og Meyer, 1998).

2.1.4 Valg av verdsettelsesmetode

Vi velger å foreta en fundamental verdsettelse av Bang & Olufsen. Grunnen er at dette er den eneste verdsettelsesmetoden som tar hensyn til all informasjon som er tilgjengelig om selskapet. Bang & Olufsen har vært børsnotert over lengre tid og vi har dermed tilgang på årsrapporter for flere år tilbake i tid. Dette er en forutsetning for å kunne velge fundamental verdsettelse ettersom denne metoden innebærer prognostisering (Penman, 2007).

Når vi velger å ta utgangspunkt i fundamental verdsettelse har vi mulighet til å benytte fire forskjellige modeller for å beregne Bang & Olufsens egenkapitalverdi. Vi velger å bruke superprofittmodellen ved totalkapitalmetoden. Grunnen til dette er at denne modellen har fokus på prognostisering av fortjeneste noe det ofte blir fokusert på hos analytikere. Som nevnt, er superprofittmodellen enklest å bruke med utgangspunkt i totalkapitalen ettersom det ikke er nødvendig å prognostisere gjeldsforpliktelser og driftsfremmede strømmer (Soffer og Soffer, 2003).

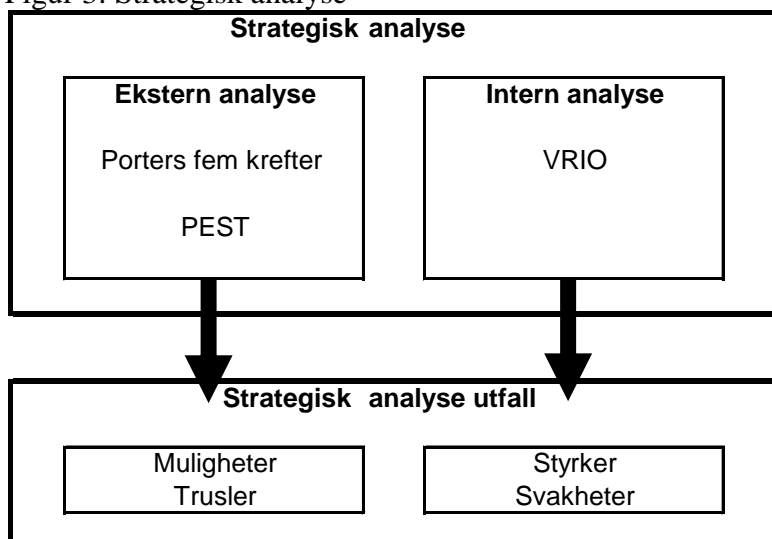
3 Strategisk analyse

Det første steget i den fundamentale verdsettelsesprosessen er en strategisk analyse av bedriften. For å få full forståelse av bedriften må det utføres en strategisk analyse i tillegg til historisk regnskapsanalyse. Dette er nødvendig for å kunne gjøre gode forutsigelser for fremtiden (Soffer og Soffer, 2003).

Von Neumann og Morgenstern (1944) definerer strategi som en komplett plan som spesifiserer hvilke valg en organisasjon vil foreta seg i enhver situasjon. Målet med å utforme en strategi er å prøve og oppnå konkurransefortrinn. Dette vil si å ha en høyere gjennomsnittlig lønnsomhet enn andre bedrifter i samme bransje. En bedrift har varige konkurransefortrinn hvis den klarer å opprettholde en avkastning større enn avkastningskravet over tid (Hill og Jones, 2004).

En strategisk analyse kan segmenteres i ekstern og intern analyse. Ekstern analyse går ut på å bruke relevante modeller for å kartlegge muligheter og trusler i bransjen, mens den interne analysen har fokus på styrker og svakheter ved bedriften. Dette kan oppsummeres i en SWOT analyse (Hill and Jones, 2004).

Figur 3: Strategisk analyse



(Aaker, 2005)

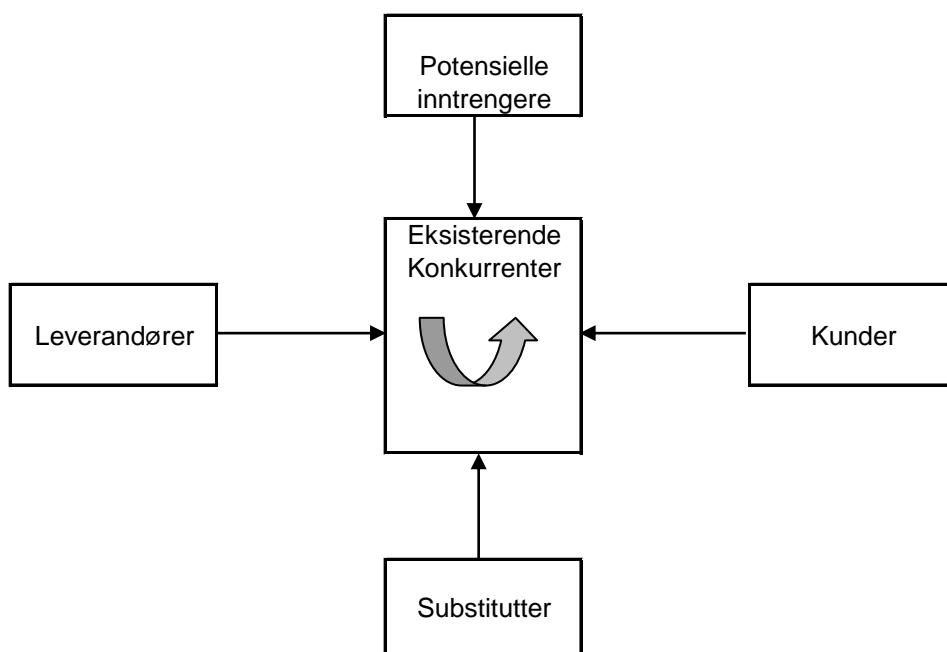
3.1 Ekstern analyse

En bedrifts lønnsomhet og prestasjon vil bli påvirket av bransjen den opererer i (Hill og Jones, 2004). Strukturen og konkurransesituasjonen innenfor bransjen vil ha en innvirkning på bedriftens mulighet for å opparbeide og beholde konkurransefortrinn. En ekstern analyse vil bestå av bransjeanalyse i tillegg til en analyse av makroomgivelsene (Roos et al., 2005). Vi skal nå foreta en ekstern analyse av Bang & Olufsen, og velger å gjøre dette ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter og PEST – analysen.

3.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters konkurransemodell er et rammeverk som er mye anvendt ved bransjeanalyser. Den grunnleggende ideen bak modellen er at en bedrifts langsiktige lønnsomhet i stor grad avhenger av fem faktorer. Disse fem faktorene er; potensielle inntrengere, kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trusler fra substituerbare produkter og rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen (Aaker, 2005; Roos et al., 2005; Hill og Jones, 2004).

Figur 4: Porters fem konkurransekrefter



(Porter, 1980)

Desto sterkere disse konkurransekraftene er, jo vanskeligere vil det være for de allerede etablerte bedriftene å øke produktprisene, for deretter å øke profitt. Styrken på konkurransekraftene kan endre seg over tid dersom bransjen endrer seg (Hill og Jones, 2004).

3.1.2.1 Potensielle inntrengere

Potensielle inntrengere er bedrifter som ikke allerede opererer i bransjen, men som har evnen til å gjøre det. Nye inntrengere vil prøve å overta markedsandeler, og dette vil føre til redusert lønnsomhet for eksisterende bedrifter. Dette er kun aktuelt hvis bedriftene tjener over normal profitt (Hill og Jones, 2004; Roos et al, 2005; Barney, 2002).

Desto større kostnadene er knyttet til nyetablering, jo større er inngangsbarrierene. Dette fører til en lavere etableringstrussel (Roos et al., 2005; Barney, 2002).

De viktigste inngangsbarrierene i lyd og bilde bransjen har vi vurdert til å være; stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, og adgang til distribusjonskanaler (Roos et al., 2005).

Bang & Olufsen er et firma vi antar ikke har stordriftsfordeler ettersom de alltid har hatt fokus på design fremfor pris. I lyd og bilde bransjen er det derimot flere andre bedrifter som antas å ha stordriftsfordeler som for eksempel Philips, Samsung, Sony og Panasonic. Når stordriftsfordeler er til stede er det generelt sett vanskelig for nye bedrifter å entre bransjen (Roos et al., 2005).

Etablerte bedrifter innenfor en bransje har ofte opparbeidet seg en lojal kundegruppe og dette kan være en hindring for nye bedrifter. Når det gjelder elektronikkprodukter handler kunden stadig på bakgrunn av tidligere erfaringer og foretrekker ofte et merke fremfor et annet. Nye bedrifter må da regne med å gjøre store investeringer for å jevne ut denne fordelene (Roos et al, 2005).

Nyetableringer i lyd og bilde bransjen krever store investeringer innenfor teknologiutvikling og markedsføring. Det er også stor usikkerhet knyttet til avkastning på disse investeringene

ettersom det er en fare for at produktene ikke vil falle i smak hos kundene, tross god teknologi (Roos et al., 2005).

Bedrifter i lyd og bilde bransjen er avhengige av detaljister for å nå ut til kunden. Det kan være vanskelig for nyetableringer å få innpass hos detaljistene på grunn av avtaler med eksisterende aktører (Roos et al., 2005).

På bakgrunn av diskusjonen ovenfor anser vi det som relativt vanskelig for nye bedrifter å etablere seg i lyd og bilde bransjen, spesielt hvis de ikke allerede er i elektronikkbransjen. Grunnen til dette er de store oppstartskostnadene. Selv om en bedrift har kapital til å entre bransjen er ikke suksess gitt, ettersom det er vanskelig å bygge opp et godt merkenavn som Bang & Olufsen.

Sett fra en annen side, er inntrengere en viktig kilde til omstilling, nyskaping og konkurranse (Reve, 1992).

3.1.2.2 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen

Kjernen i Porters konkurransemodell er rivaliseringsintensiteten blant eksisterende bedrifter. Med rivalisering siktes det til striden om markedsandeler blant bedriftene i bransjen (Hill og Jones, 2004). En bedrift har mulighet til å bruke en rekke virkemidler for å oppnå best mulig posisjon, og eksempler på dette kan være pris, annonsering, produktlansering, produktdesign og kundeservice. Virkemidlene som benyttes varierer ofte i fra bransje til bransje (Roos et al., 2005).

Bang & Olufsen har flere konkurrenter innenfor lyd og bilde bransjen, men ikke alle konkurrentene har produkter innenfor begge områdene. Samsung, Sony, Philips, Panasonic og JVC er eksempler på konkurrenter innenfor lyd og bilde, men disse bedriftene har valgt å ha fokus på pris fremfor design og teknologiutvikling, noe som skaper stor konkurranse mellom aktørene. Dette fører til at bedriftene har en annen målgruppe enn Bang & Olufsen og blir derfor ikke sett på som direkte konkurrenter. Den eneste produsenten innenfor lyd og bilde, som kan måle seg med Bang & Olufsen på design og pris, er luksusmerket Loewe. Loewes produksjonsområde er hovedsakelig tv'er, men de produserer også hjemmekinoanlegg og

multi-rom produkter. Tyske Loewe er derfor den eneste virkelige konkurrenten på bilde. I likhet med Bang & Olufsen har Loewe også spesialbutikker med kun Loewe produkter i tillegg til egne salgsavdelinger i andre elektronikkbutikker (Loewe, 2009).

Når det gjelder lyd konkurrerer Bang & Olufsen blant annet med skotske Linn og de amerikanske selskapene Bose og Sonos. Linn produserer blant annet hjemmekinoanlegg og multi-rom systemer til ekstremt høye priser (Linn, 2010). Sonos har hovedsakelig fokus på multi-rom (Sonos, 2010). Bose er etter vår mening den største konkurrenten innenfor lyd. Produktene de produserer og prisene er relativt like. Bose produserer, i likhet med Bang & Olufsen, lydsystemer til et utvalg bilprodusenter. Bose skiller seg fra Bang & Olufsen ved at de har større fokus på lyd kvalitet fremfor design (Bose, 2010).

Rivaliseringsintensiteten blant eksisterende bedrifter vil i hovedsak være avhengige av tre faktorer; konkurransestructur, etterspørsel og utgangsbarrierer i bransjen (Hill og Jones, 2004).

Konkurransestructur i bransjen

Konkurransestructuren i en bransje omfatter både antall bedrifter og forholdet mellom bedriftene. I en bransje hvor det er et stort antall konkurrenter og forholdet mellom bedriftene er balansert er bransjeforholdene ofte ustabile. Bransjer som er dominert av et lite antall store bedrifter vil ofte ha en lavere rivaliseringsintensitet ettersom bedriftene ofte følger bransjelederen (Hill og Jones, 2004; Roos et al., 2005).

Selv om Bang & Olufsen tilhører lyd og bilde bransjen er de også, sammen med Loewe, en del av bransjen for eksklusiv elektronikk. Det er i hovedsak et lite marked bestående av få konkurrenter. Bedriftene er relativt små sammenlignet med for eksempel Samsung.

Etterspørsel i bransjen

En bransje med økende etterspørsel fra nye kunder har en lavere rivaliseringsintensitet enn bransjer med fallende etterspørsel. Dersom det er lav vekst i en bransje vil konkurransen hovedsaklig dreie seg om å ta markedsandeler i fra andre. Dette er nødvendig for at en bedrift skal kunne vokse, og det fører til sterk rivalisering (Hill og Jones, 2004; Roos et al., 2005).

Etter å ha sett på omsetningen til både Bang & Olufsen for 2008/2009 og Loewe for 2009 kan vi se at omsetningen har gått ned hos begge, og dette skyldes trolig finanskrisen og dens ettervirkninger (Loewe, 2010; Bang & Olufsen, 2009). Bang & Olufsen har blitt hardest rammet av disse to. Dette vil sannsynligvis føre til hardere konkurranse om eksisterende markedsandel.

Utgangsbarrierer i bransjen

Utgangsbarrierer er økonomiske, strategiske og følelsesmessige faktorer som hindrer en bedrift i å forlate en bransje. Høye utgangsbarrierer kan føre til at en bedrift fortsetter å operere i en ulønnsom bransje. De mest vanlige utgangsbarrierene er; spesifikke investeringer i maskiner og utstyr, høye faste kostnader i forbindelse med oppsigelser, følelsesmessige tilknytninger til en bransje og bransjespesifikk kunnskap (Hill og Jones, 2004; Roos et al., 2005).

I lyd og bilde bransjen og i segmentet for eksklusiv elektronikk er det relativt høye utgangsbarrierer. Bedriftene i bransjen har en del spesifikke investeringer og kunnskap som ikke kan anvendes til annen produksjon. Bang & Olufsen er et dansk selskap med produksjon i Danmark og Tsjekkia og deres lover medfører høye oppsigelseskostnader.

Vi anser rivaliseringsintensiteten i bransjesegmentet eksklusiv elektronikk som middels, mens for lyd og bilde bransjen anser vi den som mellom middels og høy. Bang & Olufsen blir ikke påvirket av rivaliseringen mellom de store elektronikkmerkene.

3.1.2.3 Kundenes forhandlingsmakt

Kundene har sterk forhandlingsmakt hvis de har mulighet til å redusere profitten til bedriftene i en bransje, ved å presse ned prisene eller ved å kreve bedre produktkvalitet og service. Sterke kunder kan derfor ses på som en trussel (Hill og Jones, 2004).

Kundene blir sett på som sterke hvis; kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum, produktet utgjør en stor andel av kundenes totale kostnader, produktene er standardiserte, byttekostnadene er lave og kundene har muligheten til å integrere vertikalt (Porter, 1980; Barney, 2002).

Vi velger å dele inn Bang & Olufsens kunder i to grupper, privatkunder og bedriftskunder. Bang & Olufsen distribuerer produktene sine til privatkunder igjennom B1 og ”Shop-in-shop” butikker. Bang & Olufsens produkter er ikke-standardiserte og kostbare, og de blir ofte sett på som samleobjekter. Hvis en kunde først har kjøpt et produkt kjøper de gjerne også flere, og kundene er lojale. Årsakene til dette kan være produktenes spesielle design eller andre praktiske grunner. I tillegg er det få konkurrenter innenfor eksklusiv elektronikk. Hvis det er nedgangstider vil privatkundene i større grad være opptatt av hva pengene skal brukes til og design er ikke lengre like viktig. Vi vurderer privatkundernes forhandlingsmakt som middels sterk.

Bang & Olufsens bedriftskunder består hovedsakelig av bilprodusenter og luksushoteller, i tillegg til nybygging av luksusleiligheter. Bedriftskundene kjøper mye større kvantum enn privatkundene, så hver og en bedriftskunde er av stor betydning.

Mercedes, Aston Martin og Audi kjøper bilstereoer av Bang & Olufsen til deres mest eksklusive bilmodeller. Vi går ut i fra at produktene er tilpasset hvert enkelt bilmerke, og det vil derfor være gjensidig avhengighet mellom bilprodusentene og Bang & Olufsen. Hvis bilprodusenten velger å bytte leverandør vil kostnadene bli store for begge parter, og det vil heller ikke være enkelt å finne en ny leverandør med samme eksklusive merkenavn.

Gitt at et hotell skal gjennomføre Bang & Olufsens stil i alle hotellets rom vil dette medføre svært høye kostnader. Derfor vil hver enkel kontrakt være av stor betydning for Bang & Olufsen, noe som kan gi kunden stor forhandlingsmakt med tanke på pris. Det finnes også flere andre bedrifter som kan produsere komplette elektronikkpakker til hoteller, og det er derfor lett for hotellet å fokusere på pris. Grunnen til dette er at en hotellgjest er mer opptatt av brukervennlighet og utseende enn merkenavn. På grunnlag av diskusjonen ovenfor vil vi betrakte forhandlingsmakten til luksushotellene som relativ høy.

3.1.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

En leverandør har muligheten til å true et firmas resultat ved å øke prisene på produktene eller ved å redusere kvaliteten på produktene som blir tilbudt (Roos et al, 2005).

En leverandør er en stor trussel hvis; leverandørens industri er dominert av et lite antall firmaer, produktene er unike eller høyt differensierte, leverandørene ikke er truet av andre substitutter til bransjen, leverandørene tenker på å entre et firmas bransje og konkurrere med dem (vertikal integrasjon), firmaet ikke er en viktig kunde for leverandøren (Roos et al, 2005; Barney, 2002).

Bang & Olufsen er avhengig av mange leverandører, hovedsakelig i Europa og Asia. De har et tett samarbeid med ledende leverandører på områder hvor de selv ikke har tiltrekkelig kompetanse, og de jobber for å opprettholde langsiktige kontrakter. Bedriften er opptatt av å sikre kritiske råvarer igjennom avtaler og kontrakter (Bang & Olufsen, 2009).

Bang & Olufsen bruker mange av de samme komponentene i deres produksjon som de store aktørene på markedet, som for eksempel Panasonic og Samsung, og dette er en av grunnene til at de er opptatt av å sikre seg kontrakter. Uten kontrakter er det en fare for at leverandørene vil prøve å øke prisene og utnytte Bang & Olufsens avhengighet (Bang & Olufsen, 2009).

3.1.2.5 Substituerbare produkter

Et substitutt er et produkt som tilhører en annen bedrift eller bransje som tilfredsstillter det samme kundebehovet som et annet produkt. Nære substitutter er en stor trussel ettersom de legger en begrensning på prisen bedriftene i en bransje kan sette (Hill og Jones, 2004).

Det finnes to relevante substitutter til tv, datamaskiner og projektorer. Det er mulig å få tilgang til tv-kanaler via internett og en datamaskin kan da brukes som en tv. Brukervennligheten i forhold til tv er ikke like god, spesielt med tanke på størrelse og plassering. En projektor krever at man har en viss avstand i fra projektoren til lerretet, og fra lerretet til publikum, og kan derfor ikke benyttes i alle rom. Selv om disse produktene er substitutter til tv'en antar vi at de aldri fullt og helt vil ta over for tv'en.

Substitutter til dvd og blu-ray spillere er produkter som PVR (personal video recorder) og VOD (video on demand) som tilbys av selskaper som Get, Viasat og Next Gentel (Get, 2010). Disse produktene gjør det mulig å se og ta opp film digitalt.

Bang & Olufsen produserer fasttelefoner, og disse blir mer og mer substituert av mobiltelefoner (Bang & Olufsen, 2009).

Substitutter til CD-spillere er både mp3-spillere og musikkprogrammer fra datamaskin og internett. Disse substituttene gjør det mulig å høre på musikk via høyttalere uten cd-plater. Det finnes ikke per i dag noe direkte substitutt til høyttalere.

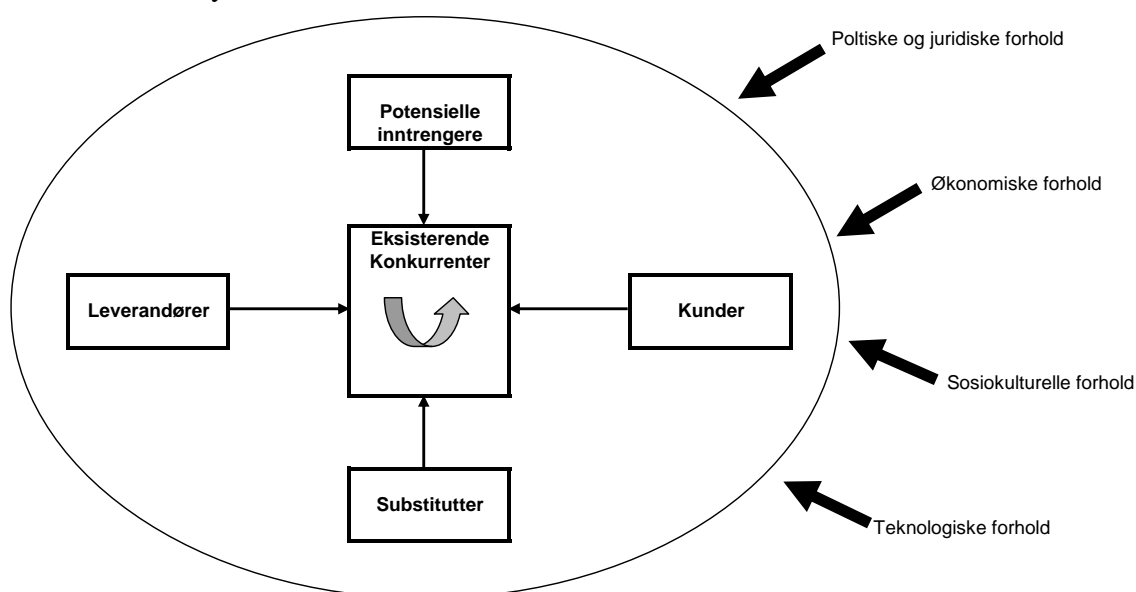
Bang & Olufsen ser på andre kapitalvarer som et substitutt, og kapitalvareprodusenter er derfor store konkurrenter. Det kan være luksusvarer som dyre klokker og smykker, eksklusive biler, design klær og møbler (Bang & Olufsen, 2009).

Vi kan med dette konkludere med at det finnes mange substitutter til Bang & Olufsens produkter, og dette vil skape utfordringer for selskapet.

3.1.3 PEST – Analyse av makroomgivelsene

Det finnes mange faktorer i makroomgivelsene som har innvirkning på beslutningene som blir tatt i en organisasjon. De viktigste faktorene er politiske og juridiske, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske. PEST-analysen er et rammeverk for å analysere disse faktorene (Oxford University Press, 2007). Endringer i makroomgivelsene kan påvirke de ulike konkurransekraftene i Porters konkurransemodell (Hill og Jones, 2004).

Figur 5: PEST - analyse



(Hill og Jones, 2004)

3.1.3.1 Politiske og juridiske forhold

Når markedsstrategien skal utformes vil utviklingen innenfor politikk og lovgivning ha stor innvirkning. Nye lover kan skape både muligheter og trusler for en bedrift. Viktige politiske og juridiske forhold er valuta- og skattepolitikk, stabilitet hos myndighetene, miljøvernpolitikk og handelsreguleringer (Kotler, 2004 ; Roos et al., 2005) .

Valutapolitikk

Danmark er medlem av EU, men har valgt og ikke innføre euro. Mye av Bang & Olufsens omsetning er i utlandsk valuta og dette medfører valutarisiko. Dette kommer vi tilbake til under økonomiske forhold.

Stabilitet hos myndighetene

Danmark har, i likhet med Norge, en streng politikk og lovgivning. Et vedtak må ha flertall i regjeringen for og iverksettes og det er derfor begrensninger på hvor store endringer et enkelt parti kan gjøre. Vi ser derfor på de politiske og juridiske forholdene i Danmark som stabile.

Miljøvernpolitikk

Det stilles høyere og høyere krav til bedrifters miljøpolitikk i dagens næringsliv. Bang & Olufsen omtaler sin virksomhet som en miljømessig ansvarlig virksomhet. De utvikler produkter av høy kvalitet med tidløst design, som har en gjennomsnittlig levetid på 10 til 15 år. Miljømessig betyr dette at de prøver å unngå bruk og kast tendensen av elektronikkprodukter. Bang & Olufsen er også opptatt av å lage produkter som bruker minimalt med strøm ettersom dette er en miljøbelastning, og holder seg med god margin innenfor EU kommisjonens direktiver. I tillegg har Bang & Olufsen satt et krav om at alle deres leverandører må signere ”Bang & Olufsen Code of Conduct”, som inneholder miljøretningslinjer (Bang & Olufsen, 2009).

Handelsreguleringer

Ettersom Danmark er medlem av EU kan de benytte EU's indre marked. Det vil si at personer, varer, tjenester og penger kan flyte fritt mellom medlemslandene. Bang & Olufsen kan lettere nå det europeiske markedet sammenlignet med deres ikke-europeiske konkurrenter (Europa – Internettportalen til EU, 2010).

3.1.3.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold påvirker velferdsnivået i et land som deretter påvirker bedrifters evne til å oppnå profitt. De viktigste økonomiske faktorene i makroomgivelsene er økonomiens vekstrate, rentenivå, valutakurs og inflasjon (Hill og Jones, 2004).

Trender i brutto nasjonalprodukt (BNP)

NHO (2009) definerer BNP som verdien av alt som skapes/produseres i et land. BNP er det mest brukte målet på den økonomiske aktiviteten og veksten i ulike land (NHO, 2009). Figuren nedfor viser endringen i BNP i verdens mest utviklede land, økonomisk sett. De siste tre årene er prognoser.

Tabell 1: Reel BNP

	91-00	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Avanserte økonomier	2,8	1,4	1,7	1,9	3,2	2,6	3	2,7	0,6	-3,4	1,3	2,4
USA	3,4	1,1	1,8	2,5	3,6	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,7	1,5	2,1
Gj.snitt Euro landene	-	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	0,7	-4,2	0,3	2,1
Tyskland	2,1	1,2	0	-0,2	1,2	0,7	3,2	2,5	1,2	-5,3	0,3	1,8
Frankrike	2	1,8	1,1	1,1	2,3	1,9	2,4	2,3	0,3	-2,4	0,9	2,3
Italia	1,6	1,8	0,5	0	1,5	0,7	2	1,6	-1	-5,1	0,2	1,9
Spania	2,9	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	4	3,6	0,9	-3,8	-0,7	2,1
Nederland	3,1	1,9	0,1	0,3	2,2	2	3,4	3,6	2	-4,2	0,7	2,6
Belgia	2,3	0,8	1,5	1	2,8	2,2	3	2,6	1	-3,2	0	2,4
Hellas	2,3	4,2	3,4	5,6	4,9	2,9	4,5	4	2,9	-0,8	-0,1	1,9
Østerrike	2,5	0,5	1,6	0,8	2,5	2,5	3,5	3,5	2	-3,8	0,3	2,4
Portugal	3	2	0,8	-0,8	1,5	0,9	1,4	1,9	0	-3	0,4	1,3
Finland	2	2,7	1,5	1,8	3,7	2,8	4,9	4,2	1	-6,4	0,9	2,8
Irland	7,1	5,7	6,5	4,4	4,6	6,2	5,4	6	-3	7,5	-2,5	2,6
Slovakia	0,2	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	-4,7	3,7	4,2
Slovenia	-	2,8	4	2,8	4,3	4,3	5,9	6,8	3,5	-4,7	0,6	3,3
Japan	1,2	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2	2,3	-0,7	-5,4	1,7	1,8
Storbritannia	2,5	2,5	2,1	2,8	3	2,2	2,9	2,6	0,7	-4,4	0,9	2,9
Canada	2,9	1,8	2,9	1,9	3,1	3	2,9	2,5	0,4	-2,5	2,1	2,1
Australia	3,4	2,1	4,2	3	3,8	2,8	2,8	4	2,4	0,7	2	3
Sverige	2	1,1	2,4	1,9	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	-4,8	1,2	3,9
Sveits	1,1	1,2	0,4	-0,2	2,5	2,6	3,6	3,6	1,8	-2	0,5	1,5
Tsjekkia	0,2	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,1	2,7	-4,3	1,3	4
Norge	3,7	2	1,5	1	3,9	2,7	2,3	3,1	2,1	-1,9	1,3	2,1
Danmark	2,6	0,7	0,5	0,4	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,2	-2,4	0,9	2,3
Israel	5,8	0	-0,7	1,5	5	5,1	5,3	5,2	4	-0,1	2,4	4,4
Island	2,5	3,9	0,1	2,4	7,7	7,5	4,3	5,6	1,3	-8,5	-2	4

(International monetary fund, 2009)

Vi kan se ut i fra figuren at finanskrisen har ført til en nedgangskonjunktur i omtrent hele verden. Finanskrisen slo for fullt ut i 2008 og vi kan se at veksten i BNP var vesentlig lavere i 2008 sammenlignet med 2007. Prognosene for 2009 viser en tilbakegang i BNP, det vil si at det ble forventet en negativ vekst.

Finanskrisen rammet Bang & Olufsen hardt og førte til et underskudd på 383 mill. danske kroner i 2008/2009. Innstramminger i økonomien, både til privatpersoner og bedrifter, har ført til at etterspørselen etter Bang & Olufsen produkter har gått ned. Luksusvarer er noe av det første folk strammer inn på i nedgangstider, og er ikke det første folk kjøper når det igjen begynner å gå mot bedre tider (Bang & Olufsen, 2009).

Valutarisiko

Bang & Olufsens omsetning i utenlandsk valuta utgjorde, i 2008/2009, 91 prosent, og dette medfører en betydelig valutarisiko. Bang & Olufsen er, som sagt, representert i mange europeiske land og Tyskland er deres største marked utenfor Danmark (Bang & Olufsen, 2009). Dette medfører en spesiell stor valutarisiko i henhold til euroen. På den andre siden er det begrenset hvor mye euroen kan endre seg i forhold til den danske kronen. Dette skyldes den danske nasjonalbankens valutasamarbeid ERM2. Danmark har en fastkurspolitikk i forhold til euroen med en sentralkurs på 746,038 kroner per 100 euro med en maksimal positiv/negativ endring på 2,25 % (Nationalbanken, 2010). Bang & Olufsen har også høye netto inntekter i britiske pund og sveitsiske franc. I tillegg har de netto utgifter i tsjekkiske koruna og amerikanske dollar. Valutarisikoen styres ved hjelp av terminkontrakter (Bang & Olufsen, 2009).

Rentenivå

En endring i rentenivå vil ha relativ stor påvirkning på en bedrifts resultat spesielt hvis de har mye rentebærende gjeld. Bang & Olufsen oppgir i deres årsrapport i fra 2008/2009 at de ser på renterisikoen som ubetydelig og renten vil derfor ikke påvirke resultatet vesentlig (Bang & Olufsen, 2009).

Inflasjon

Inflasjon kan føre til lavere økonomisk vekst, høyere rente og ustabile valutakurser. Dette kan derfor føre til en ustabil økonomi, og myndighetene prøver derfor å holde inflasjonen relativt stabil ved et gitt inflasjonsnivå (Hill og Jones, 2004). Den europeiske sentralbanken har et inflasjonsmål på 2 %, og ved å holde kronekursen stabil ovenfor euroen prøver Danmark å oppnå det samme målet (Nationalbanken, 2009).

Økt inflasjon kan føre til lavere etterspørsel etter Bang & Olufsens produkter, men inflasjonen i Danmark har holdt seg relativt stabil de siste 10 årene, med unntak av en høyere inflasjon i 2008 (Danmarks statistikk, 2009).

3.1.3.3 Sosiokulturelle forhold

Normer og verdier i et samfunn former den enkelte person, noe som igjen påvirker bedriftene. Sosiokulturelle forhold kan være demografi, inntektsnivå, utdanningsnivå og trender. I hvor stor grad de sosiokulturelle forholdene påvirker en bedrift varierer i fra land til land (Kotler, 2004; Roos et al., 2005).

Demografi

Demografi er forandringer i en befolkning knyttet til blant annet alder, kjønn, etnisk bakgrunn, seksuell legning og sosial klasse (Hill og Jones, 2004). Alder er en av de viktigste demografiske faktorene for Bang & Olufsen. Ettersom produktene er såpass dyre vil ikke en gjennomsnittlig person i 20-årene ha råd til å kjøpe produktene. En typisk pensjonist ville mest sannsynligvis ikke kjøpt Bang & Olufsen produkter med mindre det er en interesse de har hatt over lengre tid.

Vi kan se tendenser til at det i høyest grad er menn som har størst interesse for elektronikkprodukter. Det er som regel de som er mest villige til å bruke store summer på slike produkter.

Inntektsnivå og sosial klasse er sterkt knyttet sammen. Det er ikke til å komme bort i fra at det er personer med relativt høy inntekt som kjøper Bang & Olufsens produkter. Det er disse personene som har mulighet og ser størst nytte av å kjøpe produktene.

Trender

Trender innenfor lyd og bilde bransjen har endret seg de senere år. Produksjonen har gått fra store bilderørs tv'er til mer praktiske flatskjerm tv'er. VHS spilleren har blitt byttet ut med DVD spillere, og i de senere år Blu-Ray spillere. I dag produserer de fleste store og små elektronikkprodusentene flatskjerm tv'er. Det er mye lettere å lage flatskjerm tv'er med fint design sammenlignet med gammeldags bilderørs tv. På grunn av dette får Bang & Olufsens tv'er noe større konkurranse fra tv'er i lavere prisklasser.

I dagens samfunn er det fokus på minimalisme i hjemmet. Dette har ført til at mange har byttet ut store musikkanlegg med mindre og mer kompakte multianlegg. Ny teknologi har ført

til bedre lyd i mindre høyttalere enn tidligere. Denne trenden har utviklet seg i Bang & Olufsens favør.

3.1.3.4 Teknologiske forhold

Teknologien har utviklet seg raskere og raskere de siste ti-årene. Teknologiske endringer kan føre til at et produkt plutselig blir foreldet, men samtidig kan dette føre til at nye produkter får innpass på markedet. Nyutviklede produkter kan resultere i store bransjeendringer i forhold til konkurransesituasjonen (Hill og Jones, 2004).

Fokus på teknologi

Bang & Olufsen ligger noe foran andre aktører innenfor lyd og bilde bransjen på teknologifronten. Det er viktig at de klarer å beholde dette forspranget slik at de fremdeles klarer å skille seg ut. Hvis de andre aktørene innhenter dette forspranget kan de utkonkurrere Bang & Olufsen på pris (Bang & Olufsen, 2009).

Personer som er opptatt av å ha de nyeste og beste elektronikkmodellene vil ikke være ideelle Bang & Olufsen kunder. Det vil være veldig dyrt å bytte ut Bang & Olufsen produkter regelmessig. Det er derfor Bang & Olufsen har fokus på stilrent design og teknologi som holder et høyt nivå over lengre tid (Bang & Olufsen, 2009).

3.2 Intern analyse

Intern analyse går ut på å identifisere en bedrifts sterke og svake sider. Den viktigste delen av intern analyse er å få en oversikt over bedriftens mest kritiske ressurser. En ressurs kan være immateriell eller materiell, og er med på å skape en bedrifts konkurransefortrinn (Roos et al., 2005). Som et verktøy i vår interne analyse velger vi å bruke VRIO-modellen.

3.2.1 VRIO – modellen

VRIO-modellen brukes til å identifisere hvilke ressurser som er verdifulle for en bedrift. Ved hjelp av denne modellen kan vi finne ut hvor ressursene befinner seg i forhold til konkurransen i markedet. Generelt sett kan ressursene i en bedrift deles inn i fire kategorier;

- Finansielle ressurser
- Fysiske ressurser
- Menneskelige ressurser
- Organisatoriske ressurser

Innenfor en eller flere av disse kategoriene kan det finnes forskjellige egenskaper som en bedrift ser på som en ressurs med et strategisk fortrinn. For å kartlegge om denne ressursen burde bli verdsatt og videreutviklet stilles det fire spørsmål knyttet til ressursen.

Spørsmålet om verdi (value):

Vil ressursen gi bedriften muligheten til å respondere på trusler eller muligheter i markedet?

Spørsmål om sjeldenhet (rareness):

Hvor mange konkurrenter har tilsvarende ressurs?

Spørsmål om imiterbarhet (imitability):

Vil det være en kostnad for konkurrentene å tilegne seg denne ressursen i forhold til den bedriften som allerede har den?

Spørsmål om organisering (organization):

Er bedriften organisert slik at den fullt ut kan utnytte potensialet til ressursen?

Svarene på disse spørsmålene bestemmer om denne ressursen er en styrke eller en svakhet for bedriften (Barney, 2002).

Figur 6: VRIO - modellen

Verdifull?	Sjelden?	Vanskelig å imitere?	Effektivt organisert?	Konkurransmessige implikasjoner?	Økonomisk situasjon?
Nei	-	-	Nei	Konkurransulempe	Under normal
Ja	Nei	-	↓	Konkurranselighet	Normal
Ja	Ja	Nei	↓	Midlertidig konkurransefordel	Over normal
Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig konkurransefordel	Over normal

(Barney og Clark, 2007)

3.2.1.1 Analyse av Bang & Olufsens ressurser ved VRIO – modellen

Vi vil nå se nærmere på de fire gruppene av ressurser i forhold til Bang & Olufsen.

Finansielle ressurser

En bedrifts finansielle ressurser kan være egenkapital, obligasjons innehavere, finanskapital fra bank og aksjekapital, som bedriften kan bruke til å tilegne og iverksette strategier (Barney, 2002).

Bang & Olufsen hadde i regnskapsåret 2008/2009 en bokført egenkapital på 1520 mill. danske kroner. Egenkapitalen utgjorde 57,1 % av selskapets totalkapital. Resultatregnskapet for 2008/2009 viste et underskudd på 383 mill. danske kroner, mens det i 2007/2008 var et overskudd på 112,3 mill. danske kroner (Bang & Olufsen, 2009).

Egenkapitalprosenten er god og ligger et stykke over deres mål på 40-50 %. Egenkapitalprosenten for 2007/2008 var 52,7 %. Økningen i egenkapitalprosenten skyldes hovedsakelig utstedelse av nye aksjer på 241,6 mill. danske kroner og i tillegg noe mindre rentebærende gjeld (Bang & Olufsen, 2009).

Det er viktig å ha kapitalreserver som kan dekke eventuelle underskudd i nedgangstider. Bang & Olufsen ble hardt rammet av finanskrisen og det gjorde utslag i regnskapsåret 2008/2009. På grunn av god tilgang på kapital har Bang & Olufsen klart å opprettholde en god andel egenkapital (Bang & Olufsen, 2009).

De finansielle ressursene er av stor betydning for Bang & Olufsen. Bedriften tilhører en bransje hvor det ofte er markante teknologiendringer. Hvis selskapet skal følge teknologiutviklingen og utnytte nye muligheter i markedet, må de ha tilstrekkelige kapitalreserver. Finansielle ressurser er noe alle bedrifter har, men ikke alltid i like stor grad. Vi vurderer de finansielle ressursene som verken en spesiell konkurransefordel eller - ulempe (Bang & Olufsen, 2009).

Fysiske ressurser

Fysiske ressurser i en bedrift er fysisk teknologi, produksjonsanlegg og utstyr, geografisk plassering og tilgang på råmaterialer (Barney, 2002).

Bang & Olufsen har produksjonsanlegg med tilhørende utstyr. Selv om dette er en viktig ressurs for Bang & Olufsen vil vi se på det som en nødvendighet for å kunne drive et selskap.

Bang & Olufsen er, som sagt, et dansk selskap som har valgt å beholde den største delen av produktutviklingen i Danmark, mens de arbeidsintensive oppgavene hovedsakelig løses i Tsjekkia. Det er flere grunner til at Bang & Olufsen fremdeles er lokalisert i Danmark. For det første ble selskapet startet som en familiebedrift og det foreligger store tradisjoner rundt dette. I tillegg utgjør omsetningen i det europeiske markedet 80 % av den totale omsetningen, og med en lokalisering i Danmark er de nær sitt største marked. De samarbeider også tett med flere danske universiteter (Bang & Olufsen, 2009).

Lønnsnivået i Tsjekkia ligger langt under det danske. Dette vil derfor være med på å redusere kostnadene deres. I Tsjekkia blir det i størst grad produsert komponenter som blir sendt til Danmark for montering. Lokaliseringen av denne fabrikk er derfor også hensiktsmessig med tanke på fraktkostnader sammenlignet med å ha en fabrikk i for eksempel Asia (Bang & Olufsen, 2009).

I bransjen hvor Bang & Olufsen opererer er ikke geografisk lokalisering en kritisk faktor, selv om det kan være en viktig ressurs for det enkelte firma.

Bang & Olufsen har utviklet software og teknologi som inngår i alle deres produkter. De uttrykker i årsrapporten 2008/2009 at produktene deres har større brukervennlighet og bedre

lyd- og bildekvalitet enn konkurrentene. De har også spesiell ekspertise innenfor behandling av aluminium. Flere av teknologiene de har utviklet er patenterte (Bang & Olufsen, 2009).

Teknologien de har utviklet er en viktig ressurs. På bakgrunn av at flere av de egenutviklede teknologiene er patenterte kan vi fastslå at denne ressursen vil være vanskelig å imitere.

Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser er de kunnskaper og egenskaper som de ansatte besitter eller har tilegnet seg ved å jobbe i bedriften (Barney, 2002).

For at Bang & Olufsen skal oppnå sin visjon, *mot til å overskride grenser for å skape opplevelse som overrasker og holder*, kreves det en høy grad av innovasjon. De fokuserer på å opprettholde og utvikle de ansattes kunnskap og evner. Sammenlignet med sine konkurrenter har Bang & Olufsen et større fokus på produktutvikling og designinnovasjon. De bruker store ressurser på å utvikle konsepter og design som kan vare i lang tid. Bang & Olufsen har blant annet utviklet en internettbasert læringsportal for de ansatte, Beocademy, som inneholder webkurs og oppfølging av tidligere kurs (Bang & Olufsen, 2009).

Samarbeid med universiteter er viktig for Bang & Olufsens videreutvikling av kjernekompetanse. Bang & Olufsens formål med dette er å få kontakt med gode kandidater til fremtidige stillinger, og i tillegg få adgang til det nyeste på forskningsfronten (Bang & Olufsen, 2009).

Bang & Olufsen bruker altså mye tid og penger på å skaffe og utvikle gode menneskelige ressurser. Vi tolker ut i fra årsrapporten 2008/2009 at dette er noe de har lagt vekt på over lengre tid, og i større grad enn konkurrentene. De ansatte er en verdifull ressurs for Bang & Olufsen, i likhet med andre bedrifter, men de skiller seg ut i fra konkurrentenes ansatte ved at de har gjennomgått en mer krevende opplæringsprosess. Hvis konkurrentene skal ha like stort fokus på innovasjonsutvikling vil dette bli en kostbar og tidskrevende prosess (Bang & Olufsen, 2009).

Organisatoriske ressurser

Organisatoriske ressurser henviser til hvordan en bedrift styres ved hjelp av den formelle rapporteringsstrukturen. Eksempler kan være bedriftskultur, bedriftens rykte, merkenavn og relasjoner mellom ansatte (Barney, 2002).

Bang & Olufsen har vært i lyd og bilde bransjen helt siden 1925, og har siden 1950-tallet vært kjent som "Det danske kvalitetsmerket". Etter den tid har selskapet hatt fokus på å skille seg ut i fra sine konkurrenter ved hjelp av produktkvalitet og -design. Dette har ført til at de har opparbeidet seg et godt rykte og etablert et sterkt merkenavn. Merkenavnet og ryktet er viktige ressurser for Bang & Olufsen, og uten dette hadde nok ikke Bang & Olufsen hatt muligheten til å ta den prisen de tar. Bang & Olufsen er et av de mest kjente merkenavnene innenfor eksklusiv elektronikk. Bedriften ble i 2008 kåret til nummer fire blant verdens hippeste merkenavn (Bang & Olufsen, 2008). Det er tidskrevende og kostbart å bygge opp et godt merkenavn, og de færreste bedrifter lykkes.

De andre organisatoriske ressursene har vi ikke mulighet til å vurdere ut i fra offentlig informasjon og de vil derfor ikke bli sett nærmere på.

Figur 7: VRIO - modellen for Bang & Olufsen

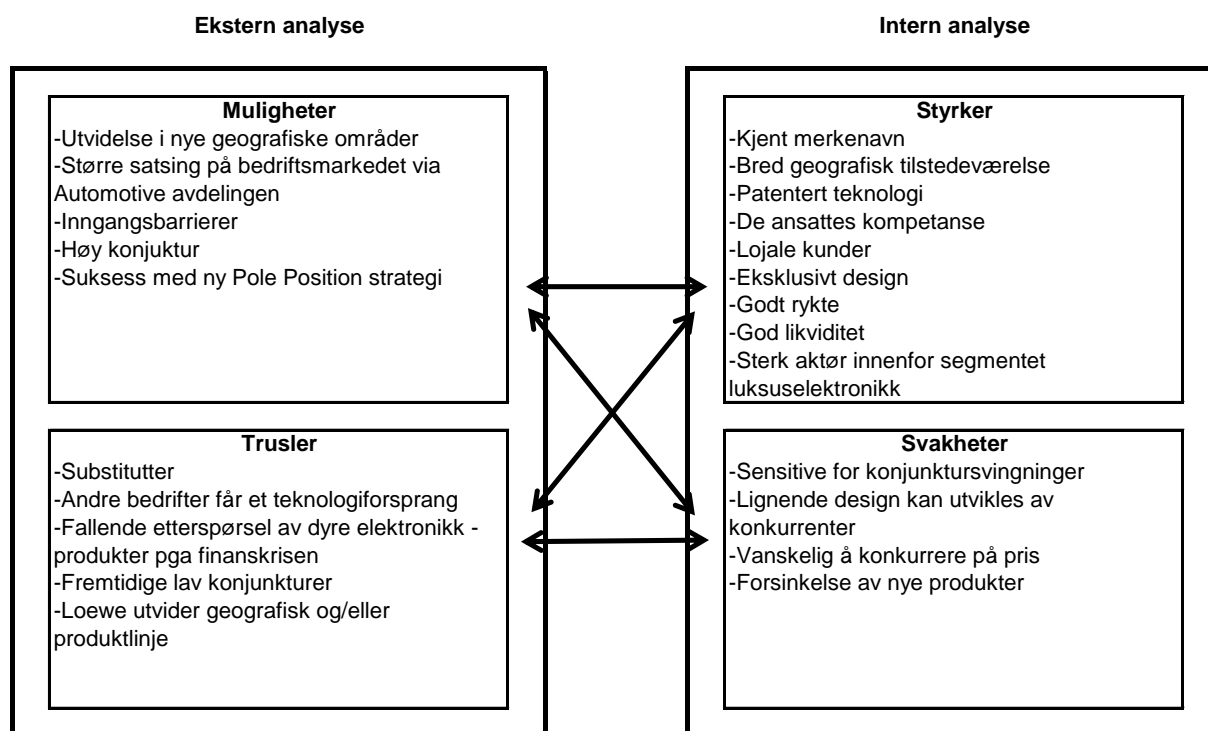
Ressurs	Verdiful?l?	Sjelden?	Kostbart å ilimitere?	Effektivt organisert?	Konkurransmessige implikasjoner?	Økonomisk situasjon?
Finansiell						
Egenkapital	Ja	Nei	-	-	Konkurranselighet	Normal
Fysisk						
Produksjonanlegg	Ja	Nei	-	-	Konkurranselighet	Normal
Lokalisering	Ja	Nei	-	-	Konkurranselighet	Normal
Teknologi	Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig konkurransefortrinn	Over normal
Menneskelig						
Ansatte	Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig konkurransefortrinn	Over normal
Organisatorisk						
Merkenavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig konkurransefortrinn	Over normal

(Barney og Clark, 2007)

3.3 SWOT – analyse

Vi vil nå oppsummere den interne og den eksterne analysen i en SWOT- analyse for å kartlegge Bang & Olufsens muligheter, trusler, styrker og svakheter.

Figur 8: Oppsummering ved SWOT - analyse



Egentilvirket (Barney, 2002)

Muligheter

Vi har kommet frem til noen muligheter som vi tror kan hjelpe Bang & Olufsen i fremtiden. For å få en større markedsandel har de mulighet til å utvide geografisk. Nedgangen i omsetningen i 2008/2009 var størst gamle europeiske markedene, mens nyere markeder i Østen og Russland ikke ble like hardt rammet. Nettoomsetningen i Asia var 10 % av total omsetning, sammenlignet med Europa som hadde en omsetning på 80 % av total omsetning. Dette vil si at de har store utviklingsmuligheter i Asia. Bang & Olufsen planlegger å åpne flere nye B1 butikker i Asia i årene fremover (Bang & Olufsen, 2009).

Tross nedgangstider ga Automotive avdelingen et lite positivt resultat i regnskapsåret 2008/2009. Vi kan se ut i fra tredje kvartalsrapport 2009/2010 at denne avdelingen allerede

har hatt en omsetningsøkning på 26 % sammenlignet med samlet omsetning 2008/2009. Dette er et område de har satset på kun de siste årene og det er fortsatt muligheter for å inngå avtaler med flere andre bilprodusenter. I dag samarbeider de med Audi, Mercedes og Aston Martin. Bose opererer som sagt også i dette markedet, men vi ser ingen grunn til at dette kan stå i veien for en mulig ekspansjon for Bang & Olufsen (Bang & Olufsen, 2009; Bang & Olufsen, 2010).

Trusler

Finanskrisen har rammet Bang & Olufsen hardt. Fremtidige lavkonjunkturer vil derfor bli sett på som en stor trussel. I nedgangstider prioriterer ikke folk å kjøpe så dyre produkter. Mange velger enten å utsette kjøpet eller å kjøpe billigere produkter.

Loewe er, som sagt, deres største konkurrent innenfor eksklusiv elektronikk. Loewe har 50 % av sin omsetning i Tyskland og er ikke lokalisert i like mange land som Bang & Olufsen. Hvis de velger å utvide deres lokalisering til land hvor Bang & Olufsen allerede opererer vil dette bli en stor trussel. Loewe produserer i størst grad tv`er, men også i mindre grad høytalere og multi-rom. Velger Loewe å satse mer på lydprodukter vil de bli en enda sterkere konkurrent også på dette området (Loewe, 2008; Bang & Olufsen 2009).

Bang & Olufsen har, som sagt, lenge vært en av de ledende aktørene på teknologi innenfor lyd og bilde. Hvis noen andre bedrifter utvikler bedre teknologi og henter igjen forspranget vil dette ha stor påvirkning på Bang & Olufsen.

Styrker

Bang & Olufsen har mange styrker. Vi har utdypet disse grundig i den strategiske analysen og velger derfor å oppsummere disse kun i figuren ovenfor.

Svakheter

Bang & Olufsen er et lite selskap i lyd og bilde bransjen. Det finnes derfor mange store potensielle konkurrenter. De store aktørene, som for eksempel Samsung og Phillips, har i de siste årene blitt mer opptatt av produktdesign. Disse aktørene konkurrerer seg i mellom på pris, og i tillegg har elektronikkprodukter gått kraftig ned i pris de siste årene. Dette har ført til en enda større prisforskjell mellom Bang & Olufsen og de store aktørene innenfor

elektronikkbransjen. En av deres største svakheter er produktenes høye pris. Dette medfører stor følsomhet for konjunktursvingninger.

Bang & Olufsen har et mål om at 25 % av deres omsetning skal være fra nye produkter. De siste årene har de nye produktene vært veldig forsinket. Dette har vært en av årsakene til den negative utviklingen i salgsinntekten (Bang & Olufsen, 2009)

4 Regnskapsanalyse

Vi vil nå foreta en regnskapsanalyse av Bang & Olufsen. Dette er det neste steget i den fundamentale verdsettelsesprosessen (Penman, 2007). Utgangspunktet vårt er historiske finansregnskap offentliggjort i Bang & Olufsens årsrapporter. Disse vil, som sagt, bli analysert for å få innsikt i hvordan bedriftens økonomiske tilstand har vært. Vi vil analysere konsernet som en helhet.

Det er vanskelig å velge hvor lang historisk analyseperiode som skal benyttes. Vi har valgt en periode på 5 år. Grunnen til dette er at Bang & Olufsen har hatt en relativ stabil vekst i flere år frem til 2007/2008, for så å oppleve en negativ vekst. Ved å benytte en periode på 5 år inkluderer vi både bedriftens positive og negative utvikling (Soffer og Soffer, 2003).

Det finnes to mulige regnskapsanalyseperspektiver, kreditor- og investorperspektivet (Gjesdal, 2007). Utgangspunktet for vår oppgave er å verdsette Bang & Olufsens egenkapital og det vil derfor være naturlig å bruke et investorperspektiv. Dette medfører en omgruppering av finansregnskapet som deretter gir et grunnlag for beregning av lønnsomhet, vekst og risiko (Penman, 2007).

4.1 Omgruppering

Det finnes i hovedsak to grupper brukere av et regnskap, kreditorer og eiere. Det eksisterer regelverk som bestemmer hvordan et finansregnskap skal se ut og hvilken informasjon det skal gi (Gjesdal, 2007). Den tradisjonelle regnskapsoppstillingen, hvor det skilles mellom anleggs- og omløpsmidler og kortsiktig og langsiktig gjeld, er i følge Gjesdal (2007) det mest hensiktsmessige for kreditorene. Den optimale oppstillingen for eierne er å skille mellom operasjonelle og finansielle eiendeler, for blant annet å få bedre kontroll på bedriftens samlede verdier. Derfor begynner vi regnskapsanalysen med en omgruppering av finansregnskapet (Gjesdal, 2007).

4.1.1 Omgruppering av egenkapitalredegjørelsen

I følge Penman (2007) blir ikke egenkapitalredegjørelsen sett på som den viktigste delen av finansregnskapsanalysen, men det er nødvendig å omgruppere den for å identifisere uren opptjening (dirty surplus). Uren opptjening er brudd på kongruensprinsippet. Gjesdal (2007) definerer kongruensprinsippet som et prinsipp som innebærer at egenkapitalen bare skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. De urene opptjeningspostene rapporteres i egenkapitalredegjørelsen. En omgruppering av denne er en forutsetning for å kunne omgruppere resultatregnskapet. Egenkapitalredegjørelsen omgrupperes slik at man finner netto transaksjoner med aksjonærer og fullstendig netto resultat (comprehensive income) (Penman, 2007).

Første steg i omgrupperingen av egenkapitalredegjørelsen er å justere inngående og utgående balanse for elementer som ikke er en del av ordinær egenkapital (common shareholders' equity). Dette inkluderer blant annet preferanseaksjer, avsatt utbytte (dividend payable) og uopptjent kompensasjon.

Bang & Olufsen har ingen av disse elementene inkludert i sin ordinære egenkapital. Preferanseaksjer er ikke like vanlig i Skandinavia som i USA. Bang & Olufsens finansregnskap følger IFRS (international financial reporting standards), og avsatt utbytte er da allerede inkludert i egenkapitalen (Kommunalbanken, 2008). Uopptjent kompensasjon oppstår når en bedrift utsteder aksjer til en lavere pris enn markedspris, som oftest til sine ansatte. Bang & Olufsen har utstedt medarbeideraksjer. Vi har ikke noen opplysninger om at disse aksjene er utstedt til en lavere pris enn markedspris og vi tar derfor utgangspunkt i at de er utstedt til markedspris. Vi vil derfor klassifisere denne posten som en transaksjon med aksjonærene (Penman, 2007).

Posten "akkumulert virkning ved årets begynnelse av endring i regnskapspraksis" har vi valgt å legge direkte til inngående egenkapital, men det er også mulig å klassifisere den som en del av fullstendig netto resultat. Vi mener at posten ikke bør ses på som en kostnad, men heller en negativ endring i egenkapitalen.

Tabell 2: Omgruppering av egenkapitalredegjørelsen

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mill. DKK					
Egenkapital IB	1651,9	1750,5	1742,1	1681,9	1483,8
Akk. virkning ved årets begynnelse av endring i regnskapspraksis		-35,9			
Korrigert egenkapital IB	1651,9	1714,6	1742,1	1681,9	1483,8
Transaksjoner med aksjonærer					
Kapitalforhøyelse					459,1
Kostnader ved kapitalforhøyelse					-25,8
Skatt og avgift på medarbeideraksjer og aksjeopsjoner	2,6				
Endring i utsatt skatt fra aksjeopsjoner		6,2	-0,4	-6,1	
Skatt vedrørende kostnader ved kapitalforhøyelse					1
Kjøp av 10% eierandel i Bang & Olufsen ICE Power AS					-23
Opsjon på minoritetsandel			-3,4		
Medarbeideraksjer	4	17,1	10,8	10,4	4,7
Tildeling av aksjeopsjoner		5,8	0,4	11,1	6,1
Salg av egne aksjer	6,5	5,3	18,5	1,6	46
Salg av tegningsrett					3,8
Kjøp av egne aksjer	-105,5	-148,9	-271,3	-100,2	
Utbetalt utbytte foregående år	-86,7	-149	-200,2	-247,7	-41,4
Utbytte av egne aksjer	3,2	5,7	11,3	14	1,9
Sum transaksjoner med aksjonærer	-175,9	-257,8	-434,3	-316,9	432,4
Fullstendig netto resultat					
Egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaper	5,4	-10,7	1,5	6,6	-12,3
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter	0,2		0,1	-0,1	-1
Overført fra årets resultat	268,9	296	372,5	112,3	-382,8
Sum fullstendig netto resultat	274,5	285,3	374,1	118,8	-396,1
Egenkapital UB	1750,5	1742,1	1681,9	1483,8	1520,1
Minoritetsinteresser	2,1	4,1	6	12,1	2,3
Ordinær egenkapital (CSE)	1748,4	1738	1675,9	1471,7	1517,8

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

4.1.2 Omgruppering av resultatregnskap

Et resultatregnskap viser gevinster og tap generert av bedriftens operasjonelle og finansielle eiendeler. En omgruppering av resultatregnskapet går ut på å klassifisere disse postene som enten operasjonelle eller finansielle. Det omgrupperte resultatregnskapet inkluderer uren opptjening og sluttlinjen er fullstendig netto resultat. Postene vedrørende uren opptjening er hentet fra den omgrupperte egenkapitalredegjørelsen. Disse grupperes også som operasjonelle eller finansielle poster (Penman, 2007; Gjesdal, 2007).

Bang & Olufsens urene opptjeningsposter er egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaper og endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter. Vi antar at disse postene er utelukkende driftsrelaterte.

Skattekostnaden er fordelt mellom operasjonelle og finansielle aktiviteter med regnskapsårets skattesats. Skattesatsen i Danmark var i analysens tre første regnskapsår 28 %, men ble i regnskapsåret 2007/2008 nedsatt til 25 %.

Tabell 3: Omgruppering av resultatregnskapet

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mill. DKK					
Salgsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5
Produksjonskostnader	-2005,7	-2281,1	-2338	-2199,6	-1683,8
Bruttoresultat	1736,5	1944,1	2037,7	1892,4	1105,7
Utviklingskostnader	-393,3	-442,9	-458,8	-545,5	-462,7
Distribusjons- og markedsføringskostnader	-833,6	-920,3	-910,2	-1003,5	-928,5
Administrasjonskostnader	-137,4	-142	-138,7	-148,7	-104,5
Driftsresultat fra salg (før skatt)	372,2	438,9	530	194,7	-390
Rapportert skattekostnad	114,9	134,7	151,9	41,4	-140,2
Skatt på annen driftsinntekt	-0,1	0,3	-2,9	2,8	25,8
Skatt på finanskostnad	-2,0	2,0	4,5	7,5	7,5
	112,8	137,0	153,5	51,7	-107,0
Driftsresultat fra salg (etter skatt)	259,4	301,9	376,5	143,1	-283,1
Resultat av investeringer i assosierte selskaper	0,4	-1,0	-1,1	-11,2	2,3
Gevinst ved salg av aksjer i datterselskap			11,5		
Omstrukturingskostnader					-105,5
Annen driftsinntekt	0,4	-1,0	10,4	-11,2	-103,2
Skatt på annen driftsinntekt	0,1	-0,3	2,9	-2,8	-25,8
Annen driftsinntekt (etter skatt)	0,3	-0,7	7,5	-8,4	-77,4
Egenkapital og valutakurs reguleringer i datterselskaper	5,4	-10,7	1,5	6,6	-12,3
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter	0,2		0,1	-0,1	-1
Annen driftsinntekt (etter skatt elementer)	5,6	-10,7	1,6	6,5	-13,3
Driftsresultat etter skatt	265,3	290,5	385,6	141,2	-373,8
Finansiell kostnad	23,5	24,9	31,7	49,8	41,2
Finansiell inntekt	30,7	17,7	15,7	20,0	11,4
Netto finansiell kostnad	-7,2	7,2	16,0	29,8	29,8
Skatt på netto finansiell kostnad	-2,0	2,0	4,5	7,5	7,5
Netto finansiell kostnad (etter skatt)	-5,2	5,2	11,5	22,4	22,4
Fullstendig netto resultat før minoritetsinteresser	270,5	285,3	374,1	118,8	-396,1
Minoritetsinteresser	0,2	2,0	5,1	7,6	2,3
Fullstendig netto resultat/Comprehensive income	270,3	283,3	369,0	111,2	-398,4

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

4.1.3 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen går ut på å omklassifisere postene i balansen til operasjonelle og finansielle eiendeler og gjeld. Dette må gjøres for å kartlegge bedriftens evne til å generere profitt (Penman, 2007).

Gjesdal (2007) mener posten kontanter og bankinnskudd ofte skaper problemer, og han hevder at den beholdningen som er nødvendig for driften er driftsrelatert mens resten er finansielt. En bedrift trenger, som regel, likvide midler til å betale regninger ettersom de påløper. Bedrifter med mange butikker er også avhengig av å ha vekslpenger tilgjengelig (Penman, 2007). Ettersom Bang & Olufsen har over 1200 butikker vil vi anta at posten

”kontanter og bankinnskudd” i balansen består av både operasjonelle og finansielle likvider. Det finnes ingen noter tilhørende denne posten, og vi har derfor antatt at 0,5 % av salgsinntekten i inneværende år er operasjonelle likvider. Penman (2007) sier at hvis denne informasjonen ikke er tilgjengelig blir det ofte antatt at en liten del av salgsinntekten er klassifisert som operasjonelle likvider.

Posten ”investering i eiendom” har vi klassifisert som driftsrelatert. Grunnen til dette er at disse eiendommene leies ut til Bang & Olufsen Medicom A/S og andre assosierte selskap. Selv om utleie ikke er Bang & Olufsens primære virksomhetsområde vil vi se på utleie til assosierte selskap som mer driftsrelatert enn finansielt (Bang & Olufsen, 2009).

Vi har vurdert postene ”kapitalandel i assosierte selskap” og ” gjeld til assosierte selskap” som driftsrelaterte. Vi ser på Bang & Olufsens investering i Bang & Olufsen Medicom A/S som en strategisk investering knyttet til drift, fremfor en finansiell investering med forventet avkastning.

Posten ”andre finansielle fordringer” har vi, på tross av navnet, klassifisert som en operasjonell eiendel. I notene til finansregnskapet finnes det informasjon om at disse fordringene er knyttet til distribusjon og markedsføring.

Tabell 4: Omgruppering av balansen

	31.05.05	31.05.06	31.05.07	31.06.08	31.05.09
Mill. DKK					
Operasjonelle eiendeler					
Goodwill	19,3	18	44,8	44,8	44,8
Ervervete rettigheter	14,3	12,1	44,4	41,1	50,8
Fullførte utviklingsprosjekter	176,3	216,3	244,6	218,8	200,6
Utviklingsprosjekter under utførelse	81,9	109,8	116,2	112,5	185
Kapitalandel i assosierte selskap	7	6	15,8	6,3	9,5
Tomt og bygninger	282,5	332,8	252,1	274,4	269,9
Produksjonsanlegg og maskiner	201,5	200,7	203,8	221,8	229,5
Annet utstyr	49,7	58,2	70,7	50	48,4
Fornyelse av leide lokaler	29,9	26,6	29,1	28,7	32,2
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling for mat. eiendeler	53,4	49,1	62,2	80,8	33,2
Utsatt skattefordel	44,4	28,8	21,2	22,7	103,8
Varebeholdning	429,7	567,4	694,3	801,4	597,8
Fordringer	632,5	748,6	824,8	702,1	491
Anleggsmidler bestemt for salg		1,1			
Andre finansielle fordringer	28,7	36,4	88,2	52	60,4
Investering i eiendom	0,8	0,7	56,4	52,8	49,1
Driftslikvider	18,7	21,1	21,9	20,5	13,9
Sum operasjonelle eiendeler	2070,6	2433,7	2790,5	2730,7	2419,9
Operasjonelle forpliktelser					
Utsatt skatteforpliktelse	65,5	63,7	67,8	64,2	4,8
Hensatte forpliktelser	63,6	91,9	97	77,3	78,1
Leverandørgjeld	208	196,3	216,4	216	188,3
Forskudd fra kunder	41,5	51,6	97,9	83,9	69,5
Betalbar skatt	72	78,3	122,3	66,3	21,2
Hensatte kortsiktige forpliktelser	50,9	31,1	33,3	46	65,7
Gjeld til assosierte selskaper				1,8	
Annen kortsiktig gjeld	311,8	361,4	356,2	320	324,6
Sum operasjonell gjeld	813,3	874,3	990,9	875,5	752,2
Netto operasjonelle eiendeler	1257,3	1559,4	1799,6	1855,2	1667,7
Finansielle forpliktelser					
Pante/eiendoms lån	120,7	107,2	93,4	235,7	230,3
Banklån	87,5	129,7	97,1	101,1	95,7
Andre langsiktige forpliktelser			6,1	6,6	6,7
Kortsiktig pantelån	37,4	13,8	14	8,5	6,5
Kortsiktig banklån	1,8	32,5	32,4	42,9	32,6
Andre kortsiktige banklån			39,5	53,7	13
Pensjon	8,5	15,5	9,7	9,5	7
Sum finansiell gjeld	255,9	298,7	292,2	458	391,8
Finansielle eiendeler					
Kontanter og bankinnskudd	713,2	481,4	174,5	86,6	244,2
Sum finansielle eiendeler	713,2	481,4	174,5	86,6	244,2
Netto finansielle forpliktelser	-457,3	-182,7	117,7	371,4	147,6
Ordinær egenkapital og minoritetsinteresse	1714,6	1742,1	1681,9	1483,8	1520,1
Minoritetsinteresser	2,1	4,1	6,0	12,1	2,3
Ordinær egenkapital (CSE)	1712,5	1738,0	1675,9	1471,7	1517,8

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

4.1.4 Omgruppering av kontantstrømoppstillingen

Kontantstrømoppstillingen viser endringene i en bedrifts kontantbeholdning fra regnskapsårets begynnelse til slutt (Soffer og Soffer, 2003). Vi omgrupperer kontantstrømoppstillingen ved å skille mellom operasjonelle og finansielle aktiviteter, og skattekostnaden fordeles således. Deretter beregnes forskjellen mellom kontantstrømmene fra drifts- og investeringsaktiviteter og man kommer frem til bedriftens frie kontantstrøm. Frikontantstrøm kan benyttes til å prognostisere fremtidig likviditet og finansielle krav, og den må beregnes hvis neddiskonterte kontantstrømmetoder skal brukes ved verdsettelse. Den frie kontantstrømmen kan også finnes direkte ut i fra reformulert balanse og resultat (Penman, 2007).

Tabell 5: Omgruppering av kontantstrømoppstillingen

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mill. DKK					
Frikontantstrøm					
Rapportert kontantstrøm fra driftsaktiviteter	740,1	394,6	520,8	331,8	113,2
Renteinnbetaling	30,7	17,7	15,7	20	11,4
Renteutbetaling	-23,5	-24,9	-31,7	-49,8	-41,2
Netto renteinbetaling (før skatt)	7,2	-7,2	-16	-29,8	-29,8
Skatt	2,0	-2,0	-4,5	-7,5	-7,5
Netto renteinbetaling (etter skatt)	5,2	-5,2	-11,5	-22,4	-22,4
Kontantstrøm fra driftsaktiviteter	734,9	399,8	532,3	354,2	135,6
Rapportert kontantstrøm fra investerings aktiviteter	233,4	378,5	378,4	254,3	339,2
Netto investering i finansielle eiendeler	-12	-7,7	-53,9	36,2	-8,4
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	221,4	370,8	324,5	290,5	330,8
Frikontantstrøm	513,5	29	207,8	63,7	-195,2
Kontantstrøm fra finansierings aktiviteter					
Kapitalforhøyelse					-459,1
Omkostninger ved kapitalforhøyelse					25,8
Proveny fra låneopptak		-74,6			-14,8
Avdrag på langsiktig lån	69,5	38,8	46,3	-200	37,9
Nytegning av medarbeideraksjer	-4	-5,6		48,7	
Skatt vedrørende aksjeopsjoner	-0,2				
Salg av tegningsrett					-3,8
Netto renteinbetaling (etter skatt)	-5,2	5,2	11,5	22,4	22,4
Netto investering i finansielle eiendeler	12	7,7	53,9	-36,2	8,4
Endring i likviditet	258,9	-229,4	-345,6	-103,5	191,7
Sum finansiering ved gjeld	331	-257,9	-233,9	-268,6	-191,5
Utbytte fra egne aksjer	-3,2	-5,7	-11,3	-14	-1,9
Utbytte fra assosierte selskaper	105,5				1
Utbytte	86,7	149	200,2	247,7	41,4
Tilbakekjøp av egne aksjer		148,9	271,3	100,2	
Salg av egne aksjer	-6,5	-5,3	-18,5	-1,6	-42,2
Sum finansiering ved egenkapital	182,5	286,9	441,7	332,3	-1,7
Total finansiell kontantstrøm	513,5	29	207,8	63,7	-193,2

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

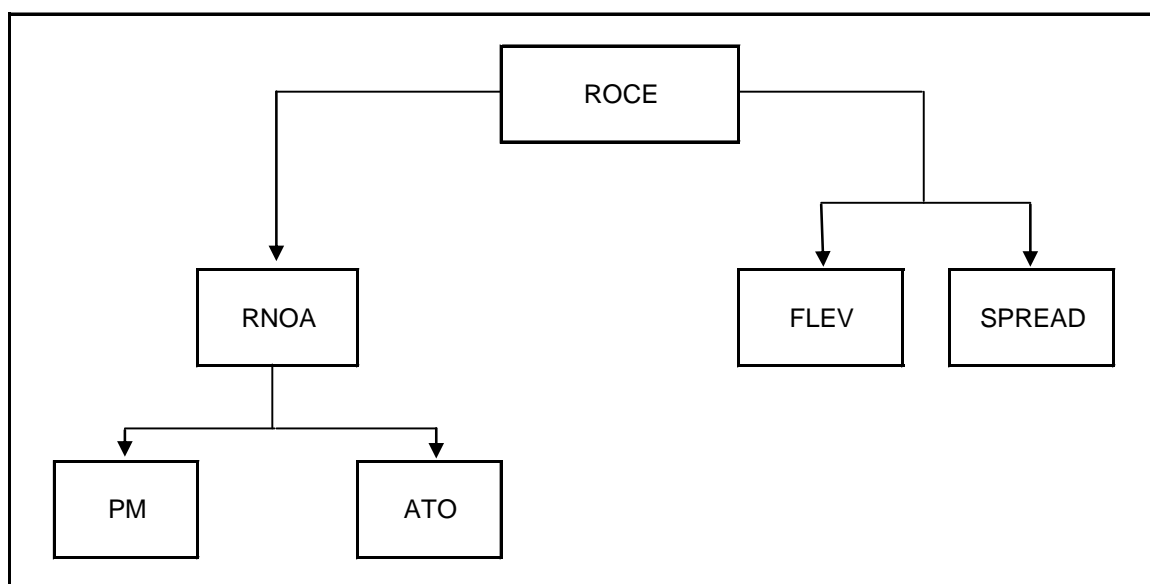
Det er et avvik på 2 millioner mellom frikontantstrøm og finansiell kontantstrøm det siste året. Bang & Olufsen er en bedrift som har mange transaksjoner i fremmed valuta og dette kan føre til avvik når kontantstrømoppstillingen blir omgruppert.

4.2 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhetsanalyse gir oss et innblikk i dagens økonomiske tilstand i en bedrift, og er nødvendig for å prognostisere en bedrifts fremtidige lønnsomhet. I tillegg er det en forutsetning for verdsettelse (Penman, 2007).

Lønnsomhetsanalyse går ut på å analysere driverne til avkastningen på ordinær egenkapital (return on common equity). Vi har valgt å ta utgangspunkt i DuPonts avanserte økonomiske modell som er en videreutvikling av DuPonts originale modell. DuPonts avanserte modell skiller mellom operasjonelle og finansielle aktiviteter, i likhet med det omgrupperte finansregnskapet. DuPont modellen tar utgangspunkt i avkastningen på ordinær egenkapital, og fortsetter med en inndeling av driverne til ROCE (Burns, Sale and Stephan, 2008). Analysen vår er basert på DuPont modellen og vi velger å begynne i bunn og avslutte med ROCE (Penman, 2007).

Figur 9: DuPont modellen



(Penman, 2007)

Vi kan sammenligne Bang & Olufsens nøkkeltall med tall fra sammenlignbare bransjer. I vår lønnsomhetsanalyse har vi valgt å sammenligne nøkkeltall for Bang & Olufsen med bransjen for varige forbruksvarer. Dette er bransjen som dekker Bang & Olufsens produkter best. De sammenlignbare nøkkeltallene er basert på et lengre studie gjengitt av Penman (2007). Disse

nøkkeltallene er basert på tall hentet fra amerikanske bedrifter. Vi mener det er rimelig å benytte disse nøkkeltallene ettersom Bang & Olufsen er et internasjonalt selskap som også opererer i det amerikanske markedet. I tillegg har vi valgt å sammenligne nøkkeltallene til Bang & Olufsen med deres nærmeste konkurrent Loewe.

4.2.1 Profitt margin (Profit margin)

Profitt margin viser driftsresultat per salgs krone. Jo høyere profitt margin en bedrift har, jo bedre forberedt er de på svingninger i rentenivå, valutakurser, inntenker og kostnader (Penge & Privatøkonomi, 2010).

$$PM = \frac{\text{Driftsresultat (etter skatt)}}{\text{Salgsinntekt}}$$

Tabell 6: Profitt margin, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt PM
Driftsresultat (etter skatt)	265,3	290,5	385,6	141,2	-373,8	
Salgsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5	
PM	7,1 %	6,9 %	8,8 %	3,5 %	-13,4 %	2,6 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 7: Profitt margin, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt PM
Driftsresultat (etter skatt)	866	8527	8738	21686	7066	
Salgsinntekt	319091	341934	372534	374010	323950	
PM	0,3 %	2,5 %	2,3 %	5,8 %	2,2 %	2,6 %

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

I følge Penman (2007) er gjennomsnittlig profitt margin på tvers av alle bransjer 5,3 %, mens gjennomsnittlig profitt margin for varige forbruksvarer er satt til 3,4 %. Bang & Olufsen har en gjennomsnittlig profitt margin på 2,6 %, som er noe lavere enn bransjen. Dette skyldes hovedsakelig bedriftens dårlige utvikling de siste årene, og siden vi har en kortere analyseperiode gir dette et stort utslag i gjennomsnittlig profitt margin. Til tross for dette har Bang & Olufsen og Loewe samme gjennomsnittlig profitt margin. Grunnen til dette er at Bang & Olufsen har vært bedre historisk sett, mens Loewe har klart seg bedre igjennom finanskrisen.

Profitt marginen kan dekomponeres ned til profitt margin fra salg og annen profitt margin, som begge er drivere av profitt margin. Profitt margin fra salg og annen profitt margin kan også dekomponeres videre. Vi dekomponerer profitt marginen for å skille ut de elementene som ikke er knyttet til salg ettersom de er med på å gi et feil bilde av bedriftens faktiske lønnsomhet (Penman, 2007).

$$PM = \text{Salgs PM} + \text{Annen PM}$$

Tabell 8: Dekomponering av profitt margin

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Bruttoresultat/Salgsinntekt	46,40 %	46,01 %	46,57 %	46,25 %	39,64 %
Administrasjonskostnader/Salgsinntekt	-3,67 %	-3,36 %	-3,17 %	-3,63 %	-3,75 %
Utviklingskostnader/Salgsinntekt	-10,51 %	-10,48 %	-10,49 %	-13,33 %	-16,59 %
Distr.og markedsføringskostnader/Salgsinntekt	-22,28 %	-21,78 %	-20,80 %	-24,52 %	-33,29 %
Operasjonell skattekostnad/Salgsinntekt	-3,01 %	-3,24 %	-3,51 %	-1,26 %	3,84 %
Profitt margin fra salg	6,93 %	7,15 %	8,60 %	3,49 %	-10,15 %
Resultat av investeringer i assosierte selskap/Salgsinntekt	0,01 %	-0,02 %	-0,03 %	-0,27 %	0,08 %
Gevinst ved salg av aksjer i datterselskap/Salgsinntekt			0,26 %		
Omstrukturingskostnader/Salgsinntekt					-3,78 %
Egenkapital og valutakurs reguleringer i datterselskaper/Salgsinntekt	0,14 %	-0,25 %	0,03 %	0,16 %	-0,44 %
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter/Salgsinntekt	0,01 %		0,00 %	0,00 %	-0,04 %
	0,00 %	0,01 %	-0,07 %	0,07 %	0,92 %
Annen profitt margin	0,16 %	-0,27 %	0,21 %	-0,05 %	-3,25 %
Profitt margin	7,09 %	6,88 %	8,81 %	3,45 %	-13,40 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vi kan se ut i fra tabellen at den største delen av profitt marginen kommer fra salg. Annen profitt margin har holdt seg veldig lav i analyseperioden, med unntak av regnskapsåret 2008/2009. Økningen i annen profitt margin i dette året skyldes omstruktureringen utført i samme periode.

Profitt margin fra salg har vært økende de tre første analyseårene grunnet en liten nedgang i kostnadene. På den andre siden har profitt margin fra salg gått kraftig ned de to siste analyseårene. Nedgangen i 2007/2008 skyldes hovedsakelig en stor prosentvis økning i både utviklingskostnadene og distribusjons- og markedsføringskostnadene. Reduksjonen i 2008/2009 skyldtes en kraftig nedgang i salgsinntekt i tillegg til en økning i utviklings-, distribusjons- og markedsføringskostnader.

4.2.2 Kapitalens omløpshastighet (Asset turnover)

Kapitalens omløpshastighet (ATO) viser de netto operasjonelle eiendelenes evne til å generere salg, og kan ses på som et mål på hvor effektiv kapitalbruken er. Den viser også hvor mange ganger kapitalen har vært omsatt i løpet av en periode (Hillestad, 2007; Penman, 2007).

$$ATO = \frac{\text{Salgsinntekt}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

Tabell 9: Kapitalens omløpshastighet, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt ATO
Salgsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5	
Gjennomsnittlig NOA	-	1408,4	1679,5	1827,4	1761,5	
ATO	-	3,0	2,6	2,2	1,6	2,4

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 10: Kapitalens omløpshastighet, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt ATO
Salgsinntekt	319091	341934	372534	374010	323950	
Gjennomsnittlig NOA	-	105827,0	174057,0	110694,0	101627,5	
ATO	-	3,2	2,1	3,4	3,2	3,0

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Gjennomsnittlig ATO på tvers av alle bransjer er omtrent 2,0, men ATO varierer etter bransje. I bransjen for varige forbruksvarer er gjennomsnittlig ATO 3,72 (Penman, 2007). Loewe har en gjennomsnittlig ATO på 3,0. Bang & Olufsen har en gjennomsnittlig ATO på 2,4, og vi kan se at den har vært fallende de siste årene. Fallende ATO indikerer at Bang & Olufsen har foretatt større kapitalinvesteringer som ikke har gitt umiddelbart utslag i salgsinntekten, sett fra en annen side kan disse investeringene føre til bedre resultater i fremtiden. Nedgangen i ATO det siste året skyldes hovedsakelig en konjunkturedgang som har hatt kraftig negativ innvirkning på salgsinntekten (Hoff, 2004).

Kapitalens omløpshastighet kan dekomponeres ned i forholdet mellom alle eiendels- og gjeldsposter og salgsinntekten. Vi tar utgangspunkt i den inverse ATO (1/ATO) som viser hvor stort beløp av netto operasjonelle eiendeler som brukes for å generere en krone i salgsinntekt, og det er derfor ønskelig med en lav invers ATO. Desto høyere den inverse ATO

er desto lavere er RNOA (Penman, 2007). Vi har valgt å dekomponere ATO ved å ta utgangspunkt i de største postene, for deretter å slå sammen de resterende postene.

Tabell 11: Dekomponering av kapitalens omløpshastighet

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Balanseposter er gjennomsnittlige					
Fullførte utviklingsprosjekter/Salgsinntekt		0,046	0,053	0,057	0,075
Utviklingsprosjekter under utførelse/Salgsinntekt		0,023	0,026	0,028	0,053
Tomt og bygninger/Salgsinntekt		0,073	0,067	0,064	0,195
Produksjonsanlegg og maskiner/Salgsinntekt		0,048	0,046	0,052	0,081
Varebeholdning/Salgsinntekt		0,118	0,144	0,183	0,251
Fordringer/Salgsinntekt		0,163	0,180	0,187	0,214
Andre operasjonelle eiendeler/Salgsinntekt		0,062	0,081	0,104	0,152
Leverandørgjeld/Salgsinntekt		-0,048	-0,047	-0,053	-0,072
Annen kortsiktig gjeld/Salgsinntekt		-0,040	-0,082	-0,083	-0,116
Annen finansiell gjeld/Salgsinntekt		-0,072	-0,084	-0,093	-0,104
1/ATO		0,373	0,384	0,447	0,729

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Den inverse ATO har vært økende igjennom hele perioden. Vi kan se en betraktelig økning fra 2007/2008 til 2008/2009. I 2008/2009 brukte Bang & Olufsen så mye som 0,631 danske kroner for å generere en krone i salgsinntekt. I forhold til tidligere år kan vi se at dette er meget høyt. Det har vært en liten nedgang i gjennomsnittlig NOA fra 2007/2008 til 2008/2009, noe som isolert sett fører til en lavere 1/ATO. Salgsinntekten har derimot falt kraftig det siste året som, til tross nedgangen i gjennomsnittlig NOA, har ført til en betydelig økning i 1/ATO.

Vi kan se at endringen i de største balansepostene har hatt størst effekt på utviklingen i 1/ATO. Endringene i samtlige analyseår skyldes hovedsakelig en økning i forholdstallene varebeholdning/salgsinntekt og fordringer/salgsinntekt. Varebeholdningen var ved utgangen av 2007/2008 meget høy, og vi tror årsaken til dette var at finanskrisen kom overraskende på Bang & Olufsen. Bedriften fikk ikke solgt et like stort kvantum som forventet, og 1/ATO økte. Varebeholdning gikk kraftig ned i 2008/2009, men vi kan fremdeles se effekten av den høye varebeholdningen de hadde i 2007/2008 ettersom beregningen av 1/ATO er basert på gjennomsnittlige tall. Det har vært en kraftig nedgang i salgsinntekten i 2008/2009, og nedgangen har vært prosentvis større enn nedgangen i varebeholdningen slik at vi har fått en økning i 1/ATO. Vi forventer at forholdstallet varebeholdning/salgsinntekt vil gå ned i 2009/2010 ettersom inngående varebeholdning var mye lavere enn forrige år og vi antar i

tilegg at dette nivået vil opprettholdes. Salgsinntekten er forventet å ligge på omtrent samme nivå som i 2008/2009 (Bang & Olufsen, 2010).

En redusert ATO tyder på at Bang & Olufsen ikke klarer å generere en høy nok profitt ut i fra eiendelene de har på nåværende tidspunkt. En konsekvens av dette kan være at de må foreta nye investeringer. Vi forventer derimot at Bang & Olufsen vil kunne utnyttet eiendelene sine bedre etter at effekten av omstrukturering har inntrådt, slik at den prosentvise økningen i fremtidig salgsinntekt vil være større enn økningen i netto operasjonelle eiendeler. Dette vil føre til en økning i ATO.

4.2.3 Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (Return on net operating assets)

Avkastningen på netto operasjonelle eiendeler (RNOA) sammenligner driftsresultat (etter skatt) med netto operasjonelle eiendeler. RNOA gir et godt mål på bedriftens faktiske avkastning, ettersom avkastning på de finansielle postene er utelukket (Penman, 2007).

$$RNOA = \frac{\text{Driftsresultat (etter skatt)}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

Tabell 12: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt RNOA
Driftsresultat (etter skatt)	265,3	290,5	385,6	141,2	-373,8	
Gjennomsnittlig NOA	-	1408,4	1679,5	1827,4	1761,5	
RNOA	-	20,6 %	23,0 %	7,7 %	-21,2 %	7,5 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 13: Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt RNOA
Driftsresultat (etter skatt)	866,0	8527,0	8738,0	21686,0	7066,0	
Gjennomsnittlig NOA	-	105827,0	174057,0	110694,0	101627,5	
RNOA	-	8,1 %	5,0 %	19,6 %	7,0 %	9,9 %

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Gjennomsnittlig RNOA på tvers av alle bransjer er 10,3 %, mens gjennomsnittlig RNOA i den varige forbruksvare bransjen er 9,9 % (Penman, 2007). Bang & Olufsens RNOA har i de første analyseårene vært meget høy, men den har sunket drastisk grunnet reduserte inntekter

og økte kostnader. Loewe har en gjennomsnittlig RNOA på 9,9 % som er noe høyere enn Bang & Olufsen. Dette skyldes at Loewe har klart seg bedre enn Bang & Olufsen de siste to årene.

RNOA kan sammenlignes med WACC (weighted average cost of capital), og dersom RNOA overstiger WACC tilføyes positiv verdi til selskapet (Hochtief, 2007). WACC har vi beregnet i kapittel 6 til å være 9,3 %. Vi kan se at i de første analyseårene tilføyes det en relativt stor positiv verdi, mens i de to siste årene ligger RNOA under WACC. Bang & Olufsen har de to siste årene levert svake resultater som i stor grad skyldes finanskrisen. En medvirkende årsak til at Bang & Olufsen opplever en svært negativ RNOA i 2008/2009 er omstrukturingskostnadene på 105,5 mill. danske kroner. Disse omstrukturingskostnadene er med på å trekke resultatet betydelig ned.

4.2.4 Finansiell gjeldsgrad (financial leverage)

I følge Penman (2007) viser den finansielle gjeldsgraden oss i hvor stor grad de netto operasjonelle eiendelene er finansiert ved finansielt lån eller ved ordinær egenkapital.

$$Flev = \frac{\text{Gjennomsnittlig NFO}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}}$$

Tabell 14: Finansiell gjeldsgrad, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt FLEV
Gjennomsnittlig netto finansielle forpliktelser (NFO)	-	-320,0	-32,5	244,6	259,5	
Gjennomsnittlig ordinær egenkapital (CSE)	-	1725,3	1707,0	1573,8	1494,8	
FLEV	-	-0,185	-0,019	0,155	0,174	0,031

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 15: Finansiell gjeldsgrad, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt FLEV
Gjennomsnittlig netto finansielle forpliktelser (NFO)	-	43173,0	47854,5	29534,5	12311,5	
Gjennomsnittlig ordinær egenkapital (CSE)	-	61172,5	68025,0	80019,5	88034,0	
FLEV	-	0,706	0,703	0,369	0,140	0,480

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Gjennomsnittlig finansiell gjeldsgrad på tvers av alle bransjer er 0,403, og for varige forbruksvarer bransjen er den 0,448. Bang & Olufsen har en gjennomsnittlig finansiell

gjeldsgrad på 0,031 noe som er sett på som lavt. Dette vil si at de har en lav finansiell risiko. Loewe har derimot en mye høyere finansiell gjeldsgrad på 0,480.

Bedrifter som har høy finansiell gjeldsgrad har en større sannsynlighet for å gå konkurs enn bedrifter med lav finansiell gjeldsgrad. Høy finansiell gjeldsgrad kan fort skape problemer i nedgangstider ettersom salgsinntekten kan bli for lav til å dekke rentekostnader (Scott, u.å). Bang & Olufsen har i analyseperioden hatt en meget lav finansiell gjeldsgrad som har vært en stor fordel for dem da finanskrisen inntraff.

4.2.5 Spread

Spread er differansen mellom avkastning på netto operasjonelle eiendeler og netto lånekostnad (net borrowing cost). Netto lånekostnad (NBC) er rentekostnaden bedriften har betalt for sine finansielle forpliktelser (Penman, 2007).

$$Spread = RNOA - NBC$$

$$NBC = \frac{NFE}{NFO}$$

Vi beregner først netto lånekostnad etter skatt på grunnlag av det omgrupperte finansregnskapet.

Tabell 16: Netto lånekostnad, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt NBC
Netto finansielle kostnader etter skatt (NFE)	-5,200	5,200	11,500	22,400	22,400	
Netto finansielle forpliktelser (NFO)	-457,3	-182,7	117,7	371,4	147,6	
NBC (etter skatt)	1,1 %	-2,8 %	9,8 %	6,0 %	15,2 %	7,3 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 17: Netto lånekostnad, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt NBC
Netto finansielle kostnader etter skatt (NFE)	2449,0	1644,0	1366,0	692,0	1265,0	
Netto finansielle forpliktelser (NFO)	38798,0	47548,0	48161,0	10888,0	13735,0	
NBC (etter skatt)	6,3 %	3,5 %	2,8 %	6,4 %	9,2 %	7,0 %

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Gjennomsnittlig netto lånekostnad har, for Bang & Olufsen, vært på 7,3 %. Vi kan se at det har vært en stor endring fra 2005/2006 til 2006/2007. Vi antar at grunnen til dette er en økning i pantelånet. Det har også vært en betydelig økning i netto lånekostnad fra 2007/2008 til 2008/2009, mens netto finansielle forpliktelser, på den andre siden, har gått ned. Dette skyldes en stor nedgang i Bang & Olufsens totale forpliktelser i siste kvartal 2008/2009. Netto lånekostnad i prosent blir høy når de velger å betale ned gjeld så sent på året. Grunnen til dette er at de netto finansielle kostnadene representerer kostnadene tilknyttet et lån som er betydelig høyere.

Tabell 18: Spread, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt SPREAD
Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)	-	0,206	0,230	0,077	-0,212	
Netto finansielle kostnader etter skatt (NBC)	-	-0,028	0,098	0,060	0,152	
SPREAD	-	23,4 %	13,2 %	1,7 %	-36,4 %	0,5 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 19: Spread, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt SPREAD
Avkastning på netto operasjonelle eiendeler (RNOA)	-	0,081	0,050	0,196	0,070	
Netto finansielle kostnader etter skatt (NBC)	-	0,035	0,028	0,064	0,092	
SPREAD	-	4,6 %	2,2 %	13,2 %	-2,3 %	4,4 %

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Positiv Spread vil si at bedriften har hatt en større avkastning på driften enn kostnaden/inntekten har vært på det finansielle. Dette gjelder for de tre første analyseårene. Her ser vi igjen at Loewe har prestert bedre enn Bang & Olufsen de siste årene. Bedriftens gjennomsnittlige Spread blir sterkt negativt påvirket av Spread 2008/2009.

4.2.6 Avkastning på ordinær egenkapital (ROCE)

Avkastningen på ordinær egenkapital viser avkastningen eierne får på sine investeringer i en gitt periode. ROCE vil da vise veksten i ordinær egenkapital som følge av driftaktiviteter. ROCE består av summen av avkastningen på driftsaktiviteter uttrykt ved RNOA og avkastningen på finansielle aktiviteter uttrykt ved FLEV*SPREAD.

$$ROCE = \frac{\text{Fullstendig netto resultat}}{\text{Gjennomsnittlig CSE}}$$

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times (RNOA - NBC)]$$

Tabell 20: Avkastning på ordinær egenkapital, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	Gj.snitt ROCE
RNOA	-	0,206	0,230	0,077	-0,212	
FLEV	-	-0,185	-0,019	0,155	0,174	
SPREAD	-	0,234	0,132	0,017	-0,364	
ROCE	-	16,3 %	22,7 %	8,0 %	-27,5 %	4,9 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 21: Avkastning på ordinær egenkapital, Loewe

Loewe	2005	2006	2007	2008	2009	Gj.snitt ROCE
RNOA	-	0,081	0,050	0,196	0,070	
FLEV	-	0,706	0,703	0,369	0,140	
SPREAD	-	0,046	0,022	0,132	-0,023	
ROCE	-	11,3 %	6,6 %	24,5 %	6,6 %	12,2 %

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Gjennomsnittlig ROCE på tvers av alle bransjer er 12,2 %, og for bransjen for varige forbruksvarer er den 11,2 %. Loewe har en ROCE på 12,2 %. Vi kan se at Bang & Olufsen har en svært lav gjennomsnittlig ROCE på 4,9 %, men dette skyldes hovedsakelig det dårlige resultatet i 2008/2009. Sett bort i fra dette ville gjennomsnittlig ROCE vært betraktelig mye høyere.

Tabell 22: Oppsummering lønnsomhetsanalyse, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Salgsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5
ROCE	-	16,3 %	22,7 %	8,0 %	-27,5 %
RNOA	-	20,6 %	23,0 %	7,7 %	-21,2 %
PM	-	6,9 %	8,8 %	3,5 %	-13,4 %
ATO	-	3,1	2,7	2,3	1,6
NBC	-	-2,8 %	9,8 %	6,0 %	15,2 %
FLEV	-	-0,185	-0,019	0,155	0,174

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

ROCE økte fra 2005/2006 til 2006/2007, og dette skyldes hovedsakelig en positiv utvikling av driftsaktivitetene ved en økning i RNOA og PM. ROCE gikk ned til 8 % i 2007/2008 for deretter å bli -27,5 % i 2008/2009. Bang & Olufsen har hatt en stor negativ utvikling over kort

tid. Vi kan se at finanskrisen satt sine spor i 2007/2008, men at den for fullt slo ut i 2008/2009.

4.3 Vekstanalyse

Analyse av vekst er en forutsetning for å kunne verdsette en bedrift, og gir innsikt i om bedriften har varige konkurransefortrinn. Et firma i vekst er et firma som kan øke deres superprofitt ved enten å øke ordinær egenkapital eller avkastning på ordinær egenkapital (Penman, 2007).

En vekstanalyse starter med å identifisere en bedrifts kjerne fortjeneste (core earnings) som er grunnlaget for vekst. Vi må derfor foreta en revurdering av det omgrupperte resultatregnskapet for å skille uvanlige elementer fra kjerneelementer. Grunnen til dette er at vi kun er interessert i de elementer som vi antar vil gjentas i fremtiden, og de elementer som det er mulig å prognostisere. Den fremtidige lønnsomheten og veksten til bedriften bør være basert på driften og ikke på forbigående elementer som for eksempel gevinst (tap) ved salg av eiendeler (Penman, 2007).

Vi vil deretter utføre en analyse av avkastningen på ordinær egenkapital og en analyse av ordinær egenkapital for å identifisere Bang & Olufsens vekst drivere.

4.3.1 Utarbeiding av kjerne resultatregnskap

Vi vil nå revurdere det omgrupperte resultatregnskapet og klargjøre det for vekstanalyse og prognostisering. Dette går ut på å skille Bang & Olufsens unormale aktiviteter fra kjerneaktiviteter.

Verdsettelse av Bang & Olufsen A/S

Tabell 23: Kjerne driftsresultat

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mill. DKK					
Salgsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5
Produksjonskostnader	-2005,7	-2281,1	-2338	-2199,6	-1683,8
Kjerne bruttoresultat	1736,5	1944,1	2037,7	1892,4	1105,7
Utviklingskostnader	-393,3	-442,9	-458,8	-545,5	-462,7
Distribusjons- og markedsføringskostnader	-833,6	-920,3	-910,2	-1003,5	-928,5
Administrasjonskostnader	-137,4	-142	-138,7	-148,7	-104,5
Kjernerkostnader	-1364,3	-1505,2	-1507,7	-1697,7	-1495,7
Kjerne driftsresultat fra salg (før skatt)	372,2	438,9	530	194,7	-390
Rapportert skattekostnad	114,9	134,7	151,9	41,4	-140,2
Skatt på uvanlige poster	-0,1	0,3	-2,9	2,8	25,8
Skatt på finanskostnad	-2,0	2,0	4,5	7,5	7,5
	112,8	137,0	153,5	51,7	-107,0
Kjerne driftsresultat fra salg (etter skatt)	259,4	301,9	376,5	143,1	-283,1
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	259,4	301,9	376,5	143,1	-283,1
Omstruktureringkostnader					-105,5
Gevinst ved salg av aksjer i datterselskap					11,5
Resultat av investeringer i assosierte selskaper	0,4	-1,0	-1,1	-11,2	2,3
Egenkap. og valutakursreg. i datterselskaper (ø/skatt)	5,4	-10,7	1,5	6,6	-12,3
Endring i dagsverdi av avledede fin. Instr. (ø/skatt)	0,2		0,1	-0,1	-1
Uvanlige poster	6,0	-11,7	12,0	-4,7	-116,5
Skatt på uvanlige poster	0,1	-0,3	2,9	-2,8	-25,8
Uvanlige poster etter skatt	5,9	-11,4	9,1	-1,9	-90,7
Fullstendig driftsresultat (etter skatt)	265,3	290,5	385,6	141,2	-373,8

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Posten ”omstruktureringskostnader” har vi valgt å sette som en unormal post. Dette er en post som kun forekommer i det siste året av vår analyseperiode. Vi antar at denne kostnaden ikke vil gjentas i nærmeste fremtid ettersom dette er en kostnad som følger av finanskrisens innvirkning på bedriften. Bang & Olufsen valgte i 2008 å innføre en ny strategi, Pole Position strategien, for å forbedre resultatene, og vi ser på dette som en unormal kostnad. Selv om omstruktureringskostnadene ikke inngår i prognostiseringen vil vi, igjennom oppgaven, ta hensyn til de positive virkningene denne omstruktureringen vil medføre i fremtiden.

Gevinst ved salg av aksjer i datterselskap er en post som kun opptrer en gang i analyseperioden. Vi kan ikke utelukke fremtidige gevinster ved salg av aksjer i datterselskaper, men slike gevinster (tap) er umulig for oss å forutse og blir derfor klassifisert som en unormal post.

Postene ”egenkapital og valutakursreguleringer i datterselskaper” og ”endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter” er poster som inntreer i omtrent hvert analyseår. I følge Penman (2007) skal disse postene, selv om de inntreer regelmessig, klassifiseres som unormale poster på grunnlag av at de er umulige å prognostisere.

”Resultat av investeringer i assosierte selskap” er en post som inntreer i hvert analyseår og i utgangspunktet blir ikke denne posten klassifisert som unormal (Financial Education, 2007). Størrelsen på denne posten er basert på de assosierte selskapenes resultater. Vi har ikke finansregnskap tilgjengelig for de assosierte selskapene og det blir derfor umulig for oss å prognostisere deres fremtidige resultater. I følge Penman (2007) vil da denne posten bli sett på som unormal ved en prognostisering.

4.3.2 Analyse av vekst i avkastning på ordinær egenkapital

Som sagt under lønnsomhetsanalysen er avkastning på ordinær egenkapital drevet av avkastning på netto operasjonelle eiendeler, finansiell gjeldsgrad og Spread. Kjernerdriverne til avkastningen på ordinær egenkapital finnes ved å dekomponere denne ligningen, i likhet med det som gjøres under en lønnsomhetsanalyse, men i tillegg tas det hensyn til kjerne resultatregnskapet. Vi er interessert i endringen i avkastningen på ordinær egenkapital fra et år til et annet for å prognostisere fremtidig vekst (Penman, 2007).

Tabell 24: Vekstanalyse

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
RNOA	-	20,6 %	23,0 %	7,7 %	-21,2 %
FLEV*Spread	-	-4,3 %	-0,3 %	0,3 %	-6,3 %
ROCE	-	16,3 %	22,7 %	8,0 %	-27,5 %
Δ RNOA	-	-	2,4 %	-15,3 %	-28,9 %
Δ FLEV*Spread	-	-	4,0 %	0,6 %	-6,6 %
Δ ROCE	-	-	6,4 %	-14,7 %	-35,5 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vi kan se ut i fra tabellen at store deler av endringen i ROCE de siste to årene skyldes en endring i RNOA, og vi vil videre analysere hva endringen i RNOA skyldes. Vi vil ikke kommentere endringen knyttet til det finansielle ettersom vi utdypet dette under lønnsomhetsanalysen.

$$\Delta RNOA_1 = (\Delta Kjerne\ salgs\ PM_1 \times ATO_0) + (\Delta ATO_1 \times Kjerne\ salgs\ PM_1) + \Delta \left(\frac{Annen\ kjerne\ driftsinntekt}{NOA} \right) + \Delta \left(\frac{Uvanlige\ poster}{NOA} \right)$$

Ettersom vi kun er interessert i kjernedriverne er det nødvendig å beregne kjerne salgs PM.

Tabell 25: Kjerne salgs PM

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Kjerne driftsresultat fra salg (etter skatt)	259,4	301,9	376,5	143,1	-283,1
Salgsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5
Kjerne salgs PM	6,9 %	7,1 %	8,6 %	3,5 %	-10,1 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Etter å ha identifisert kjerne salgs PM kan vi identifisere hva endringen i RNOA skyldes.

Tabell 26: Endring i RNOA

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Δ i RNOA pga Δ i kjerne salgs PM	-	-	4,4 %	-13,3 %	-30,0 %
Δ i RNOA pga Δ i ATO	-	-	-3,4 %	-1,4 %	6,1 %
Δ i RNOA pga Δ i uvanlige poster	-	-	1,4 %	-0,6 %	-5,0 %
Δ RNOA	-	-	2,3 %	-15,3 %	-29,0 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vi kan se at endringen i kjerne salgs PM er den driveren som har hatt størst effekt på endringen i RNOA i alle årene. Kjerne salgs PM har fra 2007/2008 til 2008/2009 gått ned

med 13,6 % og dette har ført til en reduksjon i RNOA på 30 %. Nedgangen i kjerne salg PM skyldes hovedsakelig det store underskuddet Bang & Olufsen pådro seg i 2008/2009. Dette ble forsterket av høye omstrukturingskostnader.

4.3.3 Analyse av vekst i ordinær egenkapital

Superprofitt blir ikke bare drevet av avkastningen på ordinær egenkapital, men også av ordinær egenkapital. Superprofitt oppnås dersom årets resultat overstiger den avkastningen som kreves av fjorårets ordinære egenkapital. Som sagt tidligere er en av fordelene ved superprofittmodellen at den fokuserer på lønnsomhet og vekst i investeringer utover avkastningskravet, som igjen fører til økt egenkapitalverdi. En endring i ordinær egenkapital kan skyldes en endring i salgsinntekt, endring i netto operasjonelle eiendeler som brukes for å generere en krone i salgsinntekt ($1/ATO$) og endring i netto finansielle forpliktelser (Penman, 2007).

$$\Delta CSE_1 = \left(\Delta Salgsinntekt_1 \times \frac{1}{ATO_0} \right) + \left(\Delta \frac{1}{ATO_1} \times Salgsinntekt_1 \right) - \Delta NFO_1$$

Tabell 27: Endring CSE

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Δ i CSE pga Δ i salgsinntekt	-	-	50,17	-108,89	-581,67
Δ i CSE pga Δ i ATO	-	-	220,93	256,79	515,77
Δ i CSE pga Δ i NFO	-	-	287,5	277,05	14,95
Δ CSE (inkludert minoritet)	-	-	-16,4	-129,15	-80,85

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Endringen i ordinær egenkapital er basert på gjennomsnittlige verdier og inkluderer minoritetsinteresser. Vi kan se at Bang & Olufsens gjennomsnittlige egenkapital har blitt redusert i alle årene, men reduksjonen har vært størst de siste to årene. Fra 2007/2008 til 2008/2009 ble gjennomsnittlig egenkapital redusert med 80,85 mill. danske kroner. Dette skyldes en reduksjon i salgsinntekt på 1302,5 mill. danske kroner og en endring i ATO fra 2,2 til 1,6 i tillegg til en økning i gjennomsnittlig NFO på 14,95 mill. danske kroner. Selv om nedgangen i salgsinntekt og ATO har vært større i 2008/2009 enn i 2007/2008 har endringen i gjennomsnittlig egenkapital vært mindre. Dette skyldes at endringen i gjennomsnittlig NFO var betydelig mye mindre i 2008/2009 enn 2007/2008.

4.4 Risikoanalyse

Etter å ha utført lønnsomhets- og vekstanalyse for Bang & Olufsen er det nødvendig å foreta en risikoanalyse før det er mulig å utføre prognostiseringen. Risikoanalysen går ut på å beregne relevante forholdstall for deretter å avdekke bedriftens sannsynlighet for å gå konkurs. Resultatet av risikoanalysen vil deretter bli tatt hensyn til ved prognostiseringen. Forholdstallene blir normalt sett gruppert i forholdstall knyttet til likviditet og soliditet. Risikoanalysen er basert på Bang & Olufsens opprinnelige balanse ettersom det ikke er nødvendig å skille mellom operasjonelle og finansielle poster (Penman, 2007; Stickney, Brown og Wahlen, 2004).

4.4.1 Likviditetsanalyse

Likviditet relaterer til en bedrifts evne til å betale den kortsiktige gjelden etter hvert som den forfaller (O'Regan, 2006). Hvis en bedrift mangler evnen til å betale gjelden sin til rett tid kan dette føre til at bedriften går konkurs, selv om det ser ut som bedriften gjør det godt målt ut i fra rentabilitet og profitt margin (LO, 2009). For å finne ut om Bang & Olufsen er kapable til å håndtere deres kortsiktige gjeld vil vi beregne likviditetsgrad 1 (current ratio) og likviditetsgrad 2 (quick ratio).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tabell 28: Likviditetsgrad 1, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen, mill DKK	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Omløpsmidler	1794,1	1819,6	1715,5	1610,6	1346,9
Kortsiktig gjeld	723,4	765	912	839,1	721,4
Likviditetsgrad 1	2,48	2,38	1,88	1,92	1,87

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 29: Likviditetsgrad 1, Loewe

Loewe, tusner Euro	2005	2006	2007	2008	2009
Omløpsmidler	144891	150389	156855	181232	174332
Kortsiktig gjeld	94532	96373	89807	92808	87542
Likviditetsgrad 1	1,53	1,56	1,75	1,95	1,99

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

I følge O'Regan (2006) har en likviditetsgrad 1 på over 1,5, tradisjonelt sett, blitt sett på som tilfredsstillende, mens en god likviditetsgrad 1 bør være på over 2. På den andre siden mener O'Regan (2006) at det i dag ikke er like stort fokus på å sammenligne bedrifters likviditetsgrad med et gitt tall. LO (2009) mener det skal legges vekt på bedriftens utvikling over tid når både likviditetsgrad 1 og 2 skal vurderes.

Bang & Olufsen har hatt en meget god likviditetsgrad 1 i de to første analyseårene, mens likviditetsgraden i de siste årene har gått noe ned. Bang & Olufsens likviditetsgrad 1 har ligget over deres konkurrent Loewe i alle år frem til finanskrisen inntraff. Likviditetsgraden tilhørende Bang & Olufsen er fremdeles bra med tanke på at de har blitt så sterkt påvirket av finanskrisen. Likviditetsgraden ligger tett opp i mot Loewe sin som i motsetning har klart seg bedre enn Bang & Olufsen igjennom finanskrisen.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Tabell 30: Likviditetsgrad 2, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen, mill DKK	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mest likvide omløpsmidler	1364,4	1251,1	1021,2	809,2	749,1
Kortsiktig gjeld	723,4	765	912	839,1	721,4
Likviditetsgrad 2	1,89	1,64	1,12	0,96	1,04

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Tabell 31: Likviditetsgrad 2, Loewe

Loewe, tusner Euro	2005	2006	2007	2008	2009
Mest likvide omløpsmidler	105441	90452	104581	130126	123868
Kortsiktig gjeld	94532	96373	89807	92808	87542
Likviditetsgrad 2	1,12	0,94	1,16	1,40	1,41

Egentilvirket (Loewe, 2006 – 2010)

Likviditetsgrad 2 skiller seg fra likviditetsgrad 1 ved at det kun tas hensyn til de mest likvide omløpsmidlene. Grunnen til dette er at bedriften er interessert i et forholdstall som kun inkluderer de omløpsmidlene som raskt kan konverters til kontanter. De mest likvide omløpsmidlene til Bang & Olufsen er kontanter og bankinnskudd og fordringer (Stickney, Brown og Whalen, 2004).

Boye, Heskestad og Holm (2004) hevder at mange lærebøker mener en god likviditetsgrad 2 bør være over 1. Vi kan se at i de to første analyseårene er Bang & Olufsens likviditetsgrad 2 god og ligger i tillegg godt over Loewe. Bang & Olufsens likviditetsgrad 1 ligger i de to siste årene rett under Loewes, mens likviditetsgrad 2 ligger betraktelig under Loewes. Dette tyder på at Bang & Olufsen i disse årene har hatt en større andel av omløpsmidlene bundet i varelager sammenlignet med Loewe.

4.4.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalyse går ut på å få en oversikt over en bedrifts langsiktige risiko (Stickney, Brown og Wahlen, 2004). LO (2009) definerer soliditet som et uttrykk for bedriftens evne til å tåle tap. Det er dermed viktig for en bedrift å ha en stor andel egenkapital. For å analysere Bang & Olufsens soliditet har vi valgt å beregne egenkapitalprosent.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Sum egenkapital}}{\text{Sum totalkapital}}$$

Tabell 32: Soliditet, Bang & Olufsen

Bang & Olufsen, mill DKK	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Egenkapital	1714,6	1742,1	1681,9	1483,8	1520,1
Totalkapital	2783,8	2915,1	2965	2817,3	2664,1
Egenkapitalprosent	61,6 %	59,8 %	56,7 %	52,7 %	57,1 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2005 – 2010)

Tabell 33: Soliditet, Loewe

Loewe, tusner Euro	2005	2006	2007	2008	2009
Egenkapital	59215	66093	72671	89668	88964
Totalkapital	212916	218017	220375	242795	234032
Egenkapitalprosent	27,8 %	30,3 %	33,0 %	36,9 %	38,0 %

Egentilvirking (Loewe, 2006 – 2010)

Bang & Olufsen har en egenkapitalprosent på over 50 % i hele analyseperioden, og dette er ansett som bra. Bang & Olufsen har et mål om en egenkapitalprosent på minst 40-50 %, noe de har klart å opprettholde til og med under finanskrisen. Dette skyldes at det 16. april 2009 ble utstedt aksjer for 241,6 mill. danske kroner for å dekke årets underskudd. Sammenlignet med Loewe har de en meget god egenkapitalprosent, og er bedre rustet mot fremtidige tap (Bang & Olufsen, 2009).

Tross nedgangen i likviditet under finanskrisen har Bang & Olufsen fortsatt en tilnærmet tilfredsstillende likviditet. Bedriften har i tillegg hatt en meget god soliditet i perioden. Vi konkluderer dermed at Bang & Olufsen har en lav konkursrisiko.

5 Utarbeiding av fremtidsregnskap

Vi vil nå bruke strategi- og regnskapsanalysen til å utarbeide et fremtidsregnskap for Bang & Olufsen. Fremtidsregnskapet danner deretter grunnlaget for en verdsettelse.

Det er nødvendig å velge en prognostiseringsperiode selv om det antas at en bedrift vil eksistere i all fremtid. Etter prognostiseringsperioden vil det bli beregnet en horisontverdi som representerer bedriftens verdi utover disse årene. Det er derimot vanskelig å finne en optimal prognostiseringsperiode. Perioden må ikke være for lang ettersom prognostiseringen blir mer usikker for hvert ekstra år som inkluderes (Penman, 2007). Vi har valgt å prognostisere for 10 år frem i tid. Vi mener dette er en rimelig prognostiseringsperiode ettersom vi kan forvente en stor vekst de første årene etter det kraftige underskuddet i 2008/2009.

5.1 Prognostisering av finansregnskapet

I denne delen av oppgaven vil vi gjennomgå postene i finansregnskapet og prognostisere en endring for fremtiden. De postene vi ser på som viktigst vil bli nøye gjennomgått, og mindre viktige poster vil vi anta vokser i takt med salgsinntekten.

5.1.1 Prognostisering av resultat

Vi antar at nominell skattesats forblir 25 % i årene fremover.

5.1.1.1 Salgsinntekt

Den første posten vi vil analysere er salgsinntekten. Dette er den viktigste posten ettersom en bedrift ikke vil kunne eksistere uten. Salgsinntekten er den posten som er vanskeligst å anslå ettersom den blir påvirket av mange faktorer.

Bang & Olufens tre kvartalsrapporter for regnskapsåret 2009/2010 viser en samlet omsetning i 2009/2010 på 1982 mill. danske kroner mot 2173 mill. danske kroner i samme periode i 2008/2009. På den andre siden kan vi se at bedriften har hatt en økning på 17 % i salgsinntekt

i tredje kvartal sammenlignet med samme periode i fjor. Dette er en indikator på at den verste nedgangstiden er over for Bang & Olufsen (Bang & Olufsen, 2010).

Bang & Olufsen forventer at omsetningen for 2009/2010 vil være på mellom 2700 mill. danske kroner og 2900 mill. danske kroner, mens den i 2008/2009 var 2789,5 mill. danske kroner. Dette indikerer at det forventes en stor vekst i det siste kvartalet (Bang & Olufsen, 2010).

Som vi har nevnt før kan vi dele Bang & Olufsens forretningsområde inn i Automotive, Enterprise, lyd og bilde og Bang & Olufsen ICEpower A/S. Vi vil se på disse forretningsområdene hver for seg ettersom de er veldig forskjellige når det kommer til størrelse og lønnsomhet.

Automotive

De tre første kvartalene sammenlagt viser en tilbakegang i alle forretningsområdene bortsett fra Automotive. Dette er et forretningsområde vi har sett på som en stor mulighet for Bang & Olufsen, og en økende omsetning i en nedgangsperiode bygger opp om dette. Bang & Olufsen meddeler i tredje kvartalsrapport at de har mottatt ytterligere ordrer på lydsystemer til tre nye Mercedes modeller. Vi vil på bakgrunn av dette anta at omsetningen innenfor dette forretningsområdet vil fortsette å øke. Omsetningen for Automotive har økt med 26 % sammenlagt for de tre første kvartalene sammenlignet med i fjor, og største delen av denne økning er i tredje kvartal. Vi antar at det også vil være en stor økning i fjerde kvartal, og har satt økningen i 2009/2010 til 42,5 %. Ettersom dette er en meget høy økning antar vi at de ikke klarer å opprettholde en så stor økning i etterfølgende år (Bang & Olufsen, 2010).

Tabell 34: Prognostisering Automotive

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Salgsinntekt	87	123	174	248	340	442	556	676	791	886	966	1024	1080
Vekst i salgsinntekt		41,4 %	41,5 %	42,5 %	37,0 %	30,0 %	26,0 %	21,5 %	17,0 %	12,0 %	9,0 %	6,0 %	5,5 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2007 – 2009)

Enterprise

Enterprise er et forretningsområde som har gått ned omsetningsmessig alle de tre første kvartalene i 2009/2010. Nedgangen har samlet vært på 30,8 %, men nedgange har vært minst i tredje kvartal. Dette forretningsområdet har blitt hardt rammet av finanskrisen på grunn av

utsettelse av byggeprosjekter. Eksklusive elektronikkprodukter er ikke et hotells første prioritering på vei ut av kraftige nedgangstider. Vi har heller ikke tidligere sett på Enterprise som en god mulighet for Bang & Olufsen til å skaffe seg inntekter de førstkommende år og vi antar derfor en nedgang på 31,0 % i 2009/2010 (Bang & Olufsen, 2010).

Tabell 35: Prognostisering Enterprise

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Salgsinntekt	96	155	115	79	73	75	79	84	89	94	99	105	110
Vekst i salgsinntekt		61,5 %	-25,8 %	-31,0 %	-8,0 %	3,0 %	5,0 %	6,0 %	6,3 %	5,8 %	5,5 %	5,5 %	5,2 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2007 – 2010)

Lyd og bilde

Omsetningen tilhørende lyd og bilde har sammenlagt gått ned de tre første kvartalene i 2009/2010, men det har vært en økning i tredje kvartal. Denne økningen har hatt en stor sammenheng med nye suksessrike produktlanseringer av blant annet BeoVision flatskjerm tv' er, som har hatt en forretningmessig effekt i dette kvartalet. Geografisk sett viser tredje kvartalsrapport en økning i salgsinntekt på 23 % tilhørende Bang & Olufsens største markeder i Europa. Omsetningen i Asia har, i forhold til tredje kvartal i fjor, økt med 44,7 %. Vi ser på Bang & Olufsens planlagte geografiske utvidelser i Asia (inkludert Russland) som en positiv innvirkning på fremtidig omsetning (Bang & Olufsen, 2010).

I følge Bang & Olufsen bidrar manglende og lite vellykkede produktlanseringer til den synkende salgsinntekten i 2008/2009, spesielt i de tre første kvartalene (Bang & Olufsen, 2009).

Bang & Olufsen har sin største konkurrent, Loewe, innenfor lyd og bilde segmentet. Som vi har nevnt vil en geografisk ekspansjon av Loewe bli sett på som en trussel. Loewe har, i følge årsrapporten i 2009, planer om å ekspandere i Italia, Frankrike, Storbritannia og Spania. Dette er alle markeder som er viktige for Bang & Olufsen, spesielt Storbritannia. Dette vil kunne påvirke Bang & Olufsens salgsinntekt negativt. Loewe har derimot ingen planer om å ekspandere utenfor Europa, og har fra før en lav salgsinntekt fra andre deler av verden (Loewe, 2010). Loewe vil derfor ikke være en trussel for Bang & Olufsens ekspansjon i Asia. De nærmeste konkurrentene i dette markedet vil derfor være blant annet Sony, Panasonic og Samsung. Som sagt tidligere har vi ikke sett på disse som direkte konkurrenter og de vil antakeligvis kun ha en liten innvirkning på ekspansjonens suksess.

Verdsettelse av Bang & Olufsen A/S

På grunnlag av diskusjonen ovenfor forventer vi ingen omsetningsøkning innefor lyd og bilde i 2009/2010, men at den i påfølgende år vil øke.

Tabell 36: Prognostisering Lyd og Bilde

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Salgsinntekt	4076	3696	2416	2416	2491	2591	2715	2829	2936	3039	3130	3205	3279
Vekst i salgsinntekt		-9,3 %	-34,6 %	0,0 %	3,1 %	4,0 %	4,8 %	4,2 %	3,8 %	3,5 %	3,0 %	2,4 %	2,3 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2007 – 2010)

Bang & Olufsen ICEpower A/S

Bang & Olufsen ICEpower A/S har sammenlagt i de tre første kvartalene hatt en mindre omsetning sammenlignet med i fjor. Nedgangen har vært på 14,1 %. Den negative utviklingen gjelder kun de to første kvartalene, mens i tredje kvartal har omsetningen vært lik året før. Bang & Olufsen ICEpower A/S har opplevd en stor nedgang i ordrer fra sine største kunder på grunn av finanskrisen, men vi vil anta at ordrene tar seg opp etter hvert. Bang & Olufsen forventer en stor økning i fjerde kvartal. Nedgangen totalt i 2009/2010 forventer vi vil være 5 % (Bang & Olufsen, 2010).

Tabell 37: Prognostisering Bang & Olufsen ICEpower

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Salgsinntekt	117	118	85	81	83	87	93	98	103	108	113	119	125
Vekst i salgsinntekt		0,9 %	-28,0 %	-5,0 %	3,0 %	5,0 %	6,0 %	5,7 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,7 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2007 – 2010)

Tabell 38: Prognostisering av total salgsinntekt

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Automotive	87	123	174	248	340	442	556	676	791	886	966	1024	1080
Enterprise	96	155	115	79	73	75	79	84	89	94	99	105	110
Lyd og bilde	4076	3696	2416	2416	2491	2591	2715	2829	2936	3039	3130	3205	3279
Bang & Olufsen ICEpower A/S	117	118	85	81	83	87	93	98	103	108	113	119	125
Total salgsinntekt	4376	4092	2790	2824	2987	3195	3443	3686	3919	4127	4309	4453	4594
Prosentvis vekst:													
Automotive		41,4 %	41,5 %	42,5 %	37 %	30,0 %	26,0 %	21,5 %	17,0 %	12,0 %	9,0 %	6,0 %	5,5 %
Enterprise		61,5 %	-25,8 %	-31,0 %	-8,0 %	3,0 %	5,0 %	6,0 %	6,3 %	5,8 %	5,5 %	5,5 %	5,2 %
Lyd og bilde		-9,3 %	-34,6 %	0 %	3,1 %	4,0 %	4,8 %	4,2 %	3,8 %	3,5 %	3,0 %	2,4 %	2,3 %
Bang & Olufsen ICEpower A/S		0,9 %	-28,0 %	-5 %	3,0 %	5,0 %	6,0 %	5,7 %	5,2 %	5,0 %	5,0 %	4,9 %	4,7 %
Prosentvis vekst av total salgsinntekt		-6,5 %	-31,8 %	1,2 %	5,8 %	7,0 %	7,8 %	7,1 %	6,3 %	5,3 %	4,4 %	3,3 %	3,2 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen 2007 – 2010)

Den totale salgsinntekten for Bang & Olufsens fire segmenter har vi antatt at vil øke gradvis i analyseperioden. Økonomien har, siden finanskrisen inntraff, vært i en kraftig nedgangsperiode, men de fleste land er nå på vei ut av krisen. Det største unntaket er den nåværende situasjonen i Hellas, hvor landet har pådratt seg en svært høy statsgjeld som de

ikke klarer å betjene. Dette har ført til en kraftig nedgang i euroen i forhold til amerikanske dollar (Dagens Næringsliv, 2010). De landene som forventes å bli sterkest påvirket er Spania, Italia, Irland, Frankrike og Portugal. Dette er land med høy statsgjeld og euro som valutaenhet (E24, 2010). I følge Dagens Næringsliv (2010) fryktes det at den kraftige finansielle innstramningen i eurosone vil sette en stopper for regionens vekst.

Bang & Olufsen er en bedrift som blir hardt rammet av lavkonjunkturer, men som på den andre siden gjør det meget godt i gode tider. Økonomien vil alltid oppleve konjunktursvingninger. En lavkonjunktur er alltid etterfulgt av en høykonjunktur, men hvor langvarig og kraftig en konjunktur er, vil være vanskelig å forutsi (Regjeringen, 2009). Vi antar at økonomien vil ta seg opp de neste årene i Bang & Olufsens største markeder på tross av krisen i Hellas, slik at enkeltpersoner og bedrifter sakte men sikkert begynner å bruke penger igjen. Grunnen til dette er at krisen i Hellas er såpass ny, og verdens fremste eksperter på området spekulerer fremdeles på hvilken effekt dette vil få for verdensøkonomien.

5.1.1.2 Produksjonskostnader

Siden utviklingen av Pole Position strategien i slutten av 2008 har Bang & Olufsen hatt et stort fokus på å kutte kostnader, for å kompensere for den fallende salgsinntekten. I regnskapsåret 2008/2009 opplevde Bang & Olufsen at ikke alle kostnadene kunne reduseres med en gang ettersom de var faste. Enkelte faste kostnader kan antas å være variable på lang sikt, og kan derfor muligens reduseres i fremtiden (Bang & Olufsen, 2008). Det er ikke mulig å se ut i fra årsrapporten hvor stor del av kostnadene som er faste og i hvilken grad de har mulighet til å spare inn på disse.

Produksjonskostnadene består av lønn, i tillegg til varekostnad og indirekte kostnader. Ettersom omstruktureringen i 2008/2009 blant annet bestod av nedbemanning kan vi anta at dette direkte vil føre til en nedgang i produksjonskostnadene. Vi antar at vi derimot ikke vil se effekten av dette før i regnskapsåret 2009/2010 på grunn av oppsigelsestid og – kostnader.

Til tross for kostnadskutt har bruttofortjenesten i prosent sammenlagt de tre første kvartalene i 2009/2010 gått ned fra 40,4 % til 38,9 %. Dette skyldes en større nedgang i salgsinntekten enn i kostnadene, på tross av nedbemanningen. Bruttofortjenesten i prosent har holdt seg

tilnærmet lik i tredje kvartal som i de tre første kvartalene sammenlagt i 2009/2010, og vi regner med at den vil holde seg på samme nivå også i fjerde kvartal.

Bruttofortjenesten i prosent har holdt seg på tilnærmet lik 46 % i perioden 2004/2005 til 2007/2008. I 2008/2009 falt den til 40 %. Vi går ut i fra at etter 2009/2010 vil bruttofortjenesten i prosent øke med 1 % årlig de første årene, ettersom vi regner med at salgsinntekten vil øke mer enn kostnadene grunnet omstrukturering og innsparing av kostnader. På lang sikt er det rimelig å anta at bruttofortjenesten vil holde seg konstant.

Tabell 39: Bruttofortjeneste

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Salgsinntekt	4376	4092	2790	2824	2987	3195	3443	3686	3919	4127	4309	4453	4594
Produksjonskostnader	-2338	-2200	-1684	-1725	-1795	-1888	-2000	-2105	-2199	-2315	-2417	-2498	-2577
Bruttoresultat	2038	1892	1106	1099	1192	1307	1443	1582	1721	1812	1892	1955	2017
Bruttofortjeneste i prosent	46,6 %	46,2 %	39,6 %	38,9 %	39,9 %	40,9 %	41,9 %	42,9 %	43,9 %	43,9 %	43,9 %	43,9 %	43,9 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen 2007 – 2010)

5.1.1.3 Utviklingskostnader

Bang & Olufsen la stor vekt på fremtidig produktutvikling i Pole Position strategien i 2008 etter å ha hatt flere mindre suksessfulle produktlanseringer. De har nå valgt å kun satse på områdene de ser størst utviklingspotensial i. Bang & Olufsen har i flere år hatt et mål om at 25 % av salgsinntekten skal komme fra nye produktlanseringer, noe de vil fortsette å ha som mål (Bang & Olufsen, 2009).

I år 2000 ble det annonsert at alle børsnoterte selskap i EU, fra og med år 2005, skulle avlegge finansregnskapet etter IFRS. Bang & Olufsens finansregnskap fra og med 2004/2005 er utarbeidet etter denne standarden (KMPG, 2003; Bang & Olufsen, 2006). Etter IFRS skal utviklingskostnader som oppfyller visse kriterier balanseføres som immaterielle eiendeler hvis ikke kostnadsføres de i resultatregnskapet. Norge følger, i likhet med Danmark, IFRS, men ikke-børsnoterte selskaper i Norge kan velge å kostnadsføre utviklingskostnadene (Moen og Melle, 2007).

Bang & Olufsen balansefører de utviklingsprosjektene som er klart definerte og identifiserbare, og som munner ut i et produkt. Utviklingskostnadene består dermed av de prosjektene som ikke oppfyller kriteriene for balanseføring i tillegg til avskrivninger på de

balanseførte utviklingsprosjektene (Bang & Olufsen, 2009). Det må bemerkes at det er opp til hver enkelt bedrift å vurdere hvilke utviklingsprosjekter som oppfyller kravene til balanseføring, og dette kan ha innvirkning på bedriftens resultat (KMPG, 2003).

Utviklingskostnadene har, sammenlignet med 2008/2009, gått ned med 28 % samlet i de tre første kvartalene i 2009/2010, og nedgangen i tredje kvartal har vært tilnærmet lik isolert sett. Grunnen til at utviklingskostnadene har gått ned er at Bang & Olufsen har valgt å aktivere deler av disse kostnadene. Vi forventer derfor at utviklingskostnadene for 2009/2010 vil gå ned med 28 % fra 2008/2009 (Bang & Olufsen, 2010).

I de forestående årene har utviklingskostnaden vært 10,5 % av salgsinntekten med unntak av årene påvirket av finanskrisen. Vi har satt utviklingskostnaden i resterende år til 11,5 % av salgsinntekten og dette samsvarer med Bang & Olufsens uttalelser om produktutvikling. Bang & Olufsens fokus på produktutvikling vil mest sannsynligvis føre til økt salgsinntekt på lang sikt.

Tabell 40: Utviklingskostnader

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Utviklingskostnader	-459	-546	-463	-333	-343	-367	-396	-424	-451	-475	-496	-512	-528
Endring i utviklingskostnader		19,0 %	-15,2 %	-28,0 %	3,1 %	7,0 %	7,8 %	7,1 %	6,3 %	5,3 %	4,4 %	3,3 %	3,2 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen 2007 – 2010)

5.1.1.4 Distribusjons- og markedsføringskostnader

Distribusjons- og markedsføringskostnader består av alle kostnader knyttet til salg og distribusjon av produkter, som reklame, salgspersonale og ustillingskostnader (Bang & Olufsen, 2009).

I 2008/2009 falt distribusjons- og markedsføringskostnadene som et resultat av omstrukturering og fokusering på salg og markedsorganisasjon. I de tre første kvartal i 2009/2010 ble 80 B1 butikker lagt ned eller omdannet til ”Shop-in-shop” butikker, mens 30 B1 butikker har blitt åpnet eller oppgradert. Dette har ført til en reduksjon i distribusjons- og markedsføringskostnadene, samlet, i de tre første kvartalene i 2009/2010 med 27 % i forhold til i fjor. Nedgangen i tredje kvartal 2009/2010 var isolert sett 21 %.

I de resterende år forventer vi at distribusjons- og markedsføringskostnadene vil holde seg noe under nivået før omstruktureringen. Disse kostnadene vil øke ettersom salgsinntekten øker, men ikke i like stor grad.

Tabell 41: Distribusjons- og markedsføringskostnader

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Distribusjon/markedsføringskostn.	-910	-1004	-929	-696	-682	-710	-738	-766	-793	-818	-841	-864	-886
Endring i distribusjon/markedsføringskostn.		10,3 %	-7,5 %	-25 %	-2 %	4 %	4 %	3,8 %	3,5 %	3,1 %	2,9 %	2,7 %	2,6 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen 2007 – 2010)

5.1.1.5 Administrasjonskostnader

Posten ”administrasjonskostnader” omfatter kostnader til det administrative personale, ledelsen og kontorrekvisita. Administrasjonskostnader er i prinsippet knyttet til salg. Desto flere ordre en bedrift får, desto mer administrativt arbeid vil bedriften ha. Det er mye som tyder på at Bang & Olufsens administrative avdeling ikke har vært effektivt organisert ettersom administrasjonskostnadene faktisk gikk opp når salgsinntekten gikk ned i 2007/2008. Bang & Olufsen innså, antageligvis, på dette tidspunktet at en omstrukturering var nødvendig for å få ned kostnadene (Bang & Olufsen, 2009).

Omstruktureringen foretatt høsten 2008 førte til at administrasjonskostnadene gikk ned i 2008/2009 sammenlignet med perioden før. Vi kan se ut i fra tredje kvartalsrapport at administrasjonskostnadene for de tre første kvartalene i 2009/2010 har gått ned med 23 %, men i tredje kvartal har det, isolert sett, ikke vært noen endring. Vi vil derfor anta at nedgangen samlet i 2009/2010 blir noe mindre når vi tar hensyn til det siste kvartalet. Denne nedgangen ser vi også på som en følge av omstruktureringen. Dette fører til at administrasjonskostnadene ligger på 3 % av salgsinntektene i 2009/2010, mens den historisk sett har ligget på mellom 3,2 % og 3,7 % av salgsinntekten. Vi antar at denne omstruktureringen har vært effektiv og at de klarer å holde nede administrasjonskostnadene på 3 % av salgsinntekten (Bang & Olufsen, 2009; Bang & Olufsen, 2010).

Tabell 42: Administrasjonskostnader

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Administrasjonskostnader	-139	-149	-105	-84	-90	-96	-103	-111	-118	-124	-129	-134	-138
Endring i administrasjonskostnader		7,2 %	-29,7 %	-19,6 %	6,7 %	7,0 %	7,8 %	7,1 %	6,3 %	5,3 %	4,4 %	3,3 %	3,2 %

Egentilvirket (Bang & Olufsen 2007 – 2010)

Tabell 43: Prognostisering av kjerne driftsresultat

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Salgsinntekt	4376	4092	2790	2824	2987	3195	3443	3686	3919	4127	4309	4453	4594
Produksjonskostnader	-2338	-2200	-1684	-1725	-1795	-1888	-2000	-2105	-2199	-2315	-2417	-2498	-2577
Bruttoresultat	2038	1892	1106	1099	1192	1307	1443	1582	1721	1812	1892	1955	2017
Utviklingskostnader	-459	-546	-463	-333	-343	-367	-396	-424	-451	-475	-496	-512	-528
Administrasjonskostnader	-139	-149	-105	-84	-90	-96	-103	-111	-118	-124	-129	-134	-138
Distribusjon/markedsføringskostn.	-910	-1004	-929	-696	-682	-710	-738	-766	-793	-818	-841	-864	-886
Kjerne driftsresultat (før skatt)	531	195	-390	-15	76	134	205	281	359	396	425	445	464
Skatt	149	49	-97	-4	19	33	51	70	90	99	106	111	116
Kjerne driftsresultat (etter skatt)	382	146	-292	-11	57	100	154	211	269	297	319	334	348

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2007 – 2010)

5.1.2 Prognostisering av balanse

Siden vi har valgt å verdsette Bang & Olufsen ved hjelp av superprofittmodellen er det nødvendig å prognostisere den operasjonelle delen av den omgrupperte balansen, for å finne fremtidens netto operasjonelle eiendeler. Fremtidens netto operasjonelle eiendeler kan også finnes ved hjelp av kapitalens omløpshastighet. Vi synes denne metoden blir litt for overfladisk i vårt tilfelle og vi velger derfor å ta for oss hver enkelt post. De postene vi har lite informasjon om eller som er relativt små vil kun bli kommentert kort.

Goodwill

Goodwill har vært det samme i flere år, og ser ut til å bli det samme i 2009/2010. Bang & Olufsens goodwill avskrives ikke, men testes for verdiforringelse hvert kvartal. Vi vil derfor anta at denne vil holde seg konstant i analyseperioden (Bang & Olufsen, 2010).

Ervervete rettigheter

Posten ”erervete rettigheter” består av software og patenter som avskrives lineært. Ut i fra tredje kvartals rapport 2009/2010 er det ingen indikasjon på at de har nyervervete rettigheter i dette året. Bang & Olufsen er veldig opptatt av å ha produkter som er fremst på teknologifronten og dette vil mest sannsynligvis føre til flere ervervete rettigheter i fremtiden. Vi antar dermed at denne posten vil øke noe mer enn avskrivningenes reduksjon i årene etter 2009/2010 (Bang & Olufsen, 2010).

Fullførte utviklingsprosjekter og utviklingsprosjekter under utførelse

Bang & Olufsens balanseførte utviklingsprosjekter er, som nevnt tidligere, prosjekter som er klart definerte og identifiserbare, og som munner ut i et produkt. Oppfyller ikke prosjektet

disse kriteriene klassifiseres de som utviklingskostnader i resultatregnskapet. Utviklingsprosjektene avskrives etter brukstid (Bang & Olufsen, 2010).

Ut i fra tredje kvartalsrapport 2009/2010 kan vi se at det mest sannsynligvis ikke har blitt fullført utviklingsprosjekter i løpet av året, og at det omtrent bare er avskrivninger som har ført til en endring i denne posten (Bang & Olufsen, 2010).

Utviklingsprosjekter under utførelse har samlet i de tre første kvartalene i 2009/2010 allerede oversteget beløpet for året 2008/2009. Dette skyldes både det at Bang & Olufsen har satt i gang nye utviklingsprosjekter og en aktivering av utviklingskostnader. Fullførte utviklingsprosjekter vil i fremtiden øke ettersom produktene ferdigstilles, og bedriften vil fortsette å ha en minst like stor andel produkter under utvikling (Bang & Olufsen, 2010).

Kapitalandel i assosierte selskap

Vi antar at denne posten i 2009/2010 vil ligge på et litt lavere nivå enn i 2008/2009 etter indikasjoner fra tredje kvartalsrapport. Ettersom vi ikke har noe informasjon om denne posten og den i tillegg er veldig liten, antar vi at den vil holde seg på samme nivå i fremtiden (Bang & Olufsen, 2010).

Tomt og bygninger

Det finnes ingen indikasjoner på at Bang & Olufsen har planer om å bytte eller utvide lokaler i den nærmeste fremtid. Ut i fra tidligere årsrapporter kan vi se at det har blitt gjort investeringer omtrent hvert 4. år. Vi har derfor valgt å prognostisere med at de også i fremtiden vil gjøre dette. Vi har ikke informasjon om anskaffelseskost på bygningene, og vi tar derfor utgangspunkt i historiske avskrivninger (Bang & Olufsen, 2010).

Produksjonsanlegg og maskiner, og annet utstyr

Produksjonsanlegg og maskiner og annet utstyr har hatt en nedgang i de tre første kvartalene i 2009/2010. Disse postene har historisk sett hatt høye avskrivninger, men det har vært foretatt relativt store kjøp hvert år som har gjort endringene små (Bang & Olufsen, 2010).

Fornyelse av leide lokaler / Materielle eiendeler under utvikling og forhåndsbetaling for materielle eiendeler

Vi har lite informasjon om hva disse postene faktisk inneholder, og det blir da vanskelig å prognostisere de. Vi antar derfor at disse postene øker i takt med salgsinntekten.

Utsatt skattefordel

Vi kan se at utsatt skattefordel har økt betydelig fra 2007/2008 til 2008/2009, og grunnen er det store underskuddet i 2008/2009. Dette har gitt bedriften et fremførbart underskudd. Vi forventer et lite underskudd i 2009/2010 og vil her også få noe fremførbart underskudd. Vi vil derfor få en liten økning i utsatt skattefordel. I påfølgende år har vi prognostisert at Bang & Olufsen generer et positivt resultat og dermed velger vi å videreføre denne fra dagens nivå. Vi antar at denne forutsetningen er rimelig tatt i betraktning at posten kun utgjør en relativt liten del av balansen (Bang & Olufsen, 2010).

Varebeholdning

Som nevnt tidligere var varebeholdningen veldig høy i 2007/2008 sammenlignet med tidligere år. Vi tror årsakene kan være at finanskrisen kom brått på Bang & Olufsen i en periode hvor det hadde gått bra, og produksjonen var relativt høy. Når etterspørselen sank så raskt, på slutten av perioden, ble ferdigvarer stående igjen på lager og varebeholdningen økte. Varebeholdningen gikk ned i 2008/2009, og dette skyldtes en kraftig reduksjon i produksjonen grunnet daværende og forventede økonomisk tilstand. Størrelsen på varebeholdningen er til en viss grad knyttet til salgsinntekten og vi velger å øke den med 50 % av salgsinntektens vekst (Bang & Olufsen, 2009).

Fordringer

Bang & Olufsens fordringer har historisk sett vært på rundt 17 % av salgsinntekten hvert år. Vi velger derfor å anta at dette også vil gjelde i fremtiden.

Andre finansielle fordringer

Disse fordringene er, som nevnt, knyttet til distribusjon og markedsføring. Andre finansielle fordringer har gjennomsnittlig vært 1,4 % av salgsinntekten de siste fem årene. Ettersom denne posten utgjør en så liten del av salgsinntekten kan vi i trygt sette den til 1,4 % også i fremtiden.

Investering i eiendom

Reduksjon i balanseført verdi av eiendommen skyldes utelukkende avskrivninger. Vi forutsetter ingen fremtidige investeringer i eiendom i vår analyse.

Driftslikvider

Vi antar fremdeles at driftslikvidene er 0,5 % av salgsinntekten.

Utsatt skatteforpliktelse

Utsatt skatteforpliktelse var etter tredje kvartal 2009/2010 3,8 mill. danske kroner, og vi velger å anta at den vil være 5 mill. danske kroner ved utgangen av 2009/2010. Ettersom denne posten utgjør en veldig liten andel av balansen vil vi ikke utdype denne nærmere, og setter den dermed til samme nivå i fremtiden.

Hensatte forpliktelser

Hensatte forpliktelser er penger avsatt til reparasjon og erstatning av varer som følge av garantikrav på produktene. Vi antar at Bang & Olufsen setter av penger til reparasjon og erstatning i samsvar med hvor mye de selger. Historisk sett har gjennomsnittlig hensatte forpliktelser vært 2,2 % av salgsinntekten og vi antar det samme for fremtiden (Bang & Olufsen, 2009).

Leverandørgjeld

Leverandørgjelden er knyttet til de totale kostnadene. Leverandørgjelden har de siste fem årene utgjort mellom 5,2 % og 6,2 % av de totale kostnadene (ikke inkludert omstrukturingskostnadene). Vi velger å bruke en gjennomsnittlig verdi på 5,7 % for de fremtidige årene.

Forskudd fra kunder

Forskudd fra kunder er en post vi antar er knyttet til salgsinntekten, i likhet med kundefordringene. Vi har valgt å benytte gjennomsnittlig historisk prosentandel av salgsinntekten på 1,8 % for de fremtidige årene.

Betalbar skatt

Vi velger å sette betalbar skatt til null i de fremtidige årene. Grunnen til dette er at skyldig skatt betales i begynnelsen av neste selskapsår og vil derfor ha minimal innvirkning på bedriftens verdi.

Hensatte kortsiktig forpliktelser

Hensatte forpliktelser består av penger avsatt til reparasjoner etter garantiperioden, jubileumsgratiale og øvrige forpliktelser (Bang & Olufsen, 2009). Vi tar, i likhet med de andre hensatte forpliktelsene, utgangspunkt i gjennomsnittlig andel av salgsinntekten. Basert på de fem siste årene er denne 1,3 %.

Gjeld til assosierte selskap

Gjeld til assosierte selskap har vært null i alle år bortsett fra i 2007/2008, så vi mener det er rimelig å anta at den vil være det samme i fremtiden.

Annen kortsiktig gjeld

Annen kortsiktig gjeld er driftsrelatert og vil derfor være knyttet til totale kostnader (ikke inkludert omstrukturingskostnader). Annen kortsiktig gjeld sett i forhold til totale kostnader har ligget på mellom 8,2 % og 10,2 % de siste fem årene. Vi vil i prognostiseringen benytte den gjennomsnittlige prosentandelen på 9,4 %.

Verdsettelse av Bang & Olufsen A/S

Tabell 44: Prognostisering av balanse

	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Eiendeler													
Operasjonelle eiendeler													
Goodwill	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8	44,8
Ervervete rettigheter	44,4	41,1	50,8	47	51	52	54	56	58	60	62	64	66
Fullførte utviklingsprosjekter	244,6	218,8	200,6	190	220	240	245	250	255	260	275	280	285
Utviklingsprosjekter under utførelse	116,2	112,5	185	250	280	270	275	280	282	284	286	288	290
Kapitalandel i assosierte selskaper	15,8	6,3	9,5	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Tomt og bygninger	252,1	274,4	269,9	259,9	249,9	290	278	266	254	300	287	274	261
Produksjonsanlegg og maskiner	203,8	221,8	229,5	210	214	218	222	226	230	234	230	226	222
Annet utstyr	70,7	50	48,4	35	37	40	42	44	46	48	50	52	54
Fornyelse av leide lokaler	29,1	28,7	32,2	32,6	34,5	36,9	39,8	42,6	45,3	47,7	49,8	51,4	53,1
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling for mat. eiendeler	62,2	80,8	32,2	33,6	35,5	38,0	41,0	43,9	46,7	49,2	51,3	53,0	54,7
Utsatt skattefordel	21,2	22,7	103,8	115	115	115	115	115	115	115	115	115	115
Varerholdning	694,3	801,4	597,8	601,4	618,8	640,5	665,5	689,1	710,8	729,6	745,7	758,0	770,1
Fordringer	824,8	702,1	491	480,1	507,8	543,2	585,3	626,6	666,2	701,6	732,5	757,0	781,0
Andre finansielle fordringer	88,2	52	60,4	39,5	41,8	44,7	48,2	51,6	54,9	57,8	60,3	62,3	64,3
Investering i eiendom	56,4	52,8	49,1	45,4	41,7	38	34,3	30,6	26,9	23,2	19,5	15,8	12,1
Driftskvuder	21,9	20,5	13,9	14,1	14,9	16,0	17,2	18,4	19,6	20,6	21,5	22,3	23,0
Sum operasjonelle eiendeler	2790,5	2730,7	2419,9	2406,4	2494,8	2635,1	2715,1	2792,5	2853,1	2953,5	3038,5	3071,6	3104,0
Operasjonelle forpliktelseser													
Utsatt skatteforpliktelse	67,8	64,2	4,8	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Hensatte forpliktelseser	97	77,3	78,1	62,1	65,7	70,3	75,7	81,1	86,2	90,8	94,8	98,0	101,1
Leverandørgjeld	216,4	216	188,3	161,8	165,9	174,5	184,6	194,1	202,9	212,7	221,3	228,5	235,4
Forskuddt fra kunder	97,9	83,9	69,5	50,8	53,8	57,5	62,0	66,3	70,5	74,3	77,6	80,2	82,7
Betalbar skatt	122,3	68,3	21,2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hensatte kortstiklige forpliktelseser	33,3	46	65,7	36,7	38,8	41,5	44,8	47,9	50,9	53,7	56,0	57,9	59,7
Gjeld til assosierte selskaper	0	1,8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Annent kortstiklig gjeld	356,2	320	324,6	266,9	273,6	287,7	304,4	320,2	334,6	350,7	361,1	372,7	384,1
Sum operasjonell gjeld	990,9	875,5	752,2	583,361	602,872	636,546	678,417	714,684	750,287	787,112	815,827	842,209	867,982
Netto operasjonelle eiendeler	1799,6	1855,2	1667,7	1823,0	1891,9	1998,5	2038,6	2078,0	2112,9	2196,3	2222,6	2229,4	2236,1

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2007 – 2010)

6 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskravet, til egenkapitalen/totalkapitalen, viser hvilken avkastning eierne/kreditorene forventer å få ved å investere i en bedrift (Van Horne og Wachowicz, 2008). Hvilket avkastningskrav som benyttes ved verdsettelse avhenger av hvilken verdsettelsesmodell som er valgt. WACC (weighted average cost of capital) blir benyttet når et firma verdsettes ved hjelp av frikontantstrøm- eller superprofittmodellen, ettersom disse modellene bygger på kontantstrømmer til både eiere og kreditorer. WACC består av et vektet gjennomsnitt av avkastningen til eierne (K_e) og kreditorene (K_d) (Soffer og Soffer, 2003). I følge Modigliani og Miller vil ikke avkastningskravet til totalkapitalen bli påvirket av endringer i egenkapital- eller gjeldsandel, så lenge selskapets totale verdi er den samme (Penman, 2007).

$$WACC (K_f) = \frac{Egenkapital}{Total kapital} K_e + \frac{Gjeld}{Totalkapital} K_d (1 - skatt)$$

6.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

En forutsetning for å regne ut WACC er å beregne avkastningen til egenkapitalen (K_e) som finnes ved hjelp av CAPM (capital asset pricing model).

$$CAPM (K_e) = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)$$

r_f :	Risikofri rente
β :	Betaverdi
$E(r_m)$:	Markedets risikopremie

Den risikofrie renten finnes ved å ta utgangspunkt i en 10-års statsobligasjon ettersom dette er en så og si risikofri investering (Soffer og Soffer, 2003). Vi tar her utgangspunkt i en dansk statsobligasjon med en kupongrente på 4 % som utløper i 2019. Den effektive renten på denne statsobligasjonen er 3,52 % (Business, 2010).

Markedets risikopremie viser hvor mye ekstra forventet avkastning en investor må ha for å være villig til å investere i en gjennomsnittlig risikoaksje fremfor en risikofri aksje. Markedets risikopremie er gitt ved forskjellen mellom antatt markedsavkastning og risikofri rente (Soffer og Soffer, 2003). PwC har tidligere uttalt at det for industrialiserte land er vanlig med en risikopremie på mellom 4 % og 5 % (PwC, 2008). Jyske Bank har, i begynnelsen av 2010, uttalt at risikopremien i Danmark ligger på omtrent 5,5 %. Dette er en økning i forhold til tidligere og skyldes finanskrisen (Jyske Bank, 2010).

Beta er et mål på i hvilken grad en aksje er korrelert med markedet, og er også kjent som systematisk risiko (Soffer og Soffer, 2003). Markedets beta er 1 og representerer en portefølje bestående av alle aktiva i økonomien. En aksje med betaverdi lik 0 er å anse som en risikofri investering (Bodie, Kane og Marcus, 2008). Bang & Olufsens beta per 11. mai 2010 var i følge Reuters 1,51 (Reuters, 2010). En beta større enn 1 betyr at Bang & Olufsen er over gjennomsnittlig sensitiv for konjunktursvingninger, og dette har vi sett følgene av under finanskrisen. Dette har ført til at Bang & Olufsens beta har gått fra å være på mellom 1,2 og 1,3 til 1,51 den siste tiden (Reuters, 2010).

Beregning av avkastningen på egenkapitalen ved CAPM blir da:

$$CAPM (K_e) = 0,0352 + (1,51 \times 0,055) = 11,83 \%$$

6.2 Kapitalstruktur

Formelen forutsetter en beregning av Bang & Olufsens kapitalstruktur. Det må tas utgangspunkt i markedsverdi på både gjeld og egenkapital. Markedsverdien på egenkapitalen finnes ved å multiplisere dagens aksjekurs med antall utestående aksjer (Soffer og Soffer, 2003). For å unngå eventuelle svingninger i aksjekursen innværende dag tar vi et gjennomsnitt av siste ukes aksjekurser. Gjennomsnittlig aksjekurs per 11. mai 2010 er 60,50 danske kroner, og antall utestående aksjer per 11. mai 2010 er 36 244 014. Dette gir en markedsverdi av egenkapitalen på 2 192 762 847 danske kroner (Euroinvestor, 2010). Markedsverdien på gjelden har vi funnet ved å ta utgangspunkt i tredje kvartalsrapport for 2009/2010 (Bang & Olufsen, 2010).

Tabell 45: Beregning av markedsverdien til Bang & Olufsen

Gjennomsnittlig aksjekurs 11. mai 2010	60,5
Antall aksjer 11. mai 2010	36 244 014
Markedsverdi egenkapital	2192762847
Markedsverdi gjeld	1131000000
Markedsverdi Bang & Olufsen 11. mai 2010	3323762847

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2009; Euroinvestor, 2010)

Ut i fra dette har vi beregnet en egenkapitalandel på 66 % og en gjeldsandel på 34 %.

6.3 Avkastning på fremmedkapitalen

Avkastningen på fremmedkapitalen (K_d) består av Bang & Olufsens nominelle gjeldskostnad. Denne gjeldskostnaden inkluderer risikofri rente og et risikotillegg, som er individuelt fra bedrift til bedrift (Penman, 2007; Soffer og Soffer, 2003). Bang & Olufsen oppgir i årsrapporten fra 2008/2009 at de har to forskjellige lånerenter. Vi har tatt et vektet gjennomsnitt av dette og kommet frem til en nominell lånerente på 5,84 % (Bang & Olufsen, 2009). Dette tilsier et risikotillegg på 2,32 %. Avkastning på fremmedkapitalen skal i WACC beregnes etter skatt og skattesatsen for 2008/2009 er 25 %.

6.4 Beregning av WACC

Vi har nå identifisert alle komponentene som trengs for å beregne WACC.

Tabell 46: WACC komponenter

Avkastning på egenkapital	11,83 %
Avkastning på fremmedkapital	5,84 %
Egenkapitalandel	66 %
Gjeldsandel	34 %
Skatt	25 %

Egentilvirket

$$WACC(K_f) = (0,66 \times 0,1183) + 0,34 \times 0,0584(1 - 0,25) = 9,3 \%$$

Vi kan se ut i fra beregningene i dette kapittelet at WACC avhenger av flere usikre momenter. WACC krever, som sagt, at avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ved hjelp av CAPM

som inneholder bedriftens betaverdi, markedets risikopremie og risikofri rente (Soffer og Soffer, 2003). Dette er alle størrelser som det aldri vil være mulig å fastslå helt sikkert. WACC er også basert på et vektet gjennomsnitt av egenkapital og gjeld. Verdien på egenkapitalen er basert på markedsverdi noe som medfører en viss usikkerhet grunnet svingninger i aksjeprisen. Det er nødvendig å beregne avkastningen på totalkapitalen for å kunne verdsette, og vi blir derfor nødt til å ta utgangspunkt i denne utregningen. Vi vil senere i oppgaven foreta en sensitivitetsanalyse som viser effekten av endringer i avkastningskravet.

7 Verdsettelse av Bang & Olufsen

I følgende kapittel vil vi foreta en verdsettelse av Bang & Olufsen basert på fremtidsregnskapet vi har utarbeidet. Etter å ha gjennomgått de forskjellige modellene tilhørende fundamental verdsettelse i punkt 2.1.1 har vi valgt å utføre verdsettelsen ved hjelp av superprofittmodellen ved total kapitalmetoden. Begrunnelsen for valg av denne modellen er redegjort for i punkt 2.1.4. Beregning av horisontverdi er en forutsetning for verdsettelsesmodellen vi har valgt, og vi vil derfor starte med en gjennomgang av denne.

7.1 Horisontverdi

Vi har valgt en prognostiseringsperiode for Bang & Olufsen på 10 år, men forutsetter at bedriften vil fortsette å eksistere utover denne perioden. Horisontverdien (cv) fanger da, som sagt, opp verdien av superprofitten etter prognostiseringsperioden. Denne verdien beregner vi ved hjelp av Gordons vekstmodell.

$$CV_T = \frac{ReOI_{T+1}}{K_f - g}$$

Når Gordons vekstmodell benyttes må det forutsettes en konstant vekst som bedriften kan opprettholde i all fremtid. Ettersom en bedrift, på lang sikt, ikke kan vokse fortere enn økonomien den operer i, kan ikke bedriftens langsiktige vekstrate overstige økonomiens vekstrate. Økonomiens vekstrate måles i form av brutto nasjonalprodukt. For å finne en bedrifts langsiktige vekstrate må det i tillegg tas hensyn til forventet inflasjon (Damodoran Online, 2005). Vi har valgt å ta utgangspunkt i Danmarks forventede vekst i brutto nasjonalprodukt for 2010 på 1,1 % (Fyens Stiftstidende, 2009). Som nevnt i punkt 3.1.3.2 har Danmark et inflasjonsmål på 2 % og vi antar at dette vil gjelde for fremtiden (Nationalbanken, 2009). Dette vil gi oss en fremtidig konstant vekst på 3,1 %.

7.2 Verdsettelse av Bang & Olufsen ved superprofittmodellen

Verdsettelsen av Bang & Olufsen er utført ved bruk av superprofittmodellen ved total kapitalmetoden. En komplett forklaring av superprofittmodellen finnes i punkt 2.2.1.3, men kort oppsummert ser modellen slik ut;

$$V_0^E = CSE_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \frac{ReOI_3}{\rho_F^3} + \dots + \frac{ReOI_T}{\rho_F^T} + \frac{\left(\frac{ReOI_{T+1}}{\rho_F - g}\right)}{\rho_F^T}$$

Det første som må gjøres er å beregne superprofitten til Bang & Olufsen. Superprofitten er, som sagt, den ekstra avkastningen bedriften sitter igjen med utover avkastningskravet (Penman, 2007).

$$\text{Superprofitt} = \text{Driftsresultat} - (\text{avkastningskrav til total kapitalen} \times \text{inngående NOA})$$

Formelen inkluderer kjerne driftsresultat, som er beregnet på bakgrunn av prognostiserte kjerneinntekter og – kostnader i punkt 5.1.1. Netto operasjonelle eiendeler er forskjellen mellom prognostiserte operasjonelle eiendeler og operasjonelle forpliktelser, og er hentet fra punkt 5.1.2. Beregning av avkastning til total kapitalen er nødvendig for verdsettelsen og dette er utført i forrige kapittel. Til slutt neddiskonteres superprofitten og horisontverdien med avkastningskravet til total kapitalen.

Verdsettelse av Bang & Olufsen A/S

Tabell 47: Verdsettelse av Bang & Olufsen

	08/09	09/10E	10/11E	11/12E	12/13E	13/14E	14/15E	15/16E	16/17E	17/18E	18/19E
Kjeme driftsresultat		-11	57	100	154	211	269	297	319	334	348
Netto operasjonelle eiendeler	1667,7	1823,0	1891,9	1998,5	2038,6	2078,0	2112,9	2196,3	2222,6	2229,4	2236,1
Superprofitt		-166,1	-112,5	-75,9	-31,9	21,4	75,7	100,5	114,7	127,3	140,7
Neddiskonteringfaktor		1,093	1,195	1,306	1,427	1,560	1,705	1,864	2,037	2,226	2,433
Nåverdi av superprofitt		-152,0	-94,2	-68,2	-22,3	13,7	44,4	53,9	56,3	57,2	57,8
Total nåverdi av superprofitt		-43,3									
Horisonverdi											961,3
Nåverdi av horisonverdi		395,0									
Total kapital verdi		2019,5									
Boktørværdi NFO		147,6									
Verdi egenkapital		1871,9									
Antall aksjer		36,244014									
Verdi per aksje		51,65									

Egentilvirket

Basert på prognostiseringen har vi kommet frem til en total kapitalverdi på 2019,5 mill. danske kroner og ved å trekke fra gjeld resulterer dette i en egenkapitalverdi på 1871,9 mill. danske kroner. Bang & Olufsen har 36 244 014 utestående aksjer, og dette gir oss en aksjeverdi på 51,65 danske kroner. Markedsverdien på aksjen var 21. mai 2010 53,50 danske kroner (Nasdaq Omx Nordic, 2010). Den beregnede aksjeverdien er 3,5 % lavere enn markedsverdien, og dette kan tyde på at aksjen er overpriset i markedet. Det er vanskelig å konstatere om aksjen virkelig er under- eller overpriset ettersom det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Aksjeverdien er hovedsakelig beregnet på bakgrunn av tallmateriale som forelå 1. juni 2009. Dette medfører at den beregnede aksjeverdien på den ene siden er mer sammenlignbar med markedsverdiene i fra juni 2009. Markedsverdien 2. juni 2009 var 44,40 danske kroner, og med utgangspunkt i dette ville aksjen vært underpriset (Nasdaq Omx Nordic, 2010). På den andre siden er det mer naturlig å sammenligne den beregnede aksjeverdien med markedsverdien i dag. Dette skyldes en inkludering av kvartalsrapporter fra 2009/2010 i prognostiseringen, og det faktum at en investor alltid vil vurdere å utføre et kjøp eller salg ut i fra dagens aksjekurs.

Det vil være usikkerhet knyttet til aksjeverdien vi har beregnet, og en endring i forutsetningene vi har tatt kan i større eller mindre grad ha en innvirkning på aksjeverdien. Vi vil derfor, i neste kapittel, se hvor sensitiv den beregnede aksjekursen er for endringer i disse forutsetningene.

8 Sensitivitetsanalyse

Soffer og Soffer (2003) mener at sensitivitetsanalyse er en kritisk del av verdsettelsesprosessen ettersom utfallet av verdsettelsen avhenger av kvaliteten på antagelsene som er foretatt under prognostiseringen. Vi vil utføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan en endring i de mest kritiske faktorene i verdsettelsen vil påvirke aksjeverdien beregnet i forrige kapittel. Langsiktig vekstrate og avkastningskravet til totalkapitalen er sett på som de mest kritiske faktorene i en verdsettelse (Stickney, Brown og Wahlen, 2004).

8.1 Endring i langsiktig vekstrate og WACC

Som vist tidligere har vi tatt utgangspunkt i en langsiktig vekst på 3,1 % og et avkastningskrav til totalkapitalen på 9,3 % ved verdsettelsen av Bang & Olufsen. Vi vil nå se på hvordan en økning eller en reduksjon på opptil to prosentpoeng i vekst og avkastning vil påvirke aksjeverdien.

Tabell 48: Endring i vekst og WACC

		WACC				
		7,30 %	8,30 %	9,30 %	10,30 %	11,30 %
Vekst	1,1 %	69,72	57,67	48,83	42,04	36,63
	2,1 %	73,87	59,88	50,04	42,71	37
	3,1 %	80,01	62,95	51,65	43,57	37,46
	4,1 %	89,98	67,47	53,87	44,71	38,04
	5,1 %	109,02	74,83	57,15	46,28	38,82

Egentilvirket

Ut i fra tabellen kan vi se at både avkastningen til totalkapitalen og den langsiktige veksten har en stor innvirkning på beregning av aksjekurs. I vårt tilfelle vil en endring i avkastningskravet, gitt at veksten forblir 3,1 %, gi en aksjepris på mellom 37,46 og 80,01 danske kroner. Et avkastningskrav på 7,3 % fører til en økning i aksjepris på 55,0 %, mens et avkastningskrav på 11,3 % fører til en reduksjon på 27,5 %. En endring i langsiktig vekst, gitt at avkastningskravet forblir 9,3 %, vil gi en aksjepris på mellom 48,83 og 57,15 danske kroner. En vekst på 5,1 % fører til en økning i aksjeprisen på 10,6 %, mens en vekst på 1,1 % fører til en reduksjon på 5,5 %. Ut i fra dette kan vi se at en prosentvis endring i avkastningskravet gir en betydelig mye større endring i aksjeprisen sammenlignet med en lik

endring i langsiktig vekst. Vi vil derfor undersøke nærmere hvilke parametre som vil føre til størst endring i avkastningskravet, og hvilket utslag dette vil ha på aksjeprisen. Vi har foretatt en endring på mellom minus og pluss to prosentpoeng i parameterne risikofri rente, markedets risikopremie og avkastningen på fremmedkapitalen, ceteris paribus. Betaverdien er derimot endret med mellom minus og pluss 0,02, ceteris paribus.

Tabell 49: Endring i WACC

Endring i WACC	Endring i parametre				
	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %
Risikofri rente	7,94 %	8,63 %	9,30 %	9,96 %	10,61 %
Beta	9,22 %	9,26 %	9,30 %	9,33 %	9,37 %
Markedets risikopremie	7,30 %	8,30 %	9,30 %	10,30 %	11,29 %
Avkastning fremmedkapital	8,79 %	9,04 %	9,30 %	9,55 %	9,81 %

Egentilvirket

Tabell 50: Endring i aksjepris

Endring i aksjepris	Endring i parametre				
	-2 %	-1 %	0 %	1 %	2 %
Risikofri rente	68,23	58,75	51,65	46,05	41,5
Beta	52,41	52,03	51,65	51,37	51
Markedets risikopremie	80,01	62,95	51,65	43,57	37,51
Avkastning fremmedkapital	56,89	54,2	51,65	49,39	47,22

Egentilvirket

Ut i fra tabellen kan vi se at markedets risikopremie har størst innflytelse på aksjeprisen etterfulgt av den risikofrie renten. Det vil si at en liten prosentvis endring i en av disse to parametrene fører til en relativt stor endring i aksjeprisen. Endringer i Bang & Olufsens betaverdi og avkastning på fremmedkapital har derimot mindre å si.

Vi kan konkludere med at Bang & Olufsen er sensitiv for endringer i både langsiktig vekst og avkastningskravet til total kapitalen. Disse tallene er begge, til en viss grad, basert på skjønn og dermed kan vi ikke fullt og helt anslå disse med sikkerhet. For å kunne verdsette en bedrift er det derimot nødvendig å anslå disse tallene, og det vil derfor alltid være usikkerhet knyttet til verdiestimatet.

9 Multiplikatoranalyse

I denne delen vil vi beregne multiplikatorene price/earnings, price/book og price/sales basert på teorien skrevet i punkt 2.1.2. Vi vil sammenligne Bang & Olufsens multiplikatorer med sammenlignbare selskaper. Vi vil deretter foreta en supplerende verdsettelse basert på multiplikatorene for å kontrollere verdianslaget funnet ved fundamental verdsettelse.

Det er generelt sett vanskelig å finne sammenlignbare selskaper for bedrifter. Spesielt vanskelig er det for Bang & Olufsen siden det ikke i stor grad finnes selskaper som er like Bang & Olufsen på pris, størrelse og produktdesign. Deres nærmeste konkurrent er, som sagt, Loewe, men Bose er også en stor konkurrent innenfor lyd. Bose er ikke børsnotert og det er derfor ikke mulig å oppdrive tall til sammenligning. Loewe er dermed det mest sammenlignbare selskapet. Bang & Olufsen har, som nevnt tidligere, flere indirekte konkurrenter innenfor elektronikkbransjen og luksusvarebransjen. I utgangspunktet er det mest hensiktsmessig å sammenligne med flere bedrifter for å få et bedre analysegrunnlag. Vi har valgt å sammenligne Bang & Olufsen med Loewe, og i tillegg sammenligne med bransjen for forbrukerelektronikk. Denne bransjen inneholder indirekte konkurrenter fra forskjellige land som for eksempel Samsung og JVC (Reuters, 2010).

Multiplikatorene for Bang & Olufsen og Loewe i siste regnskapsår er beregnet på bakgrunn av siste årsrapport. Multiplikatorene for forbrukerelektronikk bransjen og multiplikatorestimatene til Bang & Olufsen og Loewe er hentet fra Reuters.

9.1 P/E

Tabell 51: P/E

P/E	Siste regnskapsår	Estimat år 1	Estimat år 2
Bang & Olufsen	-3	0,1	9
Loewe	14	11,45	9,08
Forbrukerelektronikk	0,06	-	-

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2009; Loewe, 2010; Reuters, 2010)

Vi kan se at Bang & Olufsen i 2008/2009 hadde en negativ P/E. Det er vanskelig å sammenligne og tolke en negativ P/E ettersom en investor ikke umiddelbart er interessert i en

bedrift som genererer underskudd. Det er heller ikke mulig å verdsette en bedrift ved bruk av en negativ P/E (Damodoran, 2002).

P/E er en indikator på hvordan markedet tror Bang & Olufsen vil utvikle seg i fremtiden (O'Regan, 2006). Estimatene av P/E viser en positiv markedsforventning, noe som betyr positive resultater og økt fortjeneste for Bang & Olufsen i fremtiden. Bang & Olufsen prises i utgangspunktet lavt i forhold til sin nærmeste konkurrent Loewe, men det forventes at denne forskjellen vil utlignes.

Loewe har en mye høyere P/E enn forbrukerelektronikk bransjen, men dette er også forventet av Bang & Olufsen i fremtiden. Dette kan indikere at markedet forventer en høyere fortjenestevekst i bedrifter innenfor eksklusiv elektronikk segmentet sammenlignet med forbrukerelektronikk bransjen totalt sett.

9.2 P/B

For å vurdere siste regnskapsår er det bedre å ta utgangspunkt i P/B. Grunnen til dette er at en bedrift med negativt resultat som regel har en positiv bokført egenkapital (Damodoran, 2002). Bang & Olufsen hadde ved utgangen av 2008/2009 en bokført egenkapital på 1520,1 mill. danske kroner.

Tabell 52: P/B

P/B	Siste regnskapsår
Bang & Olufsen	1,3
Loewe	1,38
Forbrukerelektronikk	0,67

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2009; Loewe, 2010; Reuters, 2010)

I siste regnskapsperiode hadde Bang & Olufsen en P/B på 1,3. Dette indikerer at markedsverdien på egenkapitalen var høyere enn bokført verdi, og dette kan tyde på en undervurdering av egenkapitalen. Dette er tilfellet for de fleste bedrifter og er grunnet, til en viss grad, bedrifters bruk av konservativ regnskapsføring (Penman, 2007).

For å kunne sammenligne P/B mellom bedrifter er det nødvendig at de benytter samme regnskapsstandard (Damodoran, 2002). Loewe og Bang & Olufsen benytter begge IFRS (Bang & Olufsen, 2009; Loewe, 2010). Vi utelukker derfor å sammenligne Bang & Olufsen med forbrukerelektronikk bransjen ettersom det er liten sannsynlighet for at alle bedriftene i bransjen benytter seg av IFRS. Vi kan se at Loewe og Bang & Olufsen har en relativt lik P/B, og det vil si at begge bedriftene har vært priset relativt likt i forhold til størrelsen på egenkapitalen.

Hvis vi legger til grunn Loewes P/B for siste regnskapsår og Bang & Olufsens bokførte egenkapital ved utgangen av 2008/2009 vil vi kunne finne en estimert verdi på Bang & Olufsens aksje.

$$\frac{1,38 \times 1520,1}{36,244014} = 57,9$$

Ved å ta utgangspunkt i Loewes P/B får vi en aksjeverdi på 57,9 danske kroner. Ved utførelsen av den fundamentale verdsettelsen fikk vi en aksjeverdi på 51,65 danske kroner, og vi ser at ved å ta utgangspunkt i Loewes P/B får vi en verdi som ligger noe over dette.

9.3 P/S

P/S blir ofte brukt fremfor P/E i firmaer med finansielle problemer, hvor fortjenesten er negativ (Damodoran, 2002).

Tabell 53: P/S

P/S	Siste regnskapsår	Estimat år 1	Estimat år 2
Bang & Olufsen	0,58	0,12	0,11
Loewe	0,35	0,4	0,37
Forbrukerelektronikk	0,16	-	-

Egentilvirket (Bang & Olufsen, 2009; Loewe, 2010; Reuters, 2010)

Bang & Olufsen har i 2008/2009 ikke generert en høy nok salgsinntekt til å dekke kostnadene, og dermed endt opp med et negativt resultat. Dette kan tyde på at Bang & Olufsens aksjepris ikke er like sensitiv for endringer i salgsinntekten sammenlignet med endringer i fortjeneste.

Bang & Olufsen har en høyere P/S enn Loewe. Hvis vi tar utgangspunkt i Loewes P/S og Bang & Olufsens salgsinntekt for 2008/2009 ender vi opp med en aksjeverdi på kun 26,9 danske kroner. Ettersom det er så stor forskjell i bedriftenes P/S verdi antar vi at dette ikke er et rimelig estimat på Bang & Olufsens aksje.

10 Konklusjon

Vi har foretatt en strategisk analyse og en regnskapsanalyse av den danske elektronikkprodusenten Bang & Olufsen. Formålet med dette har vært å komme frem til et verdiestimat på bedriftens aksje, som vi videre har sammenlignet med aksjens markedsverdi.

Bang & Olufsen har igjennom flere år opparbeidet seg et godt omdømme, kjent merkenavn og lojal kundegruppe. Finanskrisen rammet Bang & Olufsen hardt, og en ny strategi ble utformet for å begrense den negative utviklingen.

Den strategiske analysen har gitt oss en oversikt over Bang & Olufsens nåværende og fremtidige styrker, svakheter, muligheter og trusler. Vi mener at Bang & Olufsens største svakhet er deres høye grad av konjunkturfølsomhet. Fremtidige lavkonjunkturer har vi derfor sett på som en stor trussel. En ny strategiutforming og et stort fokus på produkt- og teknologiutvikling vil sammen med forventninger om en bedret verdensøkonomi, igjen føre til positive resultater.

Regnskapsanalysen viste en negativ utvikling i lønnsomhet de siste to årene. Dette skyldtes hovedsakelig en nedgang i omsetning og et for høyt kostnadsnivå. Deres største konkurrent Loewe unngikk, i samme tidsperiode, en like stor nedgang i lønnsomheten. Lønnsomhetsanalysen understreket Bang & Olufsens behov for en omstrukturering. Videre viste risikoanalysen at Bang & Olufsen opprettholdt en tilfredsstillende likviditet og egenkapitalprosent i nedgangstider, og vi anslo derfor konkurssansynligheten som liten.

På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen utarbeidet vi et fremtidsregnskap. Det prognostiserte resultatet viste et mindre negativt driftsresultat i regnskapsåret 2009/2010, og deretter et positivt driftsresultat med gradvis økning.

Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet beregnet vi Bang & Olufsens egenkapitalverdi ved bruk av superprofittmodellen ved totalkapitalmetoden. Vi kom frem til en egenkapitalverdi på 1871,9 mill. danske kroner som gav en aksjepris på 51,65 danske kroner. Videre utførte vi en sensitivitetsanalyse for å avdekke usikkerhet knyttet til vårt verdiestimat. Vi kom frem til at små endringer i avkastningen på totalkapitalen gav store utslag i aksjeverdien.

Markedsverdien på Bang & Olufsen aksjen var per 21. mai 2010 53,50 danske kroner. Sett i sammenheng med vårt verdiestimat på 51,65 danske kroner kan det tyde på at aksjen er overpriset, og det vil da være naturlig å selge aksjen. Det er, som sagt, stor usikkerhet knyttet til vårt verdiestimat, og i tillegg er dette estimatet svært likt markedsverdien. Det er derfor en viss sannsynlighet for at aksjen faktisk kan være underpriset, men en generell anbefaling vil være å selge.

Referanseliste

Bøker

Aaker, D. A. (2005). *Strategic market management*. (7. utgave). Hoboken: John Wiley & Sons

Barney, J. B. (2002). *Gaining and sustaining competitive advantage*. (2. utgave). Upper Saddle River: Prentice Hall

Barney, J. B. og D. N. Clark. (2007). *Resource-based theory: Creating and sustaining competitive advantage*. New York: Oxford University Press

Bodie, Z., A. Kane og A. J. Marcus. (2008). *Investments*. (7. utgave). New York: McGraw - Hill

Boye, K., T. Heskestad og E. Holm. (2004). *Kostnad- og inntektsanalyse*. (8. utgave). Oslo: Universitetsforlaget

Boye, K. og C. B. Meyer. (1998). *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag

Copeland, T., T. Koller og J. Murrin. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. New York: John Wiley & Sons

Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. New York: John Wiley & Sons

Hill, C. W. L. og G. R. Jones. (2004). *Strategic management theory: An integrated approach*. Boston: Houghton Mifflin Company

Hoff, K. G. (2004). *Budsjettering – taktisk økonomistyring*. (3. utgave). Oslo: Universitetsforlaget

Kotler, P. (2004). *Markedsføringsledelse*. Oslo: Gyldendal norsk forlag

O'Regan, P. (2006). *Financial information analysis*. (2. utgave). West Sussex: John Wiley & Sons

Palepu, K. G, P. M. Healy og V. L. Bernard. (2000). *Business analysis and valuation: using financial statements*. Mason: South-Western college publication

Penman, S.H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation*. Boston: McGraw-Hill

Porter, M. E. (1980). *Techniques for analyzing industries and competitors*. New York: The Free Press

Roos, G., G. Von Krogh, J. Roos og L. Fernstrøm. (2005). *Strategi – en innføring*. (4.utgave). Bergen: Fagbokforlaget

Soffer, L. og R. Soffer. (2003). *Financial statement analysis; A valuation approach*. Upper Saddle River: Prentice Hall

Stickney, C. P, P. R. Brown og J. M. Wahlen. (2004). *Financial reporting and statement analysis – A strategic perspective*. (5. utgave). Mason: Thompson

Van Horne, J. C og J. M Wachowicz. (2008). *Fundamentals og financial management*. (13. utgave). Harlow: Prentice Hall

Von Neumann, J. og O. Morgenstern. (1944). *The theory of games and economic behaviour*. New York: John Wiley & Sons

Journalartikler

Black, F. og M. Scholes. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of political economy*. 81 (3): 637 – 654.

<http://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/260062>

Boye, K. og G. A. Dahl. (1995). Verdsettelsesmodeller. *Økonomi og ledelse*. 11 (2): 25-40

Burns, D. C, J. T. Sale og J. A. Stephan. (2008). A better way to gauge profitability. *Journal of accountancy*. 206 (2): 38 – 42

<https://vpn.uia.no/+CSCO+d0756767633A2F2F6A726F2E726F667062756266672E70627A+/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=8&hid=15&sid=a73f87b2-4653-424c-8c91-94d078cbf3e5%40sessionmgr10>

Dahl, G. A. (2004). Mulig fallgruver ved bruk av konsernregnskap ved verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*. 20 (2): 79 – 86

https://vpn.uia.no/+CSCO+0h756767633A2F2F6A6A6A2E76716861612E6162++/ts/pof/2004/02/mulige_fallgruver_ved_bruk_av_konsernregnskap_ved_verdsettelse?highlight=WACC#highlight

Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans*. 20 (1): 43 – 52

https://vpn.uia.no/+CSCO+0h756767633A2F2F6A6A6A2E76716861612E6162++/ts/pof/2004/01/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer?highlight=verdsettelse#highlight

Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*. 23 (2): 3 – 17

https://vpn.uia.no/+CSCO+ch756767633A2F2F6A6A6A2E76716861612E6162++/ts/pof/2007/02/regnskapsanalyse_omgruppering_av_regnskapet_for_eierkontroll_og_verdsettels

Hillestad, O. C. (2007). Nøkkeltallanalyse av Oslo Børs. *Penger og kreditt*. 35 (2): 67 – 83

<http://www.norges-bank.no/upload/62686/n%C3%B8kkeltallsanalyse.pdf>

Moen, S. og F. Melle. (2007). God regnskapsskikk for ikke-børsnoterte foretak i Norge i fremtiden. *Magma*. 10 (6)

<http://www.sivil.no/magma/2007/06/0106.html>

Reve, T. (1992). Konkurranssevne: Fra diamant til kjerne. *Praktisk økonomi og ledelse*. 8 (1): 23-31

Skarning, N. (2005). Omstrukturering og nedbemanning. *Praktisk økonomi og ledelse*. 21 (4): 42 – 52

https://vpn.uia.no/+CSCO+0h756767633A2F2F6A6A6A2E76716861612E6162++/ts/pof/2005/04/omstrukturering_og_nedbemanning?highlight=omstrukturering#highlight

Internett

Bang & Olufsen, (u.å).. *Visjon og verdier*.

<http://www.bang-olufsen.com/page.asp?id=600> (Hentet 3. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2008). *Pole position strategy 2008*.

<http://www.bang-olufsen.com/investors/presentations> (Hentet 2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (u.å). *Om oss*.

<http://www.bang-olufsen.com/page.asp?id=599> (Hentet 2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2005). *Årsrapport 2004/05*

http://www.bang-olufsen.com/graphics/bogo/reports/annualreport_2004-05_dk.pdf

(Hentet 2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2006). *Årsrapport 2005/06*

http://www.bang-olufsen.com/graphics/bogo/reports/annualreport_2005-06_dk.pdf

(Hentet 2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2007). *Årsrapport 2006/07*

http://www.bang-olufsen.com/graphics/bogo/reports/annualreport_2006-07_dk.pdf

(Hentet 2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2008). *Årsrapport 2007/08*

http://www.bang-olufsen.com/UserFiles/File/Investors/68190_AnnualReport_DA_low.pdf

(Hentet 2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2009). *Årsrapport 2008/09*.

http://www.bang-olufsen.com/UserFiles/File/Investors/Annual_Report_0809_DA.pdf (Hentet

2. februar 2010)

Bang & Olufsen. (2010). *Årsrapport tredje kvartal 2009/2010*.

http://www.bang-olufsen.com/Userfiles/File/Investors/BO_0917_F.pdf (Hentet 30. april 2010)

Bose. (2010). *Produkter*.

<http://www.bose.no/NO/no/products/index.jsp> (Hentet 8. mars 2010)

Business. (2010). *Staten låner penge i ti år til 3,52 pct. i rente*.

<http://www.business.dk/oekonomi/staten-laaner-penge-i-ti-aar-til-352-pct.-i-rente> (Hentet 10. mai 2010)

Dagens næringsliv. (2010). *Laveste euro på fire år*.

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1900111.ece> (Hentet 18. mai 2010)

Damodoran Online. (2005). *Discussion issues and derivations*.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/AppldCF/derivn/ch12deriv.html
(Hentet 21. mai 2010)

Danmarks statistikk. (2009). *Forbrugerprisindeks*.

<http://www.dst.dk/Statistik/nogle/etal/seneste/Indkomst/Priser/Forbrugerprisindeks.aspx>
(Hentet 11. mars 2010)

Danske Bank. (2004). *Investering – Danske Bank informerer om økonomi, obligationer og aktier*.

[http://www2.danskebank.dk/Link/BladetInvesteringjanuar2004/\\$file/DBInvesteringsamlet.pdf](http://www2.danskebank.dk/Link/BladetInvesteringjanuar2004/$file/DBInvesteringsamlet.pdf)
(Hentet 10. mai 2010).

E24. (2010). *Hellas kan gi ny finanskrise*.

<http://e24.no/makro-og-politikk/article3635459.ece> (Hentet 18. mai 2010)

Euroinvestor. (2010). *Bang & Olufsen aktiekurs*.

<http://www.euroinvestor.dk/stock/showstockinfo.aspx?StockId=2053360> (Hentet 11. mai 2010)

Europa – Internettportalen til EU. (2010). *Det indre marked.*

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf> (Hentet 10. mars 2010)

Financial Education. (2007). *Unusual or extraordinary items.*

<http://financial-education.com/2007/02/21/unusual-or-extraordinary-items/> (Hentet 18. mai 2010)

Fyens Stiftstidende. (2009). *BNP 2009 nedjusteres til -4,8 pct. - 2010 opjusteres.*

<http://www.fyens.dk/article/1347820:Boers-nyt--DOeR--BNP-2009-nedjusteres-til--4-8-pct---2010-opjusteres> (Hentet 21. mai 2010)

Get. (2010). *Get box HD PVR.*

http://www.get.no/web/produkt/digitalTV/hdpvr_demo (Hentet 8. mars 2010)

Hochtief. (2007). *Value-driven management at Hochtief.*

http://www.hochtief.com/hochtief_en/1257.cnt (Hentet 26. april)

International Monetary Fund. (2009). *World economic outlook.*

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf> (Hentet 11. mars 2010)

Jyske Bank. (2010). *Flot afslutning på et turbulent år*

http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=271112&src=analyse210110slut.pdf
(Hentet 11. mai 2010)

Kommunalbanken. (2008). *IFRS Transition document.*

http://www.kommunalbanken.no/dm_documents/IFRS_Transition_Document_ltTOj.pdf
(Hentet 22. april 2010)

KPMG. (2003). *Moving to international financial reporting standards – A briefing for audit committees*

<http://www.kpmg.com.au/aci/docs/ifrs.pdf> (Hentet 19. mai 2010)

Linn. (2010). *Product range*.

http://www.linn.co.uk/product_range (Hentet 8. mars 2010)

LO. (2009). *Regnskapsanalyse*.

<http://www.lo.no/Documents/Arbeidsliv/regnskapsanalyse/2009-REGNSKAPSANALYSE.pdf> (Hentet 20. mai 2010)

Loewe. (2006). *Annual report 2005*.

http://www.loewe.dk/fileadmin/dataStorage/Loewe_Deutschland/en/Loewe_AG/investor_relations/Publikationen/annual_reports/2005/Loewe_GB05_GB%5B1%5D.pdf

(Hentet 3.mai 2010)

Loewe. (2007). *Annual report 2006*.

http://www.loewe.dk/fileadmin/dataStorage/Loewe_Deutschland/en/Loewe_AG/investor_relations/Publikationen/annual_reports/2006/Loewe_GB2006_GB%5B1%5D.pdf (Hentet 3.mai

2010)

Loewe. (2008). *Annual report 2007*.

http://www.loewe.dk/fileadmin/dataStorage/Loewe_Deutschland/en/Loewe_AG/investor_relations/Publikationen/annual_reports/2007/Loewe_GB_2007_en%5B1%5D.pdf (Hentet 3.mai

2010)

Loewe. (2009). *Annual report 2008*.

http://www.loewe.dk/fileadmin/dataStorage/Loewe_Deutschland/de/Loewe_AG/investor_relations/Publikationen/Geschaeftsbericht/2008/Loewe_GB08_UK_web_gesch%C3%BCtzt.pdf

(Hentet 8. mars 2010)

Loewe. (2010). *Annual report 2009*.

http://www.loewe.dk/fileadmin/dataStorage/Loewe_Deutschland/en/Loewe_AG/investor_relations/Publikationen/annual_reports/2009/Loewe_Annual_Report_2009_encoded.pdf (Hentet

3. mai 2010)

Loewe. (2009). *Interim report 2009*.

<http://www.loewe.dk/dk/company/presse/pressemeldelser/top-nyheder/newspost/beitrag/1-3-quartal-2009.html> (Hentet 8. mars 2010)

Nasdaq OMX Nordic. (2010). *Share info*.

http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/Historical_prices/?Instrument=CSE3202 (Hentet 21.mai 2010)

Nationalbanken. (2009). *Pengepolitikk i Danmark*.

[http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Publikationer.nsf/side/Pengepolitik_i_Danmark_3_udgave_2009/\\$file/pengepol_3udg_dk_web.pdf](http://www.nationalbanken.dk/DNDK/Publikationer.nsf/side/Pengepolitik_i_Danmark_3_udgave_2009/$file/pengepol_3udg_dk_web.pdf) (Hentet 11. mars 2010)

Nationalbanken. (2010). *Valutapolitikk/ERM2*.

http://www.nationalbanken.dk/DNDK/pPolitik.nsf/side/Valutasamarbejde_ERM2!OpenDocument (Hentet 11.mars 2010)

NHO. (2009). *Økonomisk vekst og BNP*.

<http://www.nho.no/oekonomisk-politikk-og-analyser/oekonomisk-vekst-og-bnp-article18660-86.html> (Hentet 11. mars 2010)

Oxford University Press. (2007). *Pestel-analysis of the macro-environment*.

http://www.oup.com/uk/orc/bin/9780199296378/01student/additional/page_12.htm (Hentet 10. mars 2010)

Penge & Privatøkonomi. (2010). *Overskudsgrad*.

<http://penge.dk/ordbog/overskudsgrad> (Hentet 22. april)

PwC. (2008). *Business valuation inside 01/2008*

http://www.pwc.com/no_NO/no/publikasjoner/business_valuation_inside01_2008.pdf (Hentet 11. mai 2010)

Regjeringen. (2009). *Perspektivmeldingen 2009*.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2008-2009/stmeld-nr-9-2008-2009-/8/2.html?id=541791> (Hentet 3. mai 2010)

Reuters. (2010). *Bang & Olufsen A/S (BOB.CO)*.

<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=BOB.CO> (Hentet 11. mai 2010)

Reuters. (2010). *Consumer electronics*.

<http://www.reuters.com/sectors/industries/overview?industryCode=78> (19. mai 2010)

Reuters. (2010). *Loewe AG*.

<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=LOEG.F> (Hentet 19. mai 2010)

Scott, C. E. (u. å). *Insights into operating and financial leverage*.

<http://www.westga.edu/~bquest/1998/leverage.html> (Hentet 22. april)

Sonos. (2010). *What to buy*.

<http://www.sonos.com/whattobuy/Default.aspx?rdr=true&LangType=1033> (Hentet 8. mars 2010)

Vedlegg

Vedlegg 1: Opprinnelig egenkapitalredegjørelse, Bang & Olufsen

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mill. DKK					
Egenkapital IB	1651,9	1750,5	1742,1	1681,9	1483,8
Akk. Virking ved årets begynnelse av endring i regnskapspraksis	-39,9	-35,9			
Korrigert egenkapital IB	1612	1714,6	1742,1	1681,9	1483,8
Egenkapital og valutakurs reguleringer i datterselskaper	5,4	-10,7	1,5	6,6	-12,3
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter	0,2		0,1	-0,1	-1
Netto inntekt medberegnet direkte i egenkapitalen	5,6	-10,7	1,6	6,5	-13,3
Overført fra årets resultat	268,9	296	372,5	112,3	-382,8
Total inntekt	274,5	285,3	374,1	118,8	-396,1
Nytegning av medarbeideraksjer	7,5				
Kapitalforhøyelse					459,1
Omkostninger ved kapitalforhøyelse					-25,8
Skatt og avgift på medarbeideraksjer og aksjeopsjoner					
Endring i utsatt skatt fra aksjeopsjoner	0,2	6,2	-0,4	-6,1	
Skatt vedrørende omkostninger ved kapitalforhøyelse					1
Kjøp av 10% eierandel i Bang & Olufsen ICE Power AS					-23
Opsjon på minoritetsandel			-3,4		
Medarbeideraksjer		17,1	10,8	10,4	4,7
Tildeling av aksjeopsjoner	2,9	5,8	0,4	11,1	6,1
Salg av egne aksjer	6,5	5,3	18,5	1,6	46
Salg av tegningsrett					3,8
Kjøp av egne aksjer	-105,5	-148,9	-271,3	-100,2	
Utbetalt utbytte foregående år	-86,7	-149	-200,2	-247,7	-41,4
Utbytte av egne aksjer	3,2	5,7	11,3	14	1,9
	-171,9	-257,8	-434,3	-316,9	432,4
Egenkapital UB	1714,6	1742,1	1681,9	1483,8	1520,1

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vedlegg 2: Opprinnelig resultatregnskap, Bang & Olufsen

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
DKK mill					
Driftsinntekt	3742,2	4225,2	4375,7	4092	2789,5
Produksjonskostnader	-2005,7	-2281,1	-2338	-2199,6	-1683,8
Bruttoresultat	1736,5	1944,1	2037,7	1892,4	1105,7
Utviklingskostnader	-393,3	-442,9	-458,8	-545,5	-462,7
Distribusjons- og markedsføringskostnader	-833,6	-920,3	-910,2	-1003,5	-928,5
Administrasjonskostnader	-137,4	-142	-138,7	-148,7	-104,5
Omstruktureringkostnader					-105,5
Driftsresultat	372,2	438,9	530	194,7	-495,5
Resultat av investeringer i assosierte selskaper	0,4	-1	-1,1	-11,2	2,3
Gevinst ved salg av aksjer i datterselskap			11,5		
Utbytte					
Finansielle inntekter	30,7	17,7	15,7	20	11,4
Finansielle kostnader	-23,5	-24,9	-31,7	-49,8	-41,2
Netto finansinntekter	7,2	-7,2	-16	-29,8	-29,8
Resultat før skatt	379,8	430,7	524,4	153,7	-523
Skattekostnad	-114,9	-134,7	-151,9	-41,4	140,2
Årsresultat	264,9	296	372,5	112,3	-382,8
Årets resultat henført til Bang & Olufsens aksjonærer	265,1	294	367,4	104,7	-385,1
Minoritetens andel av årets resultat	-0,2	2	5,1	7,6	2,3
	264,9	296	372,5	112,3	-382,8
Resultat per aksje, DKK	21,9	24,8	31,4	4,4	-15,7
Utvannet resultat per aksje, DKK	21,9	24,7	31,4	4,4	-15,7
Resultat per aksje for videreført virksomhet, DKK	21,9	24,8	31,4	4,4	-15,7
Utvannet resultat per aksje for videreført virksomhet, DKK	21,9	24,7	31,4	4,4	-15,7

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vedlegg 3: Opprinnelig balanse, Bang & Olufsen

	31.05.05	31.05.06	31.05.07	31.06.08	31.05.09
Mill. DKK					
Operasjonelle eiendeler					
Goodwill	19,3	18	44,8	44,8	44,8
Ervervete rettigheter	14,3	12,1	44,4	41,1	50,8
Fullførte utviklingsprosjekter	176,3	216,3	244,6	218,8	200,6
Utviklingsprosjekter under utførelse	81,9	109,8	116,2	112,5	185
Kapitalandel i assosierte selskap	7	6	15,8	6,3	9,5
Tomt og bygninger	282,5	332,8	252,1	274,4	269,9
Produksjonsanlegg og maskiner	201,5	200,7	203,8	221,8	229,5
Annet utstyr	49,7	58,2	70,7	50	48,4
Fornytelse av leide lokaler	29,9	26,6	29,1	28,7	32,2
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling for mat. eiendeler	53,4	49,1	62,2	80,8	33,2
Utsatt skattefordel	44,4	28,8	21,2	22,7	103,8
Varebeholdning	429,7	567,4	694,3	801,4	597,8
Fordringer	632,5	748,6	824,8	702,1	491
Anleggsmidler bestemt for salg		1,1			
Andre finansielle fordringer	28,7	36,4	88,2	52	60,4
Investering i eiendom	0,8	0,7	56,4	52,8	49,1
Driftslikvider	18,7	21,1	21,9	20,5	13,9
Sum operasjonelle eiendeler	2070,6	2433,7	2790,5	2730,7	2419,9
Operasjonelle forpliktelser					
Utsatt skatteforpliktelse	65,5	63,7	67,8	64,2	4,8
Hensatte forpliktelser	63,6	91,9	97	77,3	78,1
Leverandørgjeld	208	196,3	216,4	216	188,3
Forskudd fra kunder	41,5	51,6	97,9	83,9	69,5
Betalbar skatt	72	78,3	122,3	66,3	21,2
Hensatte kortsiktige forpliktelser	50,9	31,1	33,3	46	65,7
Gjeld til assosierte selskaper				1,8	
Annen kortsiktig gjeld	311,8	361,4	356,2	320	324,6
Sum operasjonell gjeld	813,3	874,3	990,9	875,5	752,2
Netto operasjonelle eiendeler	1257,3	1559,4	1799,6	1855,2	1667,7
Finansielle forpliktelser					
Pante/eiendoms lån	120,7	107,2	93,4	235,7	230,3
Banklån	87,5	129,7	97,1	101,1	95,7
Andre langsiktige forpliktelser			6,1	6,6	6,7
Kortsiktig pantelån	37,4	13,8	14	8,5	6,5
Kortsiktig banklån	1,8	32,5	32,4	42,9	32,6
Andre kortsiktige banklån			39,5	53,7	13
Pensjon	8,5	15,5	9,7	9,5	7
Sum finansiell gjeld	255,9	298,7	292,2	458	391,8
Finansielle eiendeler					
Kontanter og bankinnskudd	713,2	481,4	174,5	86,6	244,2
Sum finansielle eiendeler	713,2	481,4	174,5	86,6	244,2
Netto finansielle forpliktelser	-457,3	-182,7	117,7	371,4	147,6
Ordinær egenkapital og minoritetsinteresse	1714,6	1742,1	1681,9	1483,8	1520,1
Minoritetsinteresser	2,1	4,1	6,0	12,1	2,3
Ordinær egenkapital (CSE)	1712,5	1738,0	1675,9	1471,7	1517,8

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vedlegg 4: Opprinnelig kontantstrømoppstilling, Bang & Olufsen

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
Mill. DKK					
Årets resultat	264,9	296	372,5	112,3	-382,8
Av- og nedskrivninger	243,5	232,3	248,9	299,2	285,7
Reguleringer	111,8	162,1	162,6	92,6	-92,6
Endring i driftskapital	69,8	-188,2	-142,2	-22,2	357,8
Renteinnbetaling og lignende	30,7	17,7	15,7	20	11,4
Renteutbetaling og lignende	-23,5	-24,9	-31,7	-49,8	-41,2
Betalt skatt	42,9	-100,4	-105	-120,3	-25,1
Kontanstrøm fra driftsaktiviteter	740,1	394,6	520,8	331,8	113,2
Kjøp av immaterielle langsiktige eiendeler	-124,7	-171,4	-210,1	-124,9	-211,5
Kjøp av materielle langsiktige eiendeler	-122,9	-185,2	-157,6	-190,4	-111,4
Motatt utbytte fra assosierte selskaper	2				
Salg av immaterielle langsiktige eiendeler	2,1		0,7	1,5	10,8
Salg av materielle langsiktige eiendeler	22,1	13,5	9,8	23,3	7,9
Kapitalforhøyelse, Bang & Olufsen Medicom AS					-3,6
Kapitalforhøyelse, Bang & Olufsen GPS Taiwan					
Kjøp av aktivitet		-27,7			
Salg av aktivitet			32,7		
Kjøp av 10% eierandel i Bang & Olufsen ICE Power AS					-23
Endringer i finansielle fordringer	-12	-7,7	-53,9	36,2	-8,4
Kontanstrøm fra investeringsaktiviteter	-233,4	-378,5	-378,4	-254,3	-339,2
Kapitalforhøyelse					459,1
Omkostninger ved kapitalforhøyelse					-25,8
Proveny fra låneopptak		74,6		200	14,8
Avdrag på langsiktig lån	-69,5	-38,8	-46,3	-48,7	-37,9
Utbytte	-86,7	-149	-200,2	-247,7	-41,4
Utbytte fra egne aksjer	3,2	5,7	11,3	14	1,9
Utbytte fra assosierte selskaper	-105,5				1
Tilbakekjøp av egne aksjer		-148,9	-271,3	-100,2	
Salg av egne aksjer	6,5	5,3	18,5	1,6	42,2
Nytegning av medarbeideraksjer	4	5,6			
Skatt vedrørende aksjeopsjoner	0,2				
Salg av tegningsrett					3,8
Kontanstrøm fra finansieringsaktiviteter	-247,8	-245,5	-488	-181	417,7
Endring i likvider - årets kontantstrøm	258,9	-229,4	-345,6	-103,5	191,7
Likviditet 1. juni	473	731,9	502,5	156,9	53,4
Likviditet 31. mai	731,9	502,5	156,9	53,4	245,1

(Bang & Olufsen, 2005 – 2009)

Vedlegg 5: Opprinnelig egenkapitalredegjørelse, Loewe

	2005	2006	2007	2008	2009
Tusner EUR					
Egenkapital IB	20393	59215	66093	72187	89668
Utbytte				-3513	-6505
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter				1963	-2303
Overført fra årets resultat	-1583	6883	7372	19031	8104
Kjøp av gjenværende aksjer i Loewe Frankrike			-794		
Kapitalforhøyelse	41427				
Kostnader ved kapitalforhøyelse	-1622	-5			
Skatt vedrørende kostnader ved kapitalforhøyelse	600				
Egenkapital UB	59215	66093	72671	89668	88964

(Loewe, 2006 – 2010)

Vedlegg 6: Opprinnelig resultatregnskap, Loewe

	2005	2006	2007	2008	2009
Tusner EUR					
Salgsinntekt	319091	341934	372534	374010	323950
Produksjonskostnader	-254378	-262446	-275316	-262348	-229407
Bruttoresultat	64713	79488	97218	111662	94543
Distribusjons- og markedsføringskostnader	-53020	-56540	-68253	-75946	-74005
Administrasjonskostnader	-7235	-8852	-9441	-9534	-8731
Annen driftsinntekt	10269	13920	8948	8951	6511
Annen driftskostnad	-12688	-14884	-7418	-6638	-4815
Inntekt fra investering	110	98	30	2	10
EBIT	2149	13230	21084	28497	13513
Finansiell inntekt	116	203	508	1800	1311
Finansiell kostnad	-4113	-2911	-2706	-2756	-3075
Resultat fra ordinære aktiviteter	-1848	10522	18886	27541	11749
Skatt	265	-3639	-11514	-8510	-3645
Resultat etter skatt	-1583	6883	7372	19031	8104
Minoritetsinteresser	-313	-343	-202	-178	-86
Netto resultat	-1896	6540	7170	18853	8018

(Loewe, 2006 – 2010)

Vedlegg 7: Opprinnelig balanse, Loewe

	2005	2006	2007	2008	2009
Tusner EUR					
Anleggsmidler:					
Immaterielle eiendeler	6008	5485	5964	5890	6539
Tomt, bygninger og maskiner	34855	36269	39642	42559	40084
Finansielle eiendeler	765	728	787	1140	1573
Langsiktige fordringer	575	968	745		
Utsatt skattefordel	25730	24131	16382	11322	10939
Diverse langsiktige finansielle eiendeler				327	274
Skatte eiendel				325	291
Omløpsmidler:					
Inventar	39450	59937	52274	51106	50464
Handelsfordringer	88114	81886	98115	88819	85326
Kortsiktige fordringer	1986	2111	2583		
Kontanter og bankinnskudd	15341	6455	3883	37231	36081
Diverse kortsiktige finansielle eiendeler				3914	2070
Skatte eiendel				162	391
Diverse eiendeler	92	47			
Sum eiendeler	212916	218017	220375	242795	234032
Total egenkapital inkl. minoritetsinteresser	59215	66093	72671	89668	88964
Langsiktig gjeld:					
Pensjon	36799	37906	39434	40951	40312
Forskudd fra kunder	15028	13052	15182	17024	17120
Finansiell gjeld	6515	4219	3281	2344	94
Kortsiktig gjeld:					
Utsatt skatteforpliktelse	3987	3979	4084	4417	4591
Forskudd fra kunder	34238	45576	45733	49178	46547
Finansiell gjeld	5362	5782	2258	952	938
Leverandørgjeld	44717	34212	29874	29008	23077
Diverse kortsiktig gjeld	6228	6824	7858	9253	12389
Diverse forpliktelser	827	374			
Sum egenkapital og gjeld	212916	218017	220375	242795	234032

(Loewe, 2006 – 2010)

Vedlegg 8. Omgruppert egenkapitalredegjørelse, Loewe

	2005	2006	2007	2008	2009
Tusner EUR					
Egenkapital IB	20393	59215	66093	72187	89668
Transaksjoner med aksjonærer					
Utbytte				-3513	-6505
Kjøp av gjenværende aksjer i Loewe Frankrike			-794		
Kapitalforhøyelse	41427				
Kostnader ved kapitalforhøyelse	-1622	-5			
Skatt vedrørende kostnader ved kapitalforhøyelse	600				
Sum transaksjoner med aksjonærer	40405	-5	-794	-3513	-6505
Fullstendig nettoresultat					
Overført fra årets resultat	-1583	6883	7372	19031	8104
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter				1963	-2303
Sum fullstendig nettoresultat	-1583	6883	7372	20994	5801
Egenkapital UB	59215	66093	72671	89668	88964

(Loewe, 2006 – 2010)

Vedlegg 9: Omgruppert resultatregnskap, Loewe

	2005	2006	2007	2008	2009
Tusner EUR					
Skattesats	37 %	37 %	37 %	27,50 %	27,90 %
Salgsinntekt	319091	341934	372534	374010	323950
Produksjonskostnader	-254378	-262446	-275316	-262348	-229407
Bruttoresultat	64713	79488	97218	111662	94543
Distribusjons- og markedsføringskostnader	-53020	-56540	-68253	-75946	-74005
Administrasjonskostnader	-7235	-8852	-9441	-9534	-8731
Driftsresultat fra salg (før skatt)	4458	14096	19524	26182	11807
Rapportert skattekostnad	-265	3639	11514	8510	3645
Skatt på annen driftsinntekt	895	357	-566	-636	-473
Skatt på finanskostnad	1438	966	802	262	489
	2068	4962	11750	8136	3661
Driftsresultat fra salg (etter skatt)	2390	9134	7774	18046	8146
Annen driftsinntekt	10269	13920	8948	8951	6511
Andre driftskostnader	-12688	-14884	-7418	-6638	-4815
Annen driftsinntekt	-2419	-964	1530	2313	1696
Skatt på annen driftsinntekt	-895	-357	566	636	473
Annen driftsinntekt (etter skatt)	-1524	-607	964	1677	1223
Endring i dagsverdi av avledete finansielle instrumenter				1963	-2303
Annen driftsinntekt (etter skatt elementer)				1963	-2303
Driftsresultat etter skatt	866	8527	8738	21686	7066
Finansiell inntekt	226	301	538	1802	1321
Finansiell kostnad	4113	2911	2706	2756	3075
Netto finansiell kostnad	3887	2610	2168	954	1754
Skatt på finansielle kostnader	1438	966	802	262	489
Netto finansielle kostnader (etter skatt)	2449	1644	1366	692	1265
Fullstendig netto resultat før minoritetsinteresser	-1583	6882	7372	20994	5801
Minoritetsinteresser	313	343	202	178	86
Fullstendig netto resultat/Comprehensive income	-1896	6539	7170	20816	5715

(Loewe, 2006 – 2010)

Vedlegg 10: Omgruppert balanse, Loewe

	2005	2006	2007	2008	2009
Tusener EUR					
Operasjonelle eiendeler					
Immaterielle eiendeler	6008	5485	5964	5890	6539
Tomt, bygninger og maskiner	34855	36269	39642	42559	40084
Skatte eiendel				487	682
Utsatt skattefordel	25730	24131	16382	11322	10939
Inventar	39450	59937	52274	51106	50464
Fordringer	90675	84965	101443	88819	85326
Diverse eiendeler	92	47			
Sum operasjonelle eiendeler	196810	210834	215705	200183	194034
Operasjonelle forpliktelser					
Utsatt skatteforpliktelse	3987	3979	4084	4417	4591
Leverandørgjeld	44717	34212	29874	29008	23077
Forskudd fra kunder	49266	58628	60915	66202	63667
Diverse operasjonelle forpliktelser	827	374			
Sum operasjonelle forpliktelser	98797	97193	94873	99627	91335
Netto operasjonelle eiendeler	98013	113641	120832	100556	102699
Finansielle forpliktelser					
Pensjon	36799	37906	39434	40951	40312
Langsiktige finansielle forpliktelser	6515	4219	3281	2344	94
Kortsiktige finansielle forpliktelser	5362	5782	2258	952	938
Diverse kortsiktige finansielle forpliktelser	6228	6824	7858	9253	12389
Sum finansielle forpliktelser	54904	54731	52831	53500	53733
Finansielle eiendeler					
Finansielle eiendeler	765	728	787	1140	1573
Diverse langsiktige finansielle eiendeler				327	274
Diverse kortsiktige finansielle eiendeler				3914	2070
Kontanter og bankinnskudd	15341	6455	3883	37231	36081
Sum finansielle eiendeler	16106	7183	4670	42612	39998
Netto finansielle forpliktelser	38798	47548	48161	10888	13735
Ordinær egenkapital og minoritetsinteresser	59215	66093	72671	89668	88964
Minoritetsinteresser	1310	1653	1061	1239	1325
Ordinær egenkapital (CSE)	57905	64440	71610	88429	87639

(Loewe, 2006 – 2010)