

07/11/08
" 70 Lagt fram í Héraðsdómi
Reykjavíkur 14 105 2014

Uppkast að verðmatsminnis- blaði - Verkefnið Stone



AFRIT

Til: Gunnar Sigurðsson
Hörður Hafsteinnsson
Frá: Fjárfestingabankadeild - Ísland
Dags.: 1. apríl 2008
Efni: Verkefnið Stone
Verðmat og hlífstæður afvaxtaðs sjóðstreymis

- ◆ Hjá Aurum varð mjög heilbrigður 7,8% vöxtur í sölu eldri eininga rekstrarárið 2007-08. Til samanburðar tilkynntí Signet, skráður samkeppnisaðili, 2% söluaukningu eldri eininga í Bretlandi á sama tímabili.
- ◆ Sala eldri eininga á síðustu mánuðum hefur verið sérlega mikil. Tölur frá febrúar 2008:
 - Goldsmiths: 13,4%
 - Mappin & Web: 23,8%
 - Watches of Switzerland: 30,2%
- * Á næstu fimm árum munu eldri aldurshópar sem hafa meiri ráðstöfunartekjur, 45+, halda áfram að stækka í Bretlandi, en það verður enn meiri vöxtur í aldurshópnum 25-34, besta tímanum til að gifta sig.¹
- ◆ Gert er ráð fyrir að eyðsla neytenda vaxi um 11,2% að ranglíði á tímabilinu 2007-2012.

Helstu fjárhagstölur:

	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08	2008-09E	2009-10E	2010-11E	2011-12E	2012-13E
Sólutekjur (m/vsk)	191.011	187.889	282.591	269.578	311.488	339.842	360.406	382.408	404.071
Hrein sala (án vsk)	162.692	160.115	242.864	257.711	267.956	282.175	310.037	328.964	347.600
EBITDA	15.917	6.945	14.757	14.914	16.028	20.519	25.453	28.809	32.886
Svipting	-4.008	-3.276	-4.464	-4.047	-4.293	-4.887	-5.801	-6.575	-7.373
Skilyrðing						500	1.000	1.500	2.000
EBIT	11.909	2.670	10.293	10.867	11.735	16.162	20.652	23.734	27.513
Vextir	-11.502	-14.462	-15.947	-9.584	-9.095	-8.680	-8.551	-7.777	-6.838
Frs4/Frs17 gjöld	-1.742	-808	-4.439	-562	-558	-545	-517	-442	-100
Springcolor	428	-337	-1.069						
Uppbætur	96	0	-672						
Annað	-5.036								
Hagnaður fyrir skatt	-6.847	-12.937	-11.834	741	2.082	6.727	11.684	15.615	20.775
Skattar									3.751
<i>Vöxtur sölu</i>		-1,6%	50,4%	6,0%	4,0%	9,0%	6,1%	6,1%	5,7%
<i>EBITDA-framlagd</i>	9,8%	3,7%	6,1%	6,8%	6,0%	7,0%	8,2%	8,8%	9,5%
<i>EBIT-framlagd</i>	6,2%	1,4%	3,6%	3,6%	3,8%	4,8%	5,7%	6,2%	6,8%

- ◆ Þessi áætlun gerir ráð fyrir að sala eldri eininga aukist um 3,2% rekstrarárið 2008-09 og 3% næstu 4 ár, sem er mun minna en hefur verið síðustu misseri.

¹ Heimild: Mintel



Verðmat félagsins

Helstu niðurstöður greiningar á afvöxtuðu sjóðstreymi:

	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08	2008-09E	2009-10E	2010-11E	2011-12E	2012-13E
FJARFESTINGARGJÖLD	5.201	4.753	2.236	9.105	7.620	8.500	7.964	8.079	8.746
FJARFESTINGARGJÖLD % af hreinni sölu	3,2%	2,6%	0,9%	3,5%	2,8%	2,9%	2,6%	2,5%	2,5%
Rekstrarfé	19.918	21.910	41.276	36.414	33.036	33.054	31.764	31.419	32.029
% af sölu	12,2%	13,7%	17,0%	14,1%	12,3%	11,3%	10,2%	9,6%	9,2%

Frjálst sjóðstreymi

	2008-09E	2009-10E	2010-11E	2011-12E	2012-13E	Leiðrétt m.t.t. skatta
Hreinn rekstrarhagnaður minus leiðréttir skattar	11.735	16.152	20.652	23.734	23.762	19.259
Afskriftir	4.293	4.867	5.801	6.575	7.373	
Skilyrðing		-500	-1.000	-1.500	-2.000	-2.000
FJARFESTINGARGJÖLD	-7.620	-8.500	-7.964	-8.079	-8.746	
Eignfærsla	3.378	-18	1.290	345	-810	
Frjálst sjóðstreymi	11.785	12.001	18.779	21.075	19.779	15.276
Afvöxtunarpátíur	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	4,75
Afvaxtað frjálst sjóðstreymi	11.050	10.325	14.826	15.268	13.149	

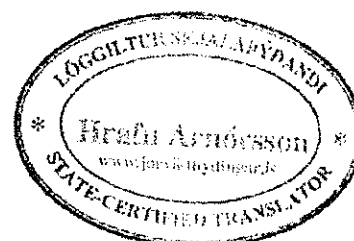
Útreikningur vegins

meðalfjármagnskostnaður	Fyrirtækisvirði	Hlutféll	
Áhættulaus prósentia	5,0%	9,0%	FV/EBITDA 07-08 13,6
Beta	1,40	1,5%	FV/EBITDA 08-09 12,6
Markaðsáhættuálag	5%	64.619	FV/EBITDA 12-13 6,2
Eiginfjármagnskostnaður	12,0%	Frjálst sjóðstreymi eftir 2013	137.900
Skuldakostnaður	8,5%	Fyrirtækisvirði	202.519
Skuldakostnaður (1 - T)	6,0%	Mínus hreinar skuldir	81.314
Meðalskuldahlutféll	50,0%	Hlutabréfaverð	121.205
Veginn meðalfjármagnskostnaður	9,0%		

♦ Rekstrarfé minnkar vegna væntrar minnkunar birgða.

Næmnigreining á hlutabréfaverði

		FRJÁLST SJÓÐSTREYMI 2012-2013							FRJÁLST SJÓÐSTREYMI 2012-2013				
		11.200	13.200	15.200	17.200	19.200			11.200	13.200	15.200	17.200	19.200
Eiginfjárhlutféll	40%	73.387	89.656	105.925	122.194	138.463	Eiginfjármagnskostnaður	13,0%	75.184	91.742	108.301	124.859	141.418
	45%	78.691	95.916	112.941	130.066	147.191		12,5%	79.652	96.933	114.214	131.495	148.776
	50%	84.409	102.464	120.518	138.572	156.627		12,0%	84.409	102.464	120.518	138.572	156.627
	55%	90.596	109.662	128.728	147.794	166.859		11,5%	89.486	108.370	127.254	146.138	165.022
	60%	97.311	117.482	137.653	157.824	177.994		11,0%	94.916	114.692	134.468	154.244	174.020
		EBITDA 2012-2013							Vöxtur eftir 2012-2013				
		24.900	28.900	32.900	36.900	40.900			0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,6%
Eiginfjármagnskostnaður	13,0%	67.453	83.237	109.021	134.805	160.589	Eiginfjármagnskostnaður	13,0%	93.732	100.883	108.931	118.055	128.488
	12,5%	81.318	88.141	114.965	141.789	168.613		12,5%	98.592	106.237	114.871	124.701	135.992
	12,0%	85.432	93.368	121.303	149.238	177.174		12,0%	103.735	111.923	121.205	131.818	144.071
	11,5%	89.823	98.949	128.075	157.201	186.326		11,5%	109.188	117.972	127.973	139.460	152.792
	11,0%	74.518	104.923	135.327	165.731	198.135		11,0%	114.979	124.423	135.220	147.886	162.238



Hliðstæður

Fyrirtæki	Liðabætur	Fjárfestis væði	Fyrirtækis væði	Liðað VH	Verð á milli þóttfærðu væði	EV/ EBIDTA	FV/tekjur á milli 12 mána.	Reði	Þ. v. ána breyting
Signet Group (SIG)	12,31	2.100	2.610	7,60	1,21	5,83	0,67	1,37	-51,3%
Movado Group (MOV)	19,53	509	440	9,64	1,14	5,48	0,78	1,77	-36,1%
Zale Corporation (ZLC)	20	855	990	32,05	1,04	7,70	0,42	1,05	-23,6%
Tiffany & Co. (TIF)	41,94	5.440	5.540	19,07	3,26	9,43	9,43	1,39	-9,5%
Meðaltal		2.225	2.395	17,09	1,66	7,11	2,83	1,40	-30%

\$USM

Heimild: Yahoo finance, 31.03.2008

- ◆ Signet Group Plc. starfar sem sérhæfð skartgripasmásala í Bandaríkjunum og Bretlandi. Félagið rekur búðir í verslanamiðstöðvum undir nöfnunum Kay Jewelers, Jared The Galleria of Jewelry og öðrum svæðisbundnum nöfnum í Bandaríkjunum; og nöfnunum H.Samuel The Jeweler, Ernest Jones, The Diamond and Watch Specialist og Leslie Davis í Bretlandi. Hinn 3. febrúar 2007 rak Signet 1.308 verslanir í Bandaríkjunum og 581 verslun í Bretlandi.
- ◆ Movado Group Inc. stundar framleiðslu, dreifingu og smásölu á úrum og skartgripum. Movado Group selur vörur sínar beint sem og gegnum skartgripaverslanakeðjur, stórmarkaði og net sjálfstæðra dreifingaraðila í Norður-Ameríku, Evrópu, Asíu, Mið-Austurlöndum, Suður-Ameríku og Karíbahafi. Hinn 31. janúar 2007 rak Movado Group 31 Movado-búðir og 30 útsölbúðir. Fyrirtækið var stofnað árið 1961. Það var áður þekkt sem North American Watch Corporation og breytti nafni sínu í Movado Group Inc. árið 1996. Fyrirtækið er með höfuðstöðvar í Paramus í New Jersey.
- ◆ Zale Corporation starfar sem sérhæfð smásala með fina skartgripum. Fyrirtækið starfar á þremur sviðum: Finir skartgripir, söluborðsskartgripir og allt annað. Svið finna skartgripa starfar undir sex vörumerkjum. Hinn 31. júlí 2007 rak fyrirtækið 1471 sérhæfða skartgripaverslun og 793 söluborð í Bandaríkjunum, Kanada og Puerto Rico. Zale Corporation var stofnað árið 1989 og er með höfuðstöðvar í Irving í Texas.
- ◆ Tiffany & Co. í gegnum dótturfélag sín, leggur stund á hönnun, framleiðslu og smásölu á finum skartgripum. Fyrirtækið selur einnig vörur sínar í verslunum og söluborðum Tiffany & Co. í stórmörkuðum, sem og með vörusölu milli fyrirtækja, á netinu og í heildsöluverslunum á alþjóðavettvangi. Hinn 31. janúar 2007 rak Tiffany & Co. u.þ.b. 167 verslanir um allan heim. Fyrirtækið var stofnað árið 1837 og er með aðsetur í New York-borg í New York-fylki.

Nýleg skartgripaviðskipti M&A

- ◆ 10.03.2008. Stjórnendur Pandora Jewellery, skartgripasmásölu í Danmörku, keyptu félagið í útkaupaviðskiptum stjórnenda með stuðningi frá Axcel Industrilinvestor, óskráðu dönsku fyrirtæki, fyrir ólíggreinda upphæð. Danska dagblaðið Børsen áætlaði verðið í kringum DKK 1 ma. Núverandi eigendur og æðstu stjórnendur vilja fjárfesta með Axcel og munu eiga 40% hlut í nýja félaginu en Axcel mun taka þau 60% sem eftir standa. Árstekjur Pandora voru u.þ.b. DKK 1,1 ma. Viðskiptin eru í samræmi við þá stefnu Pandoru að styrkja stöðu félagsins á núverandi mörkuðum sem og að auka framleiðslu í Tailandi, Bandaríkjunum og Kanada.

– Útgangsmargfeldi: 17.6xEBIDTA(06), 22.5xHagnaður(06)

- ◆ 12.09.2007. Morellato & Sector Spa, ítalskur hönnuður og framleiðandi lúxusúra og skartgripa, hefur eignast Diffusione Italiana Preziosi (DIP), ítalskan rekstraraðila Blue Spirit skartgripaverslanakeðjunnar, frá Area Impresa Gestioni SGR SpA, ítölsku óskráðu fyrirtæki og Meliorbanca SpA, skráðri ítalskri bankasamtæðu, fyrir samtals EUR 60m kaupverð. DIP hafði EUR 43m veltu árið 2006 og 287 sölustaði um allan heim. Kaupin eru í samræmi við þá stefnu Morellato að stækka á heimsvísu með áherslu á Evrópu. Starfsemi DIP í 10 löndum í heiminum, þ.m.t. á Ítalíu og Spáni, í Portúgal og Þýskalandi, mun hjálpa Morellato að ná þessu markmiði.

– Útgangsmargfeldi: 1.4xTekjur(06), 22xEBIDTA(05)

- ◆ 02.08.2007. Fields Ltd., írsk skartgripasmásölukeðja, hefur keypt Fraser Hart Limited, breska skartgripasmásölu, fyrir GBP 40m áætlað lágmarksaupverð. Fraser Hart hefur 31 verslun og yfir 500



starfsmenn. Eftir kaupin munu hin sameinuðu fyrirtæki reka 50 verlanir í Bretlandi og Írlandi með 800 starfsmenn og veltu yfir EUR 120m. Kaupin munu gefa Fields sterka og stóra stöðu á breska markaðnum.

- Útgangsmargfeldi: 0.7xTekjur(06), 5.6xEBITDA(06) and 10.0xHagnaður(06)

Efnahagsreikningur

	2004-05	2005-06	2006-07	2007-08	2008-09E	2009-10E	2010-11E	2011-12E	2012-13E
FASTAFJÁRMUNIR	18.636	18.750	18.474	21.053	24.380	28.913	30.177	31.681	33.053
VIÐSKIPTAVILD	79.251	81.403	78.742	78.742	78.742	78.742	78.742	78.742	78.742
Birgðir	64.668	69.146	102.030	107.133	99.347	98.497	99.236	100.415	102.036
Skuldarar	10.560	12.055	17.399	15.084	15.471	15.569	15.770	15.978	16.190
Lánardrottnar	-49.528	-53.585	-72.552	-79.126	-74.024	-72.754	-74.484	-75.714	-76.439
VSK	-5.782	-5.706	-5.601	-6.677	-7.758	-8.258	-8.758	-9.258	-9.758
REKSTRARFÉ	19.918	21.910	41.276	36.414	33.036	33.054	31.764	31.419	32.029
Frestaður skattur	-1.024	0	0	0	0	0	0	0	0
Núverandi skattur	-393	-399	-329	-417	-417	-417	-417	-417	-4.188
FRS 4 kostnaður	3.524	2.839	2.124	1.667	1.209	764	347	5	0
FRS 17 lífeyrishalli	-4.582	-6.140	-3.764	-3.224	-2.744	-2.264	-1.784	-1.304	-824
ANNAD	-2.475	-3.700	-1.988	-1.974	-1.952	-1.917	-1.864	-1.716	-4.992
REKSTRAREIGNIR	115.329	118.363	136.523	134.235	134.206	137.892	138.829	140.126	138.832
Hiutfé	42.697	46.834	74.849	74.848	74.849	74.849	74.849	74.849	74.849
Sítrig/Frs17	0	0	1.955	1.537	0	0	0	0	0
Varasjóðir yfirfærðir	1.715	-11.844	-26.134	-24.179	-21.927	-19.845	-13.118	-2.444	13.071
Rekstrarreikningur - Ár	0	0	0	715	2.082	6.726	10.875	15.514	20.774
Skattlagning									-3.751
HREINT VIRÐI	44.412	34.990	50.670	52.922	65.004	61.730	72.406	87.919	104.943
BOS Senior A	41.000	39.000	42.500	39.500	34.500	27.000	15.500	0	0
LB senior B		5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	0
LB Milllags	31.964	36.152	30.072	32.698	35.622	38.807	42.277	46.057	50.175
Bundið hreint (reiðufé)	-2.671	-2.999	-2.762	-3.075	-3.075	-3.075	-3.075	-3.075	-3.075
Lánavextir stjómenda		0	2.693	2.693	2.693	2.693	2.693	2.693	2.693
Hlaupalánssamningur/Reiðufé	624	6.220	8.350	4.498	4.462	5.736	4.028	1.532	-15.905
HREINAR SKULDIR	70.917	83.373	85.853	81.314	79.202	76.161	66.423	52.207	33.888
NOTADIR FJÁRMUNIR	115.329	118.363	136.523	134.236	134.206	137.891	138.829	140.126	138.831



Vöskiptahlutföll

Vöskiptahlutföll - Markaðsgagn frá 20. mars 2008

	Hlutefjár- verð (staðbundinn skjalaféll)	Hlutefjár- Markaðs- verð (£m)	Fyrirtekis- virði (£m)	Afsáttur m.v. 52 vikna hagildi	FV-sala laggildi	FV/EBITDA 07-09E	FV/EBITDA 08-09E	FVEBIT 07-09E	FVEBIT 08-09E	V/H 07-09E	V/H 08-09E	EBITDA álag 07-09E	EBIT álag 07-09E	CAGR 08A-09E Sala EBITDA	PEG 07-09E				
Hennes & Mauritz	SEK 330,00	22.885	20.953	(26,7)%	10,6%	3,18x	2,81x	12,3x	10,7x	13,6x	11,8x	19,6x	17,0x	13,9%	16,9%	20,5%	1,4		
Inditex	EUR 32,93	16.053	15.888	(38,9)%	6,2%	2,07x	1,79x	9,3x	8,0x	12,1x	10,4x	16,7x	14,6x	17,7%	19,1%	19,4%	1,1		
Nästa	GBP 11,08	2.225	2.983	(55,8)%	0,0%	0,90x	0,89x	4,7x	4,7x	5,6x	5,8x	6,7x	6,8x	1,5%	2,3%	8,5%	0,7		
Burberry Group	GBP 4,16	1.828	1.918	(42,7)%	14,3%	2,04x	1,85x	8,7x	7,7x	10,4x	8,9x	13,9x	12,1x	12,1%	9,4%	11,2%	1,3		
Gant Company	SEK 315,00	439	458	(7,4)%	40,9%	4,00x	3,51x	18,0x	16,3x	19,4x	17,5x	28,8x	24,8x	10,2%	13,8%	14,0%	1,7		
Mothercare	GBP 3,89	341	339	(10,6)%	23,1%	0,52x	0,48x	7,2x	6,1x	12,2x	10,1x	14,8x	13,4x	22,1%	27,5%	12,3%	Oupp		
Kappahl	SEK 54,00	337	445	(24,8)%	29,8%	1,18x	1,11x	6,4x	5,9x	8,5x	7,8x	10,2x	9,3x	17,6%	21,8%	11,5%	0,8		
New Wave	SEK 42,70	235	431	(91,8)%	3,1%	1,24x	1,08x	11,3x	9,1x	12,8x	10,3x	12,7x	10,2x	9,1%	9,9%	8,0%	Oupp		
Ted Baker	GBP 4,10	175	162	(36,3)%	2,0%	1,15x	1,08x	6,0x	5,6x	7,3x	6,8x	11,4x	10,3x	18,3%	13,8%	12,0%	1,9		
Hermes	SEK 66,50	162	176	(55,2)%	23,1%	1,34x	1,19x	7,3x	6,4x	9,5x	8,1x	9,2x	8,8x	30,6%	36,9%	33,3%	Oupp		
Rib Retail	SEK 31,90	151	219	(67,4)%	26,6%	0,75x	0,72x	10,0x	9,4x	10,3x	9,7x	15,8x	14,7x	28,7%	36,9%	29,0%	Oupp		
Bjorn Borg	SEK 66,00	137	122	(58,6)%	4,8%	2,96x	2,65x	10,0x	8,8x	10,8x	9,9x	15,2x	13,9x	14,9%	12,8%	8,6%	3,9%		
Manneko	EUR 14,00	92	89	(24,0)%	11,5%	1,46x	1,37x	5,9x	5,5x	7,0x	6,4x	11,1x	9,5x	17,2%	14,7%	27,9%	Oupp		
Fenix Outdoor	SEK 66,25	75	72	(55,2)%	26,4%	1,02x	0,93x	10,5x	9,6x	12,9x	11,8x	19,8x	17,0x	13,0%	10,6%	11,6%	Oupp		
Milberry	GBP 1,27	73	66	(9,0)%	0,0%	1,36x	1,19x	5,9x	5,5x	7,0x	6,4x	11,1x	9,5x	4,1%	0,7%	24,7%	Oupp		
French Connection	GBP 0,75	72	23	(71,3)%	0,0%	0,10x	0,09x	2,4x	1,7x	14,6x	4,6x	52,8x	15,8x	7,9%	Oupp	Oupp	Oupp		
Liberty	GBP 3,10	70	80	(8,8)%	5,1%	1,74x	0,24x	4,1x	3,8x	9,4x	7,9x	37,7x	33,6x	6,1%	2,7%	1,8%	3,8%	(28,6)%	
Moss Bros	GBP 0,46	44	33	(38,9)%	46,8%	0,25x	0,24x	1,6x	1,6x	2,1x	1,9x	5,8x	4,8x	5,3%	4,1%	(5,8)%	0,4%	26,1%	
Alexon Group	GBP 0,97	44	26	(61,9)%	54,4%	0,08x	0,09x	42,3x	16,1x	Överul.	59,3x	Överul.	Överul.	1,9%	(2,1)%	(1,8)%	211,2%	Oupp	
Waterford	EUR 0,01	42	460	(95,7)%	0,0%	0,80x	0,79x	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	
Jacques Vert	EUR 0,12	24	23	(54,6)%	34,2%	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	
Wednes Skór	SEK 3,67m	19	35	(71,9)%	9,0%	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	Öppg.	
Méðaltal				(43,5)%	16,9%	1,31x	1,25x	9,8x	7,6x	10,5x	11,5x	17,4x	13,8x	13,9%	12,4%	23,8%	13,0%	1,4	
Miróagildi				(47,2)%	11,0%	1,21x	1,08x	8,7x	7,7x	10,4x	9,1x	14,5x	12,8x	15,1%	13,6%	11,6%	11,4%	12,1%	1,3

