



Universitetet
i Stavanger

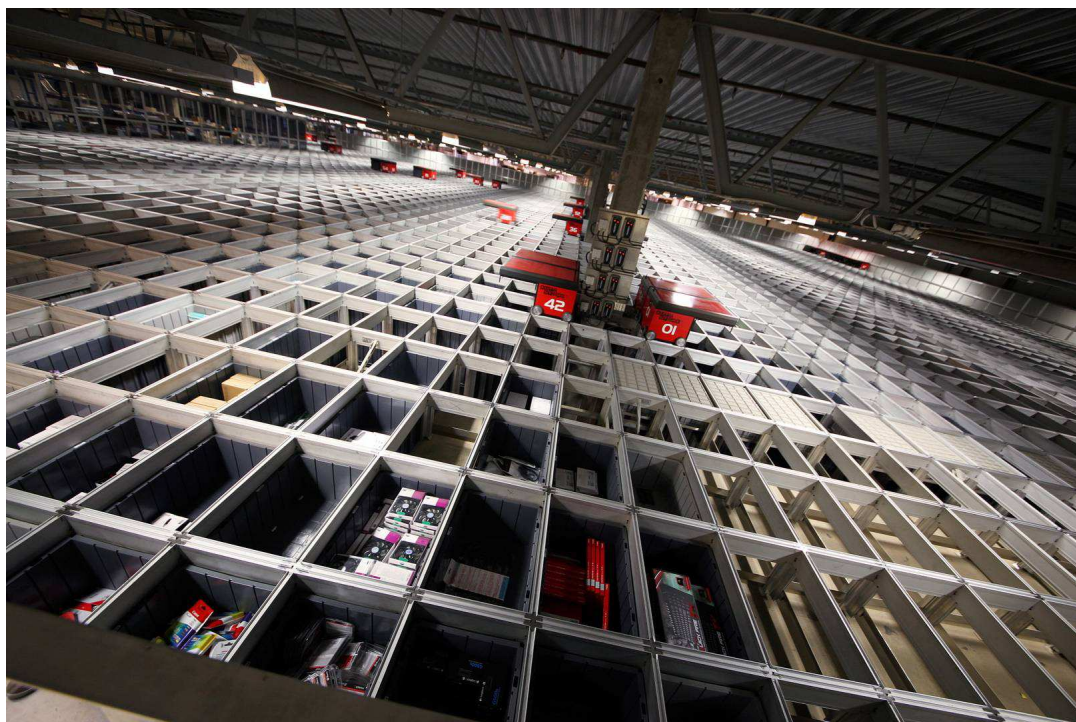
Verdsettelse av Komplett Services AS

Av: Ola Nygaard

15.06.15

Masterutredning i spesialiseringen: Anvendt Finans

Veileder: Bernt Arne Ødegaard





Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:
Master i Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:
Anvendt Finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL:
Verdivurdering av Komplet Services AS

ENGELSK TITTEL:
A valuation of Komplet Services AS

FORFATTER(E)

VEILEDER:

Studentnummer:

211864

.....

.....

Navn:

Ola Nygaard

.....

.....

Professor Bernt Arne Ødegaard

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2015 Underskrift administrasjon:.....

1. Sammendrag

Jeg har gjennomført en verdsettelse av selskapet Komplet Services AS på grunnlag av analyser av strategi, konkurrenter, historisk regnskap og prognostisert fremtidig regnskap. Konklusjonen er et resultat av den diskonterte frie kontantstrømmen basert på total kapitalmetoden. Regnskapet har blitt budsjettert frem til år 2023.

Egenkapitalen til Komplet Service AS har blitt verdsatt til kr. 857.151.522 eller kr. 952.391 per aksje. Verdsettelsen gir mening basert på strategisk og økonomisk analyse.

Oppgaven baserer seg i hovedsak på offentlig tilgjengelig data hentet fra Brønnøysundregistrene og Proff.no.

I tillegg har jeg lagt vekt på den strategiske analysen som er brukt til å forstå Kompletts potensiale til å være lønnsom og vokse i et marked med høy konkurranse. Dersom min strategiske analyse hadde stilt Komplet i en dårlig situasjon ville mine fremtidsprognoser ikke presentert like bra tall.

Komplet Services AS er et solid og spennende selskap. Det vil være en glede å følge utviklingen til dette selskapet i årene som kommer.

2. Forord

Denne avhandlingen er en del av min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Jeg har tatt hele min utdanning ved UiS og er nå ved slutten av mitt femte år. Jeg valgte anvendt finans som utdypende retning mine to siste år.

Dette har vært en svært givende prosess for min del. Jeg har fått mulighet til å bruke svært mye teori fra MØA370, Valuation. I tillegg har jeg fått anledning til å vise frem mange av de ferdighetene jeg har opparbeidet i løpet av denne utdannelsen. Jeg er spesielt glad for valgfaget MIN240 Beslutningsanalyse som gjorde alt arbeidet i Excel mye lettere. Jeg ønsker å takke Ole Vinje, daglig leder for Komplett AS og Komplett Services AS, som har tatt seg tid til å møte meg og svare på mine spørsmål. Denne hjelpen har gjort hele prosessen mye mer interessant for min del.

Arbeidet med oppgaven var svært omfattende og ble undervurdert fra min side. Arbeidet tok en del lengre tid enn hva jeg hadde forventet. Den største frustrasjonen har jeg støtt på i slutfasen av prosjektet når mange selskaper har begynt å offentliggjøre regnskapene for 2014. Jeg hadde et ønske om at Komplett skulle offentliggjøre sine tall før min innleveringsfrist slik at vurderingen min hadde holdt seg fersk i en lengre periode. I skrivende dato er kun regnskapsåret 2013 tilgjengelig og oppgaven vil dermed foreldes i løpet av kortere tid.

Til slutt vil jeg takke min veileder, professor Bernt Arne Ødegaard, som har vært tilgjengelig og til god hjelp for meg. Det setter jeg stor pris på. Jeg ønsker også å takke familie og kjæreste som har kommet med innspill, vært støttende og vist stor tålmodighet, takk.

3. Motivasjon bak oppgaven

Sommeren 2014 deltok jeg i et program hos Universitet i Oslo som heter Gründerskolen¹. I den anledningen fikk jeg reise til Singapore for å studere ved National University of Singapore på kveldstid og delta i et internship på dagtid. Det var opp til oss selv å finne en arbeidsplass som ønsket å bruke oss som intern. Det eneste kravet var at selskapet måtte være nystartet siden dette studieprogrammet handler om entreprenørskap.

Jeg fikk jobb i et selskap som heter SG PC Mart² som var et lite selskap med tre eiere og en deltidsansatt. Selskapet hadde planer om å starte en netthandel som skulle selge datakomponenter og annet småelektrisk utstyr og hadde foreløpig nesten ingen planer om hvordan de ønsket å gå frem videre. Selskapet hadde i praksis ingen kapital og en ansatt som jobbet uten lønn i håp om bedre tider. I begynnelsen delte jeg kontor med den ene ansatte og en annen Singaporsk intern på min alder. Ledelsen besto av tre kamerater i 30-årene som alle hadde fulltidsjobber og var derfor lite involvert i våre daglige arbeidsoppgaver.

Etter noen uker måtte den eneste ansatte forlate oss på grunn av uenigheter med ledelsen og der ble vi sittende, to studenter. Prosessen var utrolig lærerik og artig. I løpet av den første måneden fikk vi bygget opp en nettside med et lite utvalg produkter og satt opp betalingsløsning for å deretter åpne siden for handel. De neste to månedene brukte vi på å behandle ordrer og fortsette utviklingen av nettportalen fortløpende. Når mitt internship var over hadde vi nådd en omsetning på ca. 200.000 NOK, noe vi var kjempefornøyd med!

Jeg fikk fem gode venner ut av denne opplevelsen, men viktigst av alt en opplevelse jeg aldri ville vært foruten. Jeg er i utgangspunktet svært opptatt av datakomponenter og lignende «gadgets», men denne opplevelsen gjorde at jeg ble svært interessert i bransjen generelt.

Når jeg kontaktet Ole Vinje og spurte om han ønsket et mastersamarbeid ble jeg tatt i mot med åpne armer, noe jeg satte utrolig stor pris på. For meg var det altså ikke vanskelig å finne tematikk og problemstilling for min masteroppgave.

¹ <http://grunderskolen.no/>

² <http://sgpcmart.com/>

4. Innholdsfortegnelse

1.	SAMMENDRAG	3
2.	FORORD.....	4
3.	MOTIVASJON BAK OPPGAVEN	5
4.	INNHOLDSFORTEGNELSE	6
5.	FIGURER.....	12
6.	TABELLER	13
7.	PROBLEMSTILLING OG OPPGAVENS STRUKTUR.....	14
8.	PRESENTASJON AV KOMPLETT SERVICES AS	15
9.	PRESENTASJON AV BRANSJEN	18
10.	STRATEGISK ANALYSE	20
10.1	PORTER'S FIVE FORCES MODEL.....	20
10.1.1	<i>Trusselen fra kunder.....</i>	<i>21</i>
10.1.2	<i>Trusselen fra substitutter.....</i>	<i>22</i>
10.1.3	<i>Trusselen fra leverandører.....</i>	<i>22</i>
10.1.4	<i>Nye konkurrenter.....</i>	<i>23</i>
10.1.4.1	Stordriftsfordeler	23
10.1.4.2	Merkenavn.....	24
10.1.5	<i>Bransjens interne konkurranse.....</i>	<i>25</i>
10.1.6	<i>Oppsummering</i>	<i>26</i>
10.2	SWOT ANALYSE.....	26
10.2.1	<i>Styrker</i>	<i>27</i>
10.2.2	<i>Svakheter</i>	<i>28</i>
10.2.3	<i>Muligheter.....</i>	<i>29</i>
10.2.4	<i>Trusler.....</i>	<i>29</i>

10.3	OPPSUMMERING AV STRATEGISK ANALYSE.....	30
11.	VERDSETTELSESMETODER.....	31
11.1	MULTIPLIKATORER.....	31
11.1.1	<i>P/E metoden.....</i>	<i>32</i>
11.1.2	<i>EV/Salg.....</i>	<i>33</i>
11.1.3	<i>EV/EBITDA.....</i>	<i>33</i>
11.1.4	<i>EV/EBIT.....</i>	<i>34</i>
11.2	KONTANTSTRØMBASERT VERDSETTELSE.....	34
11.2.1	<i>Diskontert kontantstrøm.....</i>	<i>34</i>
11.2.1.1	<i>Egenkapitalmetoden.....</i>	<i>36</i>
11.2.1.2	<i>Totalkapitalmetoden.....</i>	<i>38</i>
11.2.2	<i>Economic Value Added (EVA).....</i>	<i>40</i>
11.2.3	<i>Adjusted present value.....</i>	<i>41</i>
11.2.4	<i>Valg av metode.....</i>	<i>42</i>
11.3	NØKKELPARAMETRE FOR DCF-METODEN.....	44
11.3.1	<i>Weighted average cost of capital (WACC).....</i>	<i>44</i>
11.3.2	<i>Capital Asset Pricing Model (CAPM).....</i>	<i>45</i>
12.	REGNSKAPSANALYSE.....	47
12.1	AVGRENSNINGER.....	47
12.1.1	<i>Tidsperiode.....</i>	<i>47</i>
12.1.2	<i>Inkluderte selskap.....</i>	<i>48</i>
12.2	PRESENTASJON AV AV REGNSKAPET.....	49
12.2.1	<i>Resultatregnskap 2009 – 2013.....</i>	<i>50</i>
12.2.2	<i>Balanse, Eiendeler fra 2009 – 2013.....</i>	<i>51</i>

12.2.3	<i>Balanse, gjeld og egenkapital 2009 – 2013</i>	53
12.3	OMGRUPPERING AV REGNSKAPET	54
12.3.1	<i>Omgruppert og justert balanse</i>	55
12.3.1.1	Egenkapital	56
12.3.1.2	Pensjonsavsetning.....	56
12.3.1.3	Leiekostnader	57
12.3.1.4	Vurdering av avsetning på tap og garantier	60
12.3.1.5	Ukuransavsetning	60
12.3.2	<i>Omgruppert og justert resultatregnskap</i>	61
12.3.2.1	Driftsrelatert skattesats	61
12.3.2.2	Avskrivning og amortisering	62
12.3.2.3	Justering av driftsinntekter.....	63
12.3.2.4	Endringer i avkastning på sysselsatt kapital.....	63
13.	NØKKELTALLANALYSE	65
13.1	RISIKOANALYSE.....	65
13.1.1	<i>Likviditet</i>	65
13.1.2	<i>Soliditet</i>	69
13.1.3	<i>Konklusjon av risikoanalyse</i>	72
13.2	LØNNSOMHETSANALYSE.....	72
13.2.1	<i>Totalkapitalrentabilitet</i>	73
13.2.2	<i>Egenkapitalrentabilitet</i>	75
13.2.3	<i>Resultatgrad</i>	76
13.2.4	<i>Totalkapitalens omløpshastighet</i>	77
13.2.5	<i>Konklusjon av lønnsomhetsanalyse</i>	78

14. HISTORISK VEKST. GRUNNLAG FOR PROGNOSE	80
14.1 VEKST I EGENKAPITAL	80
14.2 VEKST I DRIFTSINNTEKTER	81
14.3 FORDERLING AV DRIFTSKOSTNADER.....	83
14.4 BALANSE PÅ GRUNNLAG AV DRIFT.....	84
14.4.1 Varelagerbygg.....	85
14.4.2 Fordringer og forskuddsbetalte kostnader.....	86
14.4.3 Varebeholdning og leverandørgjeld	86
14.4.4 Driftsrelaterte anleggsmidler.....	87
14.4.5 Offentlige avgifter og skatt.....	88
14.4.6 Finansiell gjeld	89
14.5 KONKLUSJON AV HISTORISK VEKST	89
15. FREMTIDSPROGNOSER.....	91
15.1 PROGNOTISERT RESULTATREGNSKAP.....	92
15.1.1 Prognostiserte driftsinntekter	92
15.1.2 Beregning av finansposter	95
15.1.3 Skattekostnad	96
15.1.4 Prognostisert resultatregnskap.....	96
15.2 PROGNOTISERT BALANSE	97
15.2.1 Andre finansielle eiendeler	97
15.2.2 Bankinnskudd.....	97
15.2.3 Egenkapital.....	98
15.2.4 Prognostisert balanse	98

15.3	ESTIMERT FRI KONTANTSTRØM OG ROIC	99
16.	AVKASTNINGSKRAV	100
16.1	AVKASTNINGSKRAV PÅ EGENKAPITAL (CAPM)	100
16.1.1	<i>Risikofri rente</i>	100
16.1.2	<i>Markedets risikopremie</i>	101
16.1.3	<i>Beta</i>	102
16.1.3.1	Bransjebeta	103
16.1.3.2	Regresjonsanalyse av Komplet ASA	103
16.1.3.3	Valg av beta	104
16.1.4	<i>Beregning av CAPM</i>	105
16.2	AVKASTNINGSKRAV PÅ GJELD	105
16.3	BEREGNING AV WACC	106
17.	VERDSETTELSE.....	107
17.1	VERDSATT KONTANTSTRØM.....	107
17.2	VERDSETTELSE BASERT PÅ MULTIPLIKATORANALYSE	108
17.2.1	<i>P/E metoden</i>	109
17.2.2	<i>EV/EBITDA metoden</i>	109
18.	SENSITIVITETSANALYSE.....	111
18.1	BETA	111
18.2	WACC	112
18.3	ENDRINGER I WACC OG ROIC.....	113
19.	KONKLUSJON	114
20.	LITTERATURLISTE	115
21.	INTERNETTKILDER.....	116

22.	VEDLEGG	119
22.1	VEDLEGG NR. 1: ORGANISASJONSKART	119
22.2	VEDLEGG NR. 2: RESULTATREGNSKAP 2009 – 2013	120
22.3	VEDLEGG NR. 3: BALANSE, EIENDELER 2009 – 2013	121
22.4	VEDLEGG NR. 4: BALANSE, GJELD OG EK 2009 – 2013	122
22.5	VEDLEGG NR. 5: OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSE	123
22.6	VEDLEGG NR. 6: OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTAT	124
22.7	VEDLEGG NR. 7: AVSKRIVNING OG AMORTISERING	125
22.8	VEDLEGG NR. 8: PROGNOSTISERT RESULTATREGNSKAP	127
22.9	VEDLEGG NR. 9: PROGNOSTISERT BALANSE.....	128
22.10	VEDLEGG NR. 10: PROGNOSTISERT BALANSE OMGRUPPERT.....	129
22.11	VEDLEGG NR. 11: ROIC OG FCF	130
22.12	VEDLEGG NR. 12: DISKONTERT FRI KONTANTSTRØM.....	131
22.13	VEDLEGG NR. 13. REGRESJONSANALYSE	132

5. Figurer

Figur 1: Justert og ujustert ROIC	63
Figur 2: Likviditetsgrad 1.....	66
Figur 3: Likviditetsgrad 2.....	67
Figur 4: Varelagerets omløpshastighet.....	68
Figur 5: Egenkapitalprosent	69
Figur 6: Gjeldsgrad.....	70
Figur 7: Rentedekningsgrad	71
Figur 8: Totalkapitalrentabilitet	73
Figur 9: Egenkapitalrentabilitet.....	75
Figur 10: Resultatgrad.....	77
Figur 11: Totalkapitalens omløpshastighet	78
Figur 12: Vekst i driftsinntekter	82
Figur 13: Bruttofortjeneste	84
Figur 14: Salgsvekst i %.....	93
Figur 15: Justert salgsvekst i %	94
Figur 16: Beta sensitivitet	111
Figur 17: WACC sensitivitet.....	112

6. Tabeller

Tabell 1: Verdi av kapitalisert leiekontrakt (tall i 1000).....	59
Tabell 2: Garanti og tapsavsetning (tall i 1000).....	60
Tabell 3: Driftsrelatert skattesats (tall i 1000).....	62
Tabell 4: Justert og ujustert ROIC.....	63
Tabell 5: Vekst i egenkapital.....	80
Tabell 6: Justert vekst i egenkapital	81
Tabell 7: Vekst i driftsinntekter.....	82
Tabell 8: Fordeling av driftskostnader	83
Tabell 9: Kostnadsfordeling	83
Tabell 10: Kostnad av varelagersystem.....	85
Tabell 11: Fordeling av fordringer	86
Tabell 12: Fordeling av varebeholdning og leverandørgjeld	86
Tabell 13: Fordeling av anleggsmidler.....	87
Tabell 14: Fordeling av offentlige avgifter og skatt.....	88
Tabell 15: Fordeling av finansiell gjeld	89
Tabell 16: Salgsvekst i prosent.....	93
Tabell 17: Justert salgsvekst i %	94
Tabell 18: Beregning av finansposter.....	95
Tabell 19: Beregning av finansielle eiendeler.....	97
Tabell 20: Statsobligasjoner	100
Tabell 21: Beta	104
Tabell 22: CAPM	105
Tabell 23: Gjeldsrente	105
Tabell 24: Verdi av Komplett Services AS	108
Tabell 25: P/E metoden	109
Tabell 26: EV/EBITDA metoden.....	110
Tabell 27: Sensitivitet: WACC og ROIC (tall i 1000).....	113
Tabell 28: Verdsettelsesresultater	114

7. Problemstilling og oppgavens struktur

Formålet med oppgaven er å presentere en verdsettelse selskapet Komplett Services AS som er nøye forklart med nødvendige forutsetninger.

Hva er verdien på selskapet Komplett Services AS?

Svaret vil bygge på analyse av strategi, historisk regnskap og fremtidsprognoser.

Oppgaven er bygget opp i seksjoner. Første del av oppgaven er en strategisk analyse som skal hjelpe oss å identifisere viktige verdidrivere som kan føre til økt eller redusert lønnsomhet i fremtiden. Den neste delen av oppgaven vil se på den økonomiske teorien som blir lagt til grunn og forklarer mitt valg av verdsettelsesmetode. Videre gjøres det en regnskapsanalyse og presentasjon av det historiske regnskapet. I denne delen vil alle nødvendige korrigeringer gjennomføres. Neste kapittel består av nøkkeltallanalyser av Komplett Services AS sammenlignet med resten av bransjen. Videre ser vi på den historiske veksten og bruker denne til å prognostisere et fremtidig regnskap. Deretter kommer vi til selve verdsettelsen og til sist en sensitivitetsanalyse som avdekker de mest sensitive komponentene i modellen.

8. Presentasjon av Komplet Services AS

Komplett Services AS er et datterselskap i konsernet Komplet AS. Konsernets største eier er Stein Erik Hagen og familie som kjøpte majoriteten av selskapet i 2011 noe som gjorde at selskapet ble tatt av Oslo Børs.

For organisasjonskart se vedlegg nr. 1.

Her er en tidslinje med de viktigste hendelsene som har skjedd i Komplet AS (morselskap) sin historie:

- 2000: Noteres på Oslo Børs.
- 2002: Komplet utvider sin drift til flere land utenfor Skandinavia.
- 2005: Lanserer for første gang konsumentlån, eller kundekreditt.
- 2007: Komplet.no Arena bygges. Dette er Sandefjord Fotball sin hjemmebane.
- 2007: Komplet fusjonerer med MPX som for tiden var største konkurrent. Ole Vinje tar over stillingen som daglig leder for konsernet.
- 2008: Driften i Storbritannia, Tyskland, Østerrike og Frankrike legges ned.
- 2010: Driften i Nederland, Belgia og Irland selges. Komplet har offisielt trukket seg tilbake til Skandinavia.
- 2010: Samarbeid med Jernia inngås som Komplet blant annet bruker som pick-up points.
- 2011: Kjøper 40% av aksjene i Norsk Bildelsenter.
- 2012: Kjøper seg inn i blush.no, Nettbutikk for kosmetikk.
- 2013: Kjøper hele blush.no og integrerer driften i Komplet Services AS.
- 2014: Komplet Bank ASA lanseres med Komplet AS som medeier.
- 2015: Kjøper 60% av den tyske elektronikkforhandleren Comtech.

Kompletts visjon er at deres butikk skal være «det selvsagte valget».³ Komplet ønsker ikke være en butikk for «nerder» og spesielt interessert slik som de fremstod i begynnelsen.

³ <http://www.komplet.com/no/komplet-group/visjon-og-verdier/> Lastet ned 12.06.15

Komplett ønsker å være førstevalget for alle uansett om det skal være hvitevarer, en tv, sminke eller datakomponenter.

I dag har Komplett Services AS tre salgskanaler. Komplett.no er myntet på forbrukere. Mpx.no er mer eller mindre det samme som førstnevnte bare beregnet på bedriftskunder. Blush.no er deres nyeste oppkjøp og selger kosmetikk. Når vi senere i oppgaven snakker om Komplett Services AS' driftsinntekter så inkluderer dette alle tre salgskanalene.

Komplett selger varer til både sluttbrukere og andre leverandører og butikker.

Komplett har prøvd seg i Europa, men feilet. Dette var en stor nedtur for daglig leder, Ole Vinje, i følge et intervju med tek.no i 2013.⁴ Jeg var så heldig å fikk et møte med Ole Vinje 13.02.15 rett etter at pressemeldingen om kjøpet av Comtech i Tyskland gikk ut. Da jeg satte meg ned med Vinje hadde jeg fortsatt ikke fått med meg nyheten fordi jeg reiste rett fra flyplassen til Kompletts lokaler. Det ble et interessant møte og Vinje kunne fortelle meg at de hadde revurdert bestemmelsen om å ikke operere i Europa lengre, men at denne gangen skulle det fungere annerledes. Tidligere har Komplett prøvd å etablere seg fra bunnen av med sitt eget merkenavn. Denne gangen har de kjøpt et stort og veletablert selskap som skal fortsette å operere under navnet Comtech og ikke Komplett.

Andre interessante strategier fra Komplett AS er oppkjøpet av Norsk Bildelsenter AS og investeringen i Komplett Bank ASA. Norsk Bildelsenter AS har lite til felles med forbrukervarene Komplett ellers involverer seg i. Dette viser at Komplett har et vidt spekter og ønsker å være representert i store deler av markedet. Investeringen i Komplett Bank ASA følger samme strategi som Norwegians investering i Bank Norwegian. Banken skal være en «pengesekk» for selskapet og generere finansielle inntekter uten av at Komplett trenger å involvere seg for mye. Komplett Bank ASA er en bank som skal hente inntekter fra små til mellomstore forbrukslån og i tillegg gi god sparerente på innskudd. Bank Norwegian ble stiftet i 2007 og gikk med underskudd de to første årene. Nå, i 2013, har banken en omsetning på 700 millioner kroner og 332 millioner kroner i resultat før skatt.

⁴ <http://www.tek.no/artikler/intervju-ole-vinje/153841> Lastet ned 12.06.15

Denne presentasjonen har handlet om både morselskapet og datterselskapet. Det er viktig å presisere at det er Komplett Services AS (datter) som skal verdsettes.

9. Presentasjon av bransjen

Komplett Services AS opererer i en bransje med veldig mange aktører. Bransjen består også av to salgskanaler; internett og butikk. Butikkene har stort generelt utvalg, men spesialiserer seg i liten grad. Nettbutikkene har ofte et større og mer spesialisert utvalg, men opererer ofte med færre varegrupper.

De største konkurrentene til Komplett er de store elektronikkvarehusene Elkjøp, Lefdal, Expert, Siba og Euronics. Disse kjedene har mange små utsalgssteder, men fokuserer i nyere tid i større grad på sine såkalte «megastores» som er gigantiske varehus/butikker lokalisert i store byer. Disse kjedene fokuserer på et generelt, men bredt utvalg. Typisk varer som selges er telefoni, data, lyd, bilde, hvitevarer og alt småelektrisk innen hjem og fritid. Disse kjedene har de siste årene begynt å satse stort på sine internettportaler som betyr at dette er den eneste delen av bransjen som er representert både på internett og i fysisk butikk.

De mindre konkurrentene til Komplett er mer spesialiserte nettbutikker. Mange av disse selger gjerne datakomponenter, kontorutstyr, tilbehør og småvarer, men holder seg vekke fra større ting som hvitevarer. Noen av disse konkurrentene er netonnet.no, dustinhome.no, cdon.com, digitalimpuls.no og proshop.no. Netonnet er et stort selskap og en reell konkurrent. De andre selskapene er ekstremt små i forhold til Komplett. Disse betyr likevel ekstremt mye for prisnivået i bransjen, men kan vanskelig sammenlignes med Komplett på grunn av enorm størrelsesforskjell. Denne delen av bransjen er lite presentert i produktgrupper som hvitevarer, hjem og fritid. Her skiller Komplett seg ut som nå tilsynelatende har begynt å satse stort på hvitevarer.

Det er mulig at Komplett har konkurrenter i kosmetikkbransjen, men jeg ønsker ikke å inkludere dette i denne analysen da Kompletts kosmetikksalg utgjør en veldig liten andel av selskapets inntekter.

Komplett Services AS opererer i utgangspunktet kun med salg til forbrukere i Norge, men selskapet selger også varer til sitt svenske søsterselskap.

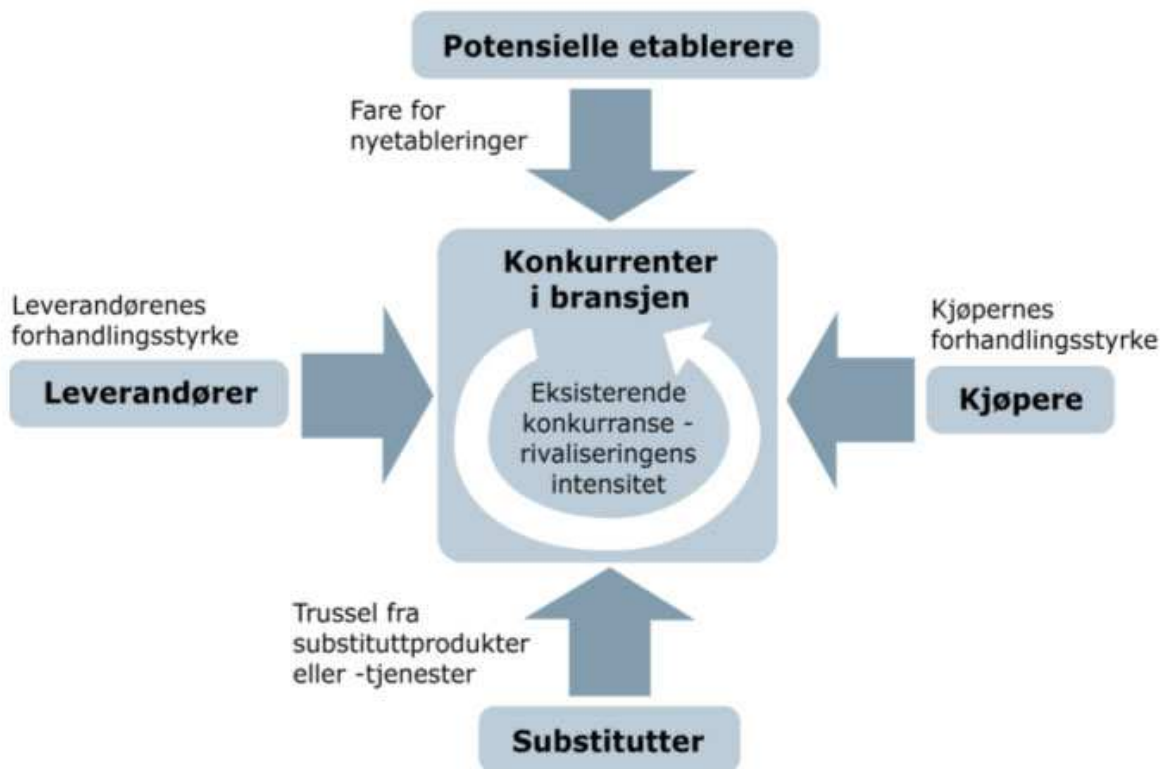
Elektronikkbransjen.no⁵ estimerte at totalomsetningen for bransjen var 29,788 milliarder i 2013. Dette betyr at Komplett per i dag har en markedsandel på 10-12%.

⁵ <http://www.elektronikkbransjen.no/Rammebetingelser/Bransjen-i-Norge-og-EU/Bransjestatistikk-for-Norge> Lastet ned 12.06.15

10. Strategisk analyse

I dette kapitlet ser vi på noen av de viktigste faktorene som påvirker Komplett i dagens marked. Formålet med dette er blant annet å finne styrker og svakheter ved Kompletts markedsposisjon. Dette vil gi oss innsikt i hvilke risikoer Komplett står ovenfor.

10.1 Porter's Five Forces Model



Bilde er hentet fra kunnskapssenteret.⁶

Porters modell identifiserer fem komponenter som til sammen bestemmer hvilken grad av konkurranse som finnes i den gitte delen av markedet. I kjernen finner vi den eksisterende konkurransen i markedet. Kjernen er omgitt av fem eksterne krefter som truer bransjens eksisterende situasjon i større eller mindre grad. De fem kreftene er kundene, substitutter eller alternative produkter/tjenester, leverandører og potensielle fremtidige konkurrenter.

⁶ <http://kunnskapssenteret.com/konkurranseanalyse/> Lastet ned 12.06.15

Jeg har valgt å bruke Johnsons presentasjon av Porter's Five Forces som inspirasjon i min gjennomgang.⁷

10.1.1 Trusselen fra kunder

I et marked med fullkommen konkurranse finnes det ingen superprofitt og kunden ender som vinneren med så lave priser som mulig. Kundene har ikke en direkte forhandlingskraft i dette markedet. Prisene er i utgangspunktet fastsatt og ikke tema for diskusjon, men kundene har et annet verktøy på sin side som gir sterk indirekte makt.

Verktøy som prisjakt.no og prisguide.no gjør det ekstremt lett for kunder å finne ut hvilke butikker som til enhver tid er billigst på et gitt produkt. Disse verktøyene har i de siste årene vokst med ekstrem fart etter hvert som konsumentene har blitt mer informert og i større grad blitt aktive brukere av internett.

For mange år siden var man tvunget til å gå fra butikk til butikk for å finne ut hvor mye penger man kan spare. Dette tar lang tid og det blir derfor et spørsmål om hvor mye tid man er villig til å bruke for å spare x antall kroner. For noen få år siden, når internetbutikkene begynte å komme, kunne man spare en del tid på å sjekke prisene manuelt i de forskjellige nettbutikkene. Dette ekskluderte dessverre fysiske butikker som enda ikke hadde begynt med netthandel. I dag er nesten alle butikker inkludert i disse verktøyene og det tar svært lite tid å finne ut hvor man sparer mest. Det betyr at selv kunder som har dårlig tid vil kunne sjekke prisene uten at det påvirker tidsbruken i særlig grad.

Vi ser med andre ord at jo flere kunder som tar i bruk tjenester som prisjakt.no, jo lavere blir prisene. For en butikk vil en dårlig posisjon på prislistene føre til lavere omsetning og et negativt rykte.

Kunder har fra middels til stor makt i markedet og er en stor grunn til at bruttomarginen i denne bransjen har nådd et historisk lavt nivå.

⁷ Johnson, Whittington og Scholes. Exploring Strategy ninth edition, 2011. Side 54.

10.1.2 Trusselen fra substitutter

Substituttet til en internetbutikk er en fysisk butikk. Vi ser nå en trend der mengden av småbutikker blir redusert og erstattet med såkalte «megastores» fra aktører som Elkjøp, Lefdal og Expert. Det har begynt å oppstå såkalte hotpots for slike butikker. Forus er et godt eksempel på dette. Her finner man tre megastores fra alle de tre nevnte aktørene. Butikkene ligger svært tett og konkurrerer om markedsandelene i nærområdet. Trenden har blitt at kunder fra «landet» heller ønsker å komme til byen for å handle i store butikker med godt utvalg enn å handle på små lokale butikker.

Disse varehusene er en stor trussel for Komplett og andre e-handel baserte butikker. E-handel og varehus sloss nemlig om de samme markedsandelene. Det er ingen tvil om at e-handel har overtatt store markedsandeler de siste ti årene. Likevel er det slik at Dixon Group (Elkjøp og Lefdal) har en markedsandel på 60%. Dixon har også begynt å satse stort på e-handel, men det er likevel et godt tegn på at veldig mange kunder fremdeles foretrekker å handle i fysisk butikk over internett.

Såkalte megastores er fortsatt en ganske ny trend i Norge. Foreløpig tilbyr disse butikkene et nokså generelt utvalg og kan derfor ikke konkurrere med for eksempel Komplett hva angår vareutvalg. Dette er en situasjon som fort kan snu og varehus må anses som en stor trussel. Spesielt dersom det blir bestemt at disse butikkene også skal begynne med spesialisert vareutvalg.

10.1.3 Trusselen fra leverandører

Komplett selger enormt mye forskjellige produkter og stiller derfor sterkt på dette området. Hver varekategori består som regel av et bredt utvalg innen forskjellige merker og antakelig leverandører. Leverandørene har derfor begrenset mulighet til å ta for høye priser fra sine kunder.

Dersom vi inkluderer produsenter oppstår det midlertidig noen forskjeller. Apple og Samsung tilbyr for eksempel produkter som skiller seg ut fra resten av markedet. Hver gang en ny iPhone blir lansert vil etterspørselen være svært stor og antallet varer tilgjengelig er for lavt til å mette etterspørselen. I disse tilfellene vil innkjøpsprisen til en butikk være omtrent lik utsalgsprisen. Dette betyr at hele profitten ligger hos leverandør og produsent. Hvorfor selger butikker deres produkter dersom det ikke er penger å tjene? Det er kanskje ikke penger å tjene på selve produktet, men det er likevel kunder å vinne som ofte handler mer enn bare ett produkt. Det samme kan sies om spillkonsoller som også selges nesten helt uten profitt.⁸

Noen andre produktgrupper er spesielle varer som prosessorer (datakomponent) fra Intel og AMD. Dette er en varegruppe hvor det kun finnes to produsenter og det må derfor forventes at makten er plassert hos produsenten i stedet for leverandør og butikk.

Alt i alt utgjør leverandører en liten trussel for bransjen.

10.1.4 Nye konkurrenter

Dersom du er en aktiv bruker av prisjakt.no eller prisguide.no har du lagt merke til at e-handel bransjen allerede har et stort antall aktører. Dette betyr at konkurransen er stor og marginene lave. Enkel økonomisk teori sier at flere konkurrenter vil drive marginen ned. Ved fullkommen konkurranse er det i teorien ikke lengre mulig å drive med profitt. Dette faktum gjør at bransjen som Komplett opererer i ikke nødvendigvis er særlig attraktiv for potensielle fremtidige konkurrenter, men det finnes også andre faktorer, i form av inngangsbarrierer, som forsvarer bransjen fra potensielle etablerere.

10.1.4.1 Stordriftsfordeler

I 2008 begynte Komplett byggingen av et 14.000 kvadratmeter lagerbygg.⁹ Dette er Kompletts hittil største investering. Komplett har nå Norges mest avanserte lagersystem som

⁸ Basert på åtte års personlig erfaring hos Expert Stormarked Forus.

⁹ <http://no.wikipedia.org/wiki/Komplett> Lastet ned 12.06.15

er styrt av roboter og sørger for en veldig lav leveringstid for Kompletts kunder. En ny bedrift trenger enorm startkapital for å kunne matche Kompletts på dette området. Ny internetbutikk pleier derfor å starte med et veldig lite varelager og heller bestille inn varer etter hvert som kunder plasserer bestillinger. Dette fører til lengre leveringstid og mer misfornøyde kunder.

Komplett har også investert mye penger i sin e-handel plattform. Denne har blitt utviklet og er eid av selskapet selv. Per i dag har eksterne selskaper utviklet e-handel plattformer som kan kjøpes av nyetablerte selskaper. Dette gjør at selskapene slipper risikoen ved å investere store summer i en egen plattform.

Komplett stiller i tillegg sterkere enn de fleste aktører på praktiske ting som varelevering. Man kan for eksempel velge å hente varen ved «pick-up points» som er plassert i alle de store byene i landet. Gjør man dette betaler man lavere porto og får varen én dag før vanlig postlevering. Dette er også et tiltak som ville krevd mye startkapital dersom det skulle være aktuelt for en ny aktør å gjennomføre.

Stordriftsfordeler gjør det vanskelig for nye aktører å kunne leve opp til den samme servicesom eksisterende aktører kan tilby.

10.1.4.2 Merkenavn

Komplett har allerede etablert et sterkt merkenavn i Norge. Vi snakker ikke om et tradisjonelt merkenavn, men merkenavnet som er selve butikken. I norsk kundebarometer sine resultater for 2015 kommer Komplett ekstremt godt ut med en syvende plass totalt i landet. Til sammenligning finner vi Elkjøp på 77. plass, Lefdal på 101. plass og Expert på 130. plass. Dette er en årlig undersøkelse gjort av BI som måler tilfredsstillhet og lojalitet blant norske forbrukere. I årets test ble 9285 forbrukere spurt.¹⁰

Resultater som dette viser at Komplett stiller veldig sterkt i sin bransje på grunn av tillitt hos kundene og et sterkt merkenavn som «alle» har hørt om.

¹⁰ <https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2015/> Lastet ned 12.06.15

Komplett er også Nordens største pc produsent med et årlig salg på 38.000 egenproduserte maskiner under merket Komplett-PC. Dette bidrar sterkt til at Komplett er et merkenavn som etter hvert begynner å bli svært kjent blant de fleste konsumenter.

For en ny aktør vil det være et stort problem å konkurrere med store og kjente aktører som allerede har opparbeidet et sterkt merkenavn. For mange kunder vil det være uaktuelt å velge en ny og ukjent butikk.

Trusselen for at nye konkurrenter skal etablere seg i markedet er lav til middels stor.

10.1.5 Bransjens interne konkurranse

Bransjen består av to typer konkurranse; e-handel og varehus. Begge konkurrerer om de samme kundene, men på to forskjellige plattformer. Eierne av de store varehusene har de siste årene begynt å satse tungt på e-handel for å være tilstede for alle potensielle kunder. Dette gir Elkjøp, Expert og Lefdal en fordel av å være representert begge steder. Personlig synes jeg likevel at varehusene har en elendig internetbutikk i forhold til konkurrentene.

Den eksisterende konkurransen må sies å være nokså intens. Det konkurreres i all hovedsak på pris og i mange tilfeller oppstår det priskriger mellom de eksisterende aktørene. Dette vil ofte føre til at det selges med tap bare for å kapre kunder og unngå at kunden handler hos en konkurrent.

For de eksisterende selskapene vil det være aktuelt å snakke om utgangsbarrierer. I utgangspunktet vil ikke en nyetablert e-handel aktør har særlig store utgangsbarrierer dersom den ikke har foretatt seg store investeringer. For Komplett er dette dog annerledes. Komplett har investert enorme summer i sin struktur som ikke kan likvideres særlig lett dersom selskapet skulle trekke seg ut av bransjen. Dette betyr at utgangsbarrierene vil variere fra selskap til selskap, men vil som regel være store for veletablerte selskaper og lave for nye selskaper.

10.1.6 Oppsummering

Porters fem krefter har vist oss at kunders forhandlingsstyrke er middels til stor og har sitt opphav i tjenester som prisjakt.no og prisguide.no hvor kunder lett kan vite hvem som er billigst til enhver tid.

Trusselen fra substitutter er stor og baserer seg på at kundene kan velge mellom varehus og internetbutikker. Aktører som Komplett har ingen butikker og må derfor sørge for at kundene ikke velger varehus over deres plattform.

Leverandører har relativt liten makt med noen få unntak som ekstra populære merkenavn og situasjoner hvor det finnes få produsenter av et spesifikt produkt.

Nye konkurrenter kan i utgangspunktet etablere seg uten problemer, men vil ha store problemer med å kunne yte samme service. Dette er blant annet på grunn av stordriftsfordeler og merkenavn. Denne trusselen er lav til middels.

10.2 SWOT analyse

I følge Johnson er SWOT analysen meget nyttig når man ønsker å få en god oversikt styrker og svakheter internt i bedriften.¹¹ Han skriver også at SWOT er en nokså enkel analyse som man ikke skal legge for stor vekt på uten dypere analyse ved hjelp av andre metoder.

SWOT er en analyse som summerer opp styrker, svakheter, muligheter og trusler til bedriften. Porters fem krefter fokuserer på det eksterne og bransjen som helhet. Da passer det fint å supplere med denne analysen for å sette fokuset på Komplett internt. Ønsker å nevne at denne analysen hadde blitt mer korrekt dersom jeg var en intern analytiker med mer informasjon.

¹¹ Johnson, Whittington og Scholes. Exploring Strategy ninth edition, 2011. Side 106

En utfordring er at analysen kan bli veldig lang dersom jeg skal inkludere alt. Derfor har jeg valgt å plukke ut de momentene som jeg mener er viktigst.

10.2.1 Styrker

- Lagersystem
- Datasystemer
- Bred kompetanse
- Merkenavn
- Høy omsetning
- Lojale kunder
- 45 dagers åpent kjøp

Den største fordelen til Komplett er evnen til å klare seg selv. Selskapet står nemlig for nesten alle nøkkelaktiviteter selv og bruker eksterne leverandører i liten grad. Komplett har egen økonomiavdeling, IT-avdeling, serverpark og lagersystem. Samlet gjør dette at Komplett sitter på svært mye kompetanse sammenlignet med mange av konkurrentene som ikke har kapital nok til slike investeringer. Dette kommer komplett til gode på bunnlinjen som vil bli bedre over tid. Det er nemlig som regel mye dyrere med innleid arbeidskraft til ting som IT-systemer og regnskap.

Vi har allerede snakket om Komplett som merkenavn. Dette kommer Komplett til gode som en stor styrke. Navnet kjennes igjen av de fleste og forbindes med kvalitet i følge kundebarometeret 2015.

Komplett har ikke størst omsetning blant sine konkurrenter, men gjør det likevel bra. Komplett har for eksempel gått forbi Expert til tross for at Expert er et mye eldre selskap. Det skal sies at Expert har hatt en del problemer de siste år og gått gjennom store endringer. Komplett har dermed nest størst omsetning i bransjen bak Elkjøp som er desidert størst.

Kundebarometeret viste at Komplett sine kunder er blant Norges mest lojale. Dette er et tegn på at kunder er veldig fornøyde med sin opplevelse hos Komplett og det skal mye til for at en eksisterende komplettkunde handler et annet sted.

Reglene for fjernhandel sier at alle kunder har krav på å heve kjøpet innen 14 dager. Komplett har likevel anledning til å øke dette tilbudet til 45 dager som en ekstra service for sine kunder.¹² Konkurrentene tilbyr mellom 14 og 30 dagers åpent kjøp og kunden må som regel dekke fraktkostnadene selv mens Komplett dekker frakten for kunden.

10.2.2 Svakheter

- Høyere priser enn konkurrenter
- Valutasvingninger
- Varelagerets lokasjon er i Norge
- Mye bundet kapital
- Liten fleksibilitet

At Komplett har høyere priser enn konkurrentene er ikke nødvendigvis en svakhet. Dette punktet henger sammen med at Komplett også har de mest lojale kundene, som dermed er villig til å betale litt ekstra for alle fordelene man får ved å handle hos Komplett.

Komplett er utsatt for valutasvingninger og har benytter ingen finansielle instrumenter for å redusere risikoen av dette. I stedet har Komplett en plattform som automatisk justerer produktenes priser på grunnlag av løpende valutakurser og andre faktorer. Dette er egentlig en rettferdig modell for alle, men gjør likevel at Komplett kan ha ugunstig høye priser rett etter en stor valutaendring.

Det er svært vanlig å flytte varelageret sitt utenlands, for eksempel Sverige, for å utnytte gunstige skatteregler og billigere arbeidskraft. I motsetning til sine største konkurrenter har Komplett hovedlager i Sandefjord som leverer varer både til Sverige og Norge. Det er vanskelig å si hvorfor Komplett ikke har valgt denne strategien, men det kan ha en sammenheng med at selskapet ikke har like god fleksibilitet på grunn av store investeringer og bundet kapital som ikke er lett å forflytte.

¹² <https://www.komplett.no/k/k.aspx?action=custserv&topic=45dager> Lastet ned 12.06.15

10.2.3 Muligheter

- Utvide til nye kundegrupper og få med seg alle aldersgrupper
- Satse på andre varegrupper som for eksempel hvitevarer
- Selge Komplett-PC til andre forhandlere

Som nettbaserte butikk har Komplett best rotfeste hos den yngre generasjon. Internettkunnskapen hos eldre individer begynner å forbedre seg raskt. Komplett har her en god mulighet til å være den første nettbutikken som appellerer til en ny og veldig stor kundemasse.

Komplett har allerede solgt hvitevarer i noen år, men i følge mitt møte med Ole Vinje er dette fortsatt en svært liten del av selskapets totale omsetning. Det betyr at Komplett har anledning til å utvide og bli enda bedre på akkurat dette. Basert på min erfaring fra Expert er det mye høyere bruttofortjeneste å hente på hvitevarer enn brunevarer. Det vil derfor være svært gunstig for Komplett å øke sin markedsandel i dette segmentet. For å klare dette må Komplett overbevise kundene sine om at det er lettere å handle hvitevarer på nett enn i butikk.

For mange år siden ble Dell, en av verdens største pc-produsenter, kun solgt på Dell sine egne hjemmesider. Komplett-PC selges kun på komplett.no. Ettersom Komplett-PC nå er et vel etablert merkenavn er det store muligheter i å la andre aktører få selge disse maskinene under Komplett sitt merkenavn. Det hadde vært svært god reklame for Komplett om deres maskiner sto i salgshyllene til Expert som ikke har et eget pc merke. Det kan selvfølgelig være vanskelig å få til en slik avtale, men det er en mulighet som bør undersøkes.

10.2.4 Trusler

- Varehusenes satsing på internett
- Varehusenes satsing på spesialprodukter i butikk
- Nyetablerte spesialbutikker på nett

Netthandel er Kompletts eneste plattform. Vi ser at de tradisjonelle varehusene nå satser stort på deres egne internettplattformer. Dette er en stor trussel fra Komplett fordi konkurransen øker med dette betraktelig. På en annen måte kan man også si at varehusene bidrar til at kundene deres for mer tiltro til å handle på internett. Varehusene har ikke like flotte og engasjerende nettsider som Komplett enda, men det er stor sjanse for at dette vil forbedres.

Komplett skiller seg foreløpig fra varehusene med et godt utvalg. Dersom varehusene etter hvert begynner å tilby mer spesialiserte produkter vil dette bety større konkurranse for Komplett. I tillegg vil det bety at varer som du kun kunne få tak i på nett nå er tilgjengelig i butikk. Varehusene har enda ikke vist tegn på at de kommer til å tilby slike produkter.

En gang i blant dukker det opp en ny e-handel. Disse prøver ofte å differensiere seg fra andre konkurrenter ved å spesialisere seg innen en produktgruppe. Denne trusselen er ikke like stor som de to andre, men viser likevel at spesialforhandlere potensielt kan stjele kunder fra Komplett.

10.3 Oppsummering av strategisk analyse

Analysen har identifisert flere viktige faktorer som potensielt kan lede til økt lønnsomhet for Komplett.

Vi har også sett en bransje som er preget av veldig sterk konkurranse og generelt sett lav bruttofortjeneste på solgte produkter. Dette gjør at det ikke er veldig attraktivt å etablere seg for nye aktører, men gjør at det kan være vanskelig å konkurrere på pris.

Komplett skiller seg ut fra konkurrentene med bransjens beste, og landets 7. beste, plassering på kundebarometeret. Eksisterende kunder er svært lojale. Dette er en av fordelene som er unikt for Komplett.

Kompletts kundegruppe består for det meste av landets yngre halvdel. Vi har derfor identifisert et behov for å kapre eldre kunder for å øke markedsandelen og omsetningen.

11. Verdsettelsesmetoder

Det finnes en rekke forskjellige metoder som kan brukes til å verdsette et selskap. Noen krever mindre arbeid for å sette opp, men innebærer også mer usikkerhet.

Det som byr på mest klare utfordringer ved verdsettelsen av Komplet Services AS er at selskapet ikke er børsnotert. Børsnoterte selskaper er allerede blitt verdsatt av markedet i form av en markedsvurdert aksjepris. Dette betyr blant annet at man kan sammenligne resultatet av verdsettelsen med den markedsskapte prisen. Viser resultatet et selskapet er underpriset eller overpriset? På grunnlag av dette kan man anbefale eller fraråde kjøp av aksjer i selskapet. Denne sammenligningen vil også kunne fungere som en indikasjon på om du har gjort noe feil. Dersom resultatet ditt er betraktelig forskjellig fra markedsprisen så kan dette bety en av to ting; du har glemt å ta hensyn til informasjon som markedet mener er aktuelt eller markedet ikke har oppdaget viktig informasjon som er med i dine beregninger. Det betyr ikke at du har verdsatt selskapet feil dersom resultatet avviker stort fra markedsprisen, men det kan være en indikasjon på at du bør ta en grundig gjennomgang av alle beregninger og tilgjengelig informasjon.

I tilfellet ved Komplet Services AS har jeg ikke muligheten til å kontrollere svaret mitt mot markedspris. Det kan derfor være aktuelt å ty til andre metoder for å verifisere svaret mitt. En god fremgangsmåte kan være å bruke mer enn bare en verdsettelsesmetode for å ha sammenligningsgrunnlag og dermed kan sannsynliggjøre resultatet.

11.1 Multiplikatorer

Bruken av multiplikatorer er populær av en god grunn. Det er veldig lett og lite tidkrevende. Denne metoden er også interessant fordi den tar hensyn til sammenlignbare selskaper innen samme bransje.

Det er viktig å forstå at denne typen verdsettelse ikke er absolutt. Den krever at man har evnen til å vurdere hvilke multiplikatorer som gir mening og hva som er aktuelt for den

gjeldende bransjen. En bestemt multiplikator kan nemlig være ubrukelig for en bransje og svært nyttig for en annen.

Det finnes tre typer multipler¹³; resultat- og kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler. Felles for alle multiplene er at markedsverdien av egenkapitalen står sentralt. Den første kategorien brukes til å finne raten mellom enterprise value (EV) og utvalgte tall fra resultatregnskapet. Den andre bruker bare raten mellom markedsverdi av EK og utvalgte tall fra balansen. Den tredje kategorien er litt mer spesiell fordi den tar raten mellom EV og ikke-finansielle tall som for eksempel antall ansatte eller kunder. Jeg kommer til å fokusere på første kategori, resultat- og kontantstrømorienterte multiplikatorer.

Siden Komplett Services AS ikke er børsnotert har selskapet ikke noen markedsverdi på egenkapitalen. Dette gjelder også for alle konkurrentene til Komplett på det norske markedet. Dette betyr at det er litt vanskeligere å regne seg frem til bransjens gjennomsnittlige multiplikator.

Den første metoden vi skal bruke for å finne sammenlignbare multiplikatorer er å gå utenfor Norge til internasjonale, helst europeiske, selskaper i samme bransje.

I tillegg skal vi bruke utregnede gjennomsnittlige multiplikatorer for hver enkelt bransje. Dette er informasjon som er tilgjengelig fra mange forskjellige kilder på internett. Det er mindre nøyaktig og tar ikke hensyn til at bransjene kan ha nyanser som skiller dem fra hverandre. Den vil likevel bli brukt for å kvalitetssikre multiplikatorene vi finner fra første metode.

11.1.1 P/E metoden

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

¹³ Kaldestad og Møller, Verdivurdering, 2011. Kapittel 7, side 151.

Dette er en av de mest populære multiplikatorene. Den er svært lett å regne ut og generelt sett lett å forstå. Den fungerer bra når veksten i selskapene er stabil og kan i tillegg brukes for de fleste bransjer. Den kan kun brukes til å sammenligne selskaper i samme bransje.

Dersom man har en P/E på 22 så indikerer dette at investorer er villige til å betale kr. 22 for hver krone i resultat etter skatt selskapet genererer.¹⁴

Da denne multiplikatoren bruker resultat etter skatt under nevneren så presenteres noen ulemper. Den tar nemlig unormale inntekter og kostnader med i beregningen. Dette kan være inntekter som ikke kan forventes i fremtiden og gir dermed en overvurdert ratio.

Den største ulempen med denne multiplikatoren er likevel at den påvirkes av kapitalstruktur. Dette betyr at to selskaper med nøyaktig likt driftsresultat vil få forskjellige P/E dersom det ene selskapet er finansiert med gjeld og det andre med egenkapital.

Denne multiplikatoren gjør det også umulig å sammenligne selskaper som går med underskudd da disse ikke har P/E rate.

11.1.2 EV/Salg

$$\frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{salg}}$$

Denne metoden gjør det mulig å sammenligne selskaper på tross av underskudd.

Her forventes det at selskapene som sammenlignes har samme margin. Det er med andre ord viktig med veldig god kjennskap til bransjen man skal bruke multiplikatoren i. Denne metoden er generelt anbefalt som sekundær multiplikator.¹⁵

11.1.3 EV/EBITDA

$$\frac{\textit{Enterprise Value}}{\textit{Resultat før renter, skatt, avskrivning og amortisering}}$$

¹⁴ <http://www.investopedia.com/university/peratio/peratio2.asp>. Lastet ned 21.05.2015

¹⁵ Kaldestad og Møller, Verdivurdering, 2011. Kapittel 7, side 159.

En viktig og svært populær multiplikator. Den har en stor fordel sammenlignet med andre metoder. Det vil være forskjeller fra selskap til selskap når det gjelder avskrivningsprofiler, behandling av goodwill og tilfeldige finansielle inntekter og kostnader. Dette problemet elimineres ved bruk av EBITDA fordi alle disse postene er ekskludert fra regnestykket. Også denne modellen kan sammenligne selskaper som går med underskudd.

Ulempen med denne modellen er at den ikke tar hensyn til at bedrifter har forskjellige investeringer. For eksempel kan et selskap ha en stor maskinpark i balansen, mens et annet selskap bruker en underleverandør og dermed ikke har maskinpark. Det kan også være to selskaper som tilsynelatende er like, men det ene selskapet er nødt til å oppgradere hele sin maskinpark de kommende år. Dette vil for eksempel gjøre at selskapet uten investering vil fremstå som dyrt på en EV/EBITDA multiplikator.

11.1.4 EV/EBIT

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Resultat før renter og skatt}}$$

Denne metoden er svært lik EV/EBITDA, men denne tar hensyn til investeringsbehovet til selskapet ved å inkludere avskrivninger.

Selv om denne modellen tar hensyn til investeringsbehov er det ikke feilfritt. Det kan for eksempel tenkes at det er større avvik mellom dagens avskrivninger og fremtidige investeringer. Det betyr i praksis at man har det samme problemet som ved EV/EBITDA modellen.

Modellen er mye brukt og fungerer for de fleste bransjer, spesielt som sekundærmodell.

11.2 Kontantstrømbasert verdsettelse

11.2.1 Diskontert kontantstrøm

Denne metoden går ut på å finne ut hvor mye kontanter selskapet genererer. Målet er å lage et estimat av fremtidige kontantstrømmer. Dette er også kjent som Discounted Cash Flow (DCF).

Utfordringen med denne metoden er å lage et realistisk estimat av fremtidige kontantstrømmer. Utarbeidelsen av disse blir betraktelig lettere dersom man har tilgang på det aktuelle selskapets budsjetter. Dersom man ikke har dette må man først estimere budsjettene selv. Fremtiden er alltid usikker uansett om man har tilgang til budsjetter eller må estimere disse selv. Boye og Meyer anbefaler at kontantstrømmer må budsjetteres fra 5 – 15 år frem i tid.¹⁶

Kontantstrømmen forteller oss altså hvor mye penger som vil genereres i fremtiden. Da har vi altså grunnlag til å uttale oss om verdien til selskapet, men det er også svært viktig å vurdere verdien av penger. Økonomisk teori sier nemlig at penger er mer verdt i dag enn i fremtiden. Utsagnet betyr at penger er mer verdt i dag fordi inflasjonen i økonomien gjør at prisnivået generelt går opp. Det vil si at man får mindre for den samme summen penger om fire år enn hva man ville gjort i dag. Vi tar hensyn til dette ved å diskontere kontantstrømmen med en rente som passer til metoden vi bruker.

Før kontantstrømmene kan beregnes må vi se på det historiske regnskapet og omorganisere dette for å skille alt driftsrelatert fra alt som ikke er driftsrelatert. Dette gjøres for å beregne driftsrelatert resultat justert for skatt, bedre kjent som NOPLAT. Mer om dette i utredelsen av total kapitalmetoden.

Ved bruk av kontantstrømmer er det også viktig å ta hensyn til selskapets verdi etter de beregnede kontantstrømmene. Dette gjøres ved å legge til den såkalte terminal verdien (TV) til det siste året i kontantstrømmen.

Det finnes to varianter av kontantstrømbasert verdsettelse; egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden.

¹⁶ Boye og Meyer. Fusjoner og oppkjøp. 2008. Side 144.

11.2.1.1 Egenkapitalmetoden

Kontantoverskudd til egenkapital:¹⁷

Resultat etter skatt

+Avskrivninger og amortiseringer

-Investering i driftsrelaterte anleggsmidler

-Endring i arbeidskapital

+Økning i rentebærende gjeld

=Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Avskrivninger legges til resultatet fordi dette er kostnader som ikke forbindes med noen utbetalinger. Kontanttransaksjonen forbundet med denne kostnaden har allerede funnet sted på et tidligere tidspunkt.

Investeringer i driftsmidler må trekkes i fra resultatet fordi dette er forbundet med kontantuttak. Hele investeringen vil ikke påvirke resultatet i anskaffelsesåret, men blir heller balanseført og avskrevet etter en fornuftig plan som tar hensyn til slitasje og levetid. Betalingen av investeringen forekommer likevel i samme år som anskaffelsen. Derfor trekkes denne summen fra resultatet for å finne den frie kontantstrømmen.

Arbeidskapital er differansen mellom eiendeler og gjeld eller sagt på en annen måte er det selskapets tilgjengelige likvider i den daglige driften. Når det forekommer endringer i arbeidskapitalen betyr dette at det har forekommet en investering eller realisasjon som vi må ta hensyn til.¹⁸

¹⁷ Boye og Meyer. Fusjoner og oppkjøp. 2008. Side 125.

¹⁸ Kaldestad og Møller. Verdivurdering. 2011. Side 81.

Gjennom arbeidskapitalen justerer vi resultatet for økte eller reduserte omløpsmidler og gjeld. Her er noen eksempler:¹⁹

- Dersom kundefordringene i perioden har en økning må vi redusere resultatet fordi salgsinntektene er høyere innbetalingene.
- Dersom varelageret har en økning må vi redusere resultatet fordi utbetalingene er høyere enn varekostnadene.
- Dersom gjelden øker, for eksempel leverandørgjelden, må vi øke resultatet fordi utbetalingene er mindre enn kostnadene.

Vi ser altså at en økning i gjeld betyr bedre kontantstrøm, mens en økning i omløpsmidler gir dårligere kontantstrøm.

Når vi har regnet ut kontantstrømmen for alle de budsjetterte årene gjenstår det å regne ut terminal value (TV) for siste år. Denne verdien skal ta hensyn til at selskapet fortsetter å eksistere etter siste års budsjett. TV kan ofte være så høy som 50% av selskapets totale verdi. Kaldestad og Møller sier at de fleske selskaper skal leve «evig». Selv om dette selvfølgelig ikke er sant, så gir det mening. Vi må forutsette at selskapet fortsetter å eksistere etter den budsjetterte perioden og at denne eksistensen har en verdi.

Vi bruker gjerne Gordons vekstformel til å regne ut terminalverdien:²⁰

$$TV = \frac{\text{Cash flow siste år} \cdot (1 + \text{vekstrate})}{\text{diskonteringsrate} - \text{vekstrate}}$$

Formelen forutsetter at kontantstrømmen det siste året vil stabilisere seg og fortsette stigningen med samme rate for evig.

Når vi har hele kontantstrømmen i tillegg til TV gjenstår det bare å diskontere kontantstrømmen for å finne nåverdien:

$$\text{Verdi} = (\text{Nåverdi av budsjetterte kontantstrømmer}) + (\text{Nåverdi av TV})$$

¹⁹ Boye og Meyer. Fusjoner og oppkjøp. 2008. Side 125

²⁰ <http://www.investopedia.com/university/DCF/DCF4.asp> Lastet ned: 24.05.2015

11.2.1.2 Totalkapitalmetoden

Kontantoverskudd til totalkapital:²¹

Driftsresultat

-Skatt av driftsresultat

=NOPLAT

+Avskrivninger og amortiseringer

-Investeringer i driftsrelaterte anleggsmidler

-Endring i arbeidskapital

=Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Ved første øyekast ser vi at denne metoden skiller seg fra egenkapitalmetoden ved å ta utgangspunkt i driftsresultatet i stedet for resultatet. Vi ser også bort i fra rentebærende gjeld og forenkler prosessen ved å regne som om at selskapet bare var finansiert av egenkapital.

Behandlingen av arbeidskapital, avskrivninger og investeringer fungerer helt likt som ved egenkapitalmetoden.

Forskjellen ligger med andre ord i NOPLAT, driftsresultat justert for skatt. For å regne ut NOPLAT må vi først finne ut hvor høy skatteprosenten er dersom vi isolerer driften for seg selv. Dette gjøres fordi at skattesatsen blir feil dersom vi inkluderer den øvrige driften som ikke har noe med driftsresultatet å gjøre.

Terminalverdien er også gjeldende for totalkapitalmetoden, men det finnes også en annen måte å regne seg frem til denne enn Gordons vekstformel. Koller anbefaler bruken av en annen formel for all utregning av TV i forbindelse med diskonterte kontantstrømmer:²²

²¹ Boye og Meyer. Fusjoner og oppkjøp. 2008. Side 136

²² Koller, Goedhart og Wessels. Valuation fifth edition. 2010. Side 214.

$$TV_t = \frac{NOPLAT_{t+1} \left(1 - \left(\frac{g}{RONIC} \right) \right)}{WACC - g}$$

$NOPLAT_t$ = Driftsresultat justert for skatt første år etter budsjetteringsperiode

g = Forventet langsiktig vekst av NOPLAT

RONIC = Forventet avkastning på ny investert kapital

WACC = Weighted average cost of capital = vektet kapitalavkastning

Vi ser at denne metoden bruker NOPLAT til å beregne TV og fungerer kun sammen med total kapitalmetoden. Koller hevder at deres metode er overlegen alle andre metoder fordi den inkluderer alle de viktigste verdidriverne.²³

Forventet avkastning på ny investert kapital skal ta hensyn til selskap som har et varende konkurransefortrinn i markedet. For mange selskaper vil et slikt fortrinn, og dermed også den unormale gevinsten, elimineres etter kort tid. Man kan da sette $RONIC = WACC$. Dersom man regner med at selskapet kommer til å ha et konkurransefortrinn i lengre tid frem over brukes RONIC til å inkludere dette i terminalverdien.

Koller påstår også at den langsiktige veksten, g , sjeldent vil være høyere enn den generelle økonomiske veksten. Han mener at et bra estimat for vekst vil være den forventede langtidsveksten av forbruksvekst av selskapets produkter, pluss forventet inflasjon.²⁴

²³ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation fifth edition. 2010. Side 113

²⁴ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation fifth edition. 2010. Side 216

11.2.2 Economic Value Added (EVA)

Bruken av kontantstrømmer er definitivt den mest brukte. Bra eller dårlige kontantstrømmer sier egentlig bare noe kontantaktiviteten i selskapet, men utelater selskapets evne til å generere gode resultater. En synkende kontantstrøm kan nemlig bety at selskapet presterer dårlig eller at selskapet har foretatt investeringer. Kontantstrømmodellen vil gå ut i fra at disse investeringene vil påvirke kontantoverskuddet negativt i år 0, men at den vil føre til økt kontantinnskudd de neste par årene. Problemet er bare at dersom investeringen ikke fører til økte kontantstrømmer i løpet av budsjetteringsperioden så vil vi få feil inntrykk og verdi av selskapet.

Dette tar vi hensyn til ved å bruke den alternative modellen som måler økonomisk profitt i stedet for kontantstrømmer.

$$\text{Økonomisk profitt} = \text{NOPLAT} - (\text{investert kapital} * \text{WACC})$$

Denne metoden tar for seg forholdet mellom ROIC (return og invested capital) og WACC. Det eneste som egentlig betyr noe for en aktuell investor er hvor mye avkastning han kommer til få på innskuddet sitt i fremtiden. En fornuftig investor forventer avkastning. Verdien til selskapet regnes ut på følgende måte:

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital} + \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{\text{Investert kapital}_{t-1} * (\text{ROIC}_t - \text{WACC})}{1 + \text{WACC}} \right)^t$$

Det første vi legger merke til ved denne formelen er at dersom ROIC er lik WACC så vil verdi være lik investert kapital. Dette betyr at dersom avkastningen på investeringen ikke er større enn den vektete gjennomsnittlige kostnaden av kapital så er selskapet verdt investeringssummen. Dette skjer når den fremtidige profitten til selskapet er ventet å være lik null.²⁵

Investoren er altså interessert i så høy som mulig ROIC og så lav som mulig WACC. ROIC vil være høyere jo sterkere posisjon selskapet har i markedet. Dersom markedet er lett

²⁵ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation fifth edition. 2010. Side 119.

tilgjengelig og mange konkurrenter kommer til for å mette etterspørselen vil ROIC gå mot null.

Ulempen til DCF metoden som ble diskutert i forrige kapittel er at den kan potensielt generere positive kontantstrømmer selv om ROIC går mot null. EVA-metoden tar hensyn til dette.

11.2.3 Adjusted present value

Når vi beregner verdien til fremtidige kontantstrømmer bruker vi ofte WACC som et mål på kostnaden av egenkapital og gjeld. Dette er en konstant verdi som brukes til å diskontere kontantstrømmen. Men hva skjer dersom WACC endrer seg i fremtiden?

Det er rimelig å anta at gjelden til et selskap vokser sammen med verdien på selskapet. Noen selskaper har høy belåningsgrad mens andre har lavere. Denne belåningsgraden kan endre seg. Det kan for eksempel tenkes at et selskap som genererer høye kontantstrømmer og har høy gjeld ønsker å bruke noen av disse kontantene til å betale ned gjelden. Da er WACC ikke lenger balansert korrekt.

Selskaper med høy belåningsgrad har høyere rentekostnad enn selskaper med lav belåningsgrad. Dette betyr også at selskapet med høye rentekostnader drar større nytte av skattefordelene dette gir. Rentekostnadene gir nemlig skattefradrag som WACC i utgangspunktet tar hensyn til.

Når selskapet betaler ned gjelden sin og ikke WACC har blitt justert i forhold til dette så vil nå verdien av skattefordelen overvurderes. Den beregnede selskapsverdien blir da feil. En måte å fikse dette problemet på er å beregne ny WACC for hvert enkelt år, men det er dessverre en tidkrevende og vanskelig prosess.

APV-metoden, eller den justerte nåverdien, tar hensyn til denne problemstillingen. Denne metoden er altså aktuell å bruke for selskaper man vet kommer til å gjøre større endringer til kapitalstrukturen i fremtiden.

Metoden går ut på å beregne selskapets verdi som om det kun var finansiert av egenkapital.²⁶
I tillegg beregnes verdien av skattebesparelsene for seg selv.

$$\text{Justert nåverdi} = \frac{\text{Enterprise verdi som om}}{\text{egenkapitalfinansiert}} + \frac{\text{Nåverdi av skattefordel}}{\text{på grunn av gjeld}}$$

I tillegg må vi regne med terminalverdien for å komme frem til den endelige selskapsverdien.

Det kan være greit å merke seg at selskaper har et intensiv til å ha høy gjeldsgrad for å dra nytte av skattefordelen. Jo mer gjeld selskapet har, desto større skattefordel, men det finnes andre elementer som gjør at det ikke er fullt så enkelt. Høy gjeldsgrad vil ofte bli sett på som et dårlig signal for utenforstående aktører. For eksempel vil en høy gjeldsgrad kunne påvirke hvor lang kredittid og hvor mye kreditt vi får av leverandører.

Det er altså viktig å ta dette med i betraktning når man bestemmer seg for belåningsgrad. Det kan tenkes at verdien av lengre kredittid hos leverandør gir en høyere verdi en skattefradraget fra renter.

11.2.4 Valg av metode

Vi har sett på to hovedmodeller for verdivurdering; multiplikatorer og kontantstrømmer. Jeg kunne også ha nevnt opsjonsprisbaserte modeller. Disse er effektive i bransjer hvor høy fleksibilitet er viktig. Modellen tar hensyn til at noen prosjekter skaper valgmuligheter for selskapet. Et prosjekt som viser seg til å være ekstra lønnsomt kan for eksempel ekspanderes, mens et annet prosjekt som viser seg til å være mindre lønnsomt enn forventet kan elimineres. Denne metoden egner seg for eksempel i olje-, og luftfartsbransjen hvor fleksibilitet er viktig. Jeg har valgt å ikke ta med denne metoden fordi den ikke vil være til stor nytte med tanke på Komplett Services AS. Komplett selger de samme produktene hver dag og har ikke behov for drastiske endringer på løpende basis.

På samme tid ser vi at kontantstrømbaserte modeller dessverre ikke inkorporerer fleksibilitet i det hele tatt. Ved bruk av denne metoden kunne mine beregninger blitt feil dersom det

²⁶ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation fifth edition. 2010. Side 121-122.

oppstår en situasjon i fremtiden som tvinger ledelsen i Komplett til å gjøre endringer i driften.

Kaldestad og Møller sier at man velger verdsettelsesmetode på grunnlag av bransje og fase i livssyklus.²⁷ De påpeker at alle verdsettelsesmetodene er avledninger av den mer tradisjonelle DCF-metoden. DCF-metoden er ikke like populær blant alle analytikere fordi den er tidkrevende og noen ganger kompleks å gjennomføre. I tillegg er resultatene svært sensitive til viktige inputs som for eksempel veksten av inntekter, kostnader, beta og andre nøkkeltall. Det argumenteres videre for at denne usikkerheten ikke bare gjelder DCF-metoden, men stort sett alle andre metoder er sensitive for kritiske forutsetninger. Det er en god grunn til at børsnoterte selskaper kan ha volatiliteter langt over 25%, fremtiden er usikker. Vi må med andre ord akseptere at det er usikkerhet rundt resultatene vi kommer frem til i verdsettelsen. Kaldestad og Møller argumenterer sterkt for DCF-metoden og skriver at denne anbefales over alle andre metoder i de tilfellene hvor man forventer stabile kontantstrømmer. I tilfellet stabile kontantstrømmer anbefaler også Kaldestad og Møller bruken av komparativ verdsettelse, eller multiplikatorer.

Kommer Kompletts fremtidige kontantstrømmer til å være stabile? Det er selvfølgelig umulig å si med sikkerhet, men vi kan gjøre antakelser. Komplett er et veletablert selskap som har en sterk markedsposisjon i hele Norge og over mange forskjellige produktgrupper. Inntekten har vært stabil med noen økninger og nedganger de siste årene. Det er altså ikke urimelig å anta at Komplett kommer til å generere en stabil kontantstrøm de neste årene. Det som er vanskelig å si er om kontantstrømmen kommer til å stige stabilt eller holde seg jevn. Dette kommer jeg til å snakke mer om i seksjonen om regnskapsanalyse og budsjettering.

På grunnlag av dette velger jeg å benytte DCF-metoden eller mer presist totalkapitalmetoden for å finne verdien av Komplett Services AS. Som supplement vil jeg også bruke en rekke multiplikatorer fordi disse er lette å komme frem til. Disse multiplikatorene kan vi bruke til å sammenligne med verdien fra DCF-metoden for ekstra sikkerhet.

²⁷ Kaldestad og Møller. Verdivurdering, teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 2011. Side 34

11.3 Nøkkelparametre for DCF-metoden

Jeg har allerede snakket om formler i forbindelse med utredningen av de forskjellige metodene. Det er imidlertid noen nøkkelparametre som krever grundigere utredning.

11.3.1 Weighted average cost of capital (WACC)

CAPM er det samme som kostnaden av egenkapitalen og brukes som avkastningskrav i forbindelse med for eksempel egenkapitalmetoden. Ved bruk av totalkapitalmetoden er det ikke nok å bruke bare CAPM fordi vi nå også må ta hensyn til både egenkapitalen og gjelden i selskapet. Derfor brukes WACC som avkastningskrav ved totalkapitalmetoden. WACC tar hensyn til prisen på egenkapital og prisen på gjeld, med andre ord den vektete gjennomsnittlige prisen på totalkapitalen.²⁸ WACC er med andre ord den avkastningen selskapet må oppnå for å tilfredsstille kravet til både investorene og kreditorene.

For å regne ut WACC må man først beregne tre nøkkelverdier; gjeldskostnaden etter skatt, egenkapitalkostnad og målsatt/budsjettert kapitalstruktur. Med kapitalstruktur mener hvor mye av totalkapitalen som er gjeld og hvor mye som er egenkapital. WACC regnes ut på følgende måte:²⁹

$$WACC = \frac{D}{D+E} * k_g(1 - T_m) + \frac{E}{D+E} * k_e$$

D = Markedsverdi av gjeld

E = Markedsverdi av egenkapitalen

k_g = Gjeldskostnad

k_e = Egenkapitalkostnad

T_m = Skattesats

²⁸ Boyer og Meyer. Fusjoner og oppkjøp. 2008. Side 106.

²⁹ Kaldestad og Møller. Verdivurdering, teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 2011. Side 106

En viktig forutsetning for at WACC skal være korrekt er at kapitalstrukturen i selskapet ikke endrer seg. Som vi har nevnt tidligere vil det være problematisk om det aktuelle selskapet bestemmer seg for å betale kraftig ned på gjeld og dermed endre kapitalstrukturen. Dersom vi forventer at dette skal skje vil det være en god idé å bruke andre metoder enn WACC. I Kompletts tilfelle virker det ikke sannsynlig at kapitalstrukturen kommer til å endre seg drastisk. Kompletts har allerede hatt mange år på seg til å etablere den kapitalstrukturen som passer best for dem. Det er derfor tenkelig at denne strukturen vil forbli også frem over. Les mer om dette i delen om regnskapsanalyse og budsjett.

11.3.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Det er ikke vanskelig å finne estimater på prisen av gjeld. Dette kan for eksempel være så enkelt som gjennomsnittlig utlånsrente de siste fem årene. Det er på den andre siden mye mer usikkerhet forbundet med prisen på egenkapital. Det finnes noen forskjellige metoder for å regne ut denne prisen, men vi skal bruke den mest normale metoden kalt kapitalverdimodellen, eller CAPM.³⁰

Investoren står ovenfor to ulike typer risiko; markedsrisiko og bedriftsspesifikk risiko. Den bedriftsspesifikke risikoen gjelder forhold som påvirker bedriften eller en spesifikk bransje direkte. En investor kan redusere bedriftsrisikoen vesentlig ved å diversifisere sine investeringer i forskjellige typer bedrifter. Dersom investoren diversifiserer godt nok vil han til slutt kun sitte igjen med markedsrisikoen. Dette er den risikoen som påvirker alle bedrifter, uansett bransje. Dette kan være ting som konjunktursvingninger, rentehopp og lignende.

³⁰ Kaldestad og Møller. Verdivurdering, teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 2011. Side 107

Formelen for CAPM er slik:³¹

$$E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$$

$E(R_i)$ = Forventet avkastning på egenkapital	$E(R_m)$ = Forventet avkastning marked
r_f = Risikofri rente	$E(R_m) - r_f$ = Markeds risikopremie
β_i = Egenkapitals sensitivitet til marked	

Vi ser at hele formelen bortsett fra beta er felles for hele markedet. Vi bruker altså beta til å skille bedriften/bransjen fra resten av markedet. Beta brukes for å definere i hvilken grad den gitte bedrifts risiko har kovarians med markedsrisikoen. Dersom et selskap har en beta verdi på én vil det si at egenkapitalens risiko er lik risikoen i markedet. Når betaen er over én vil egenkapitalens avkastning være mer variabel enn den totale gjennomsnittlige avkastningen til andre aksjer på markedet. Vi kan også si at betaen er egenkapitalens markedsrelaterte risiko.

Den risikofrie renten forteller oss hvor god avkastning det er mulig å oppnå i markedet helt uten risiko. Koller sier at det beste målet for risikofri rente er høylikvide, langtids statlige verdipapirer som for eksempel ti årlige zero-coupon bonds. Dette er garanterte investeringer med absolutt ingen risiko og regnes for å være et godt estimat for risikofri rente.

³¹ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 239

12. Regnskapsanalyse

I dette kapitlet skal vi analysere de historiske regnskapene til Komplett Services AS fra år 2009 til 2013. Ved å studere tidligere regnskap kan vi lære mye om hvordan selskapet er bygget opp og om det har hatt en spesiell utvikling de siste par årene. Det er også interessant å studere utviklingen av resultat og lønnsomhet til selskapet.

Selv om et selskap har gjort det bra eller dårlig i fortiden betyr ikke det at fremtiden vil se lik ut. Vår største utfordring ved å verdsette Komplett er akkurat dette; at vi ikke kan spå fremtiden korrekt. Vårt mål blir da å lage et estimat av fremtiden som er så nært virkeligheten som mulig. For å gjøre dette trenger vi informasjon. Hva angår regnskapet ønsker vi å ta i bruk all tilgjengelig informasjon. På denne måten kan vi studere det historiske regnskapet svært nøye og dermed ha muligheten til å oppdage eventuelle uvanligheter som kan påvirke vårt syn på selskapets verdi.

Mange kritikere sier at historisk regnskap ikke er relevant til verdsettelse ved bruk av kontantstrømmer. Bakgrunnen for en slik påstand er at fremtidige kontantstrømmer ikke nødvendigvis har noen likheter med historiske kontantstrømmer. Koller har en litt annen oppfatning og sier at det er helt essensielt med en total forståelse av selskapets historie for estimere fremtiden.³² Derfor er det nødvendig med en robust regnskapsanalyse som grunnlag for verdsettelsen.

12.1 Avgrensninger

12.1.1 Tidsperiode

Jeg har valgt å fokusere på historiske regnskap fra år 2009 til år 2013. På skrivende tidspunkt har jeg dessverre ikke fått tilgang på regnskapet for 2014 og det har enda ikke blitt offentliggjort i Brønnøysundregistrene. Som tidligere nevnt er det anbefalt å analysere fra 5 til 15 år når man ser på historisk regnskap.

³² Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 165

Komplett ASA (morselskap) ble i fra 2010 til 2011 kjøpt opp av Stein Erik Hagen med familie som førte til at Komplett ble tatt av børsen i 2011. Dette gjorde også at selskapet ikke lengre var pliktige til å følge IFRS (International Financial Reporting Standards).

Komplett Services AS slapp for øvrig denne overgangen. Komplett Services AS har i følge årsregnskapene fulgt regnskapsloven av 1998 og GRS (god regnskapskikk) selv i de årene hvor morselskapet var børsnotert. Dette gjør alle regnskapsårene direkte sammenlignbare fordi de samme regnskapsregler og prinsipper er lagt til grunn.

Jeg har altså valgt å benytte tidsperioden 2009 til 2013 som jeg synes er fornuftig. Jeg hadde egentlig veldig lyst til å inkludere år 2014 i mitt resultat da dette ville gitt en mye mer dagsaktuell oppgave. Dette kan legges til i oppgaven når tallene offentliggjort dersom Komplett har ønske om dette i ettertid.

12.1.2 Inkluderte selskap

I utgangspunktet hadde det vært et veldig spennende prosjekt å verdsatt hele Komplett AS med alle sine datterselskap. Det er et spennende konsern med mange selskaper som har god synergi. Ikke alle er like relatert, men noen er så tett bundet sammen at det ene nesten ikke kunne eksistert uten det andre. Dette er interessant fordi det viser at det ikke nødvendigvis ville vært attraktivt å kjøpe opp Komplett Services AS uten å kjøpe andre søsterselskaper. Dette må jeg ta hensyn til i min konklusjon. Som du forstår har jeg likevel valgt å kun verdsette Komplett Services AS. Dette kommer av flere grunner. For det første er Komplett Services AS selskapet bak komplett.no, det er her alt startet. For det andre så er det ingen tvil om at Komplett Services AS står for majoriteten av verdiskapelsen til Komplett AS. Men den viktigste grunnen er likevel omfanget av å verdsette hele konsernet.

Dersom hele konsernet skulle verdsettes ville jeg har gjort dette så grundig som mulig. Det vil si at jeg ville verdsatt hvert enkelt datterselskap for seg for å så sette det hele sammen. Dersom jeg ikke hadde fokusert på bunnivå på hvert enkelt selskap ville det vært lett å overse viktige parametere som kunne påvirket den totale verdien.

Vi vet også at Komplett AS kjøpte opp tyske Comtech den 13. februar 2015. I min verdsettelse vil jeg ikke ta hensyn til de synergieffekter og eventuelt andre fordeler dette kan gi til Komplett Services AS. Grunnen til dette er at oppkjøpet finner sted to år etter det

ferskeste årsregnskapet og at vi rett og slett vet for lite om Komplett AS sine planer med dette oppkjøpet. Dersom jeg hadde hatt mer informasjon om dette oppkjøpet ville det vært lettere å innarbeide det i min verdsettelse.

12.2 Presentasjon av av regnskapet

Komplett Services AS har blitt revidert av KPMG fra 2009 – 2012. I 2013 byttet selskapet revisor til BDO. De samme regnskapsprinsippene er lagt til grunn for alle regnskapsårene.

Alle regnskapstall er offentlig tilgjengelige og er lastet ned fra brønnøysundregistrene.no.³³ Jeg har lastet ned hele årsrapporten for år 2009 – 2013.

³³ <https://w2.brreg.no/eHandelPortal/ecomsys/velg.jsp?enhetsnr=979642121&action=getList>

12.2.1 Resultatregnskap 2009 – 2013

Komplett Services AS resultatregnskap	2009	2010	2011	2012	2013
Salgsinntekter av varer	2 378 287	3 655 851	3 818 586	3 625 825	3 673 773
Andre driftsinntekter	24 072	35 900	221 022	37 632	35 887
Sum driftsinntekter	2 402 359	3 691 751	4 039 608	3 663 457	3 709 661
Varekostnader	2 155 643	3 313 912	3 459 525	3 340 785	3 377 453
Lønnskostnader	86 746	155 787	151 535	115 790	125 717
Avskrivninger	17 185	28 395	30 556	24 595	22 919
Andre driftskostnader	62 464	128 080	119 785	90 731	107 344
Sum driftskostnader	2 322 038	3 626 175	3 761 402	3 571 901	3 633 433
Driftsresultat	80 321	65 576	278 206	91 556	76 228
Renteinntekt fra foretak i samme konsern			2 191	5 980	4 958
Annen renteinntekt			2 105	706	575
Finansinntekter	1 095	3 257	276	280	301
Rentekostnad til foretak i samme konsern			7 345	6 864	5 813
Annen rentekostnad			3 038	1 885	1 936
Finanskostnader	5 369	9 688			
Finansresultat	-4 274	-6 431	-5 809	-1 783	-1 915
Resultat før skatt	76 047	59 146	272 397	89 774	74 313
Skattekostnad	21 454	16 917	76 388	25 312	20 517
Årsresultat	54 592	42 228	196 008	64 462	53 796
Resultat per aksje	60,66	46,92	217,79	71,62	59,77

Vedlegg nr. 2: Resultatregnskap 2009 - 2013 (Tall i 1000)

Komplett Services AS har gått med solid overskudd fra 2009 – 2013. Selskapet gjorde en kraftig økning i både inntekter og kostnader fra 2009 – 2010.

I år 2011 observerer vi en uvanlig post, nemlig annen driftsinntekt på kr. 221.021.809. I 2010 ble Kompletts netthandler fra Nederland, Belgia og Irland solgt til Paradigt Holding B.V. Salgssummen var kr. 185.000.000 og den unormale posten i 2011 kommer fra dette salget.

Vi ser at det har blitt gjort endringer i hvordan finanspostene presenteres i år 2009 – 2010 til år 2011 – 2013. Finansresultatet holder seg stabilt frem til 2012 når vi ser en økning i finansinntekter og reduksjon i finanskostnader.

12.2.2 Balanse, Eiendeler fra 2009 – 2013

Eiendeler	2009	2010	2011	2012	2013
Utsatt skattefordel	7 978	11 411			
Programvare	21 866	24 761	34 627	34 658	30 343
Sum immaterielle eiendeler	29 844	36 172	34 627	34 658	30 343
Innredning leide lokaler	5 975	7 891	7 756	7 893	7 464
Maskiner og inventar	64 381	50 279	43 098	27 724	18 770
Sum varige driftsmidler	70 355	58 170	50 854	35 616	26 235
Andre fordringer	449	141	305 761	242 065	4 500
Sum finansielle anleggsmidler	449	141	305 761	242 065	4 500
Sum anleggsmidler	100 648	94 482	391 242	312 339	61 078
Varelager	195 144	344 502	368 553	348 675	404 718
Kundefordringer	133 304	189 696	89 536	89 834	97 247
Konsumentlån	87 230	147 729	155 496	142 446	164 492
Andre kortsiktige fordringer	24 179	61 529	82 162	78 957	105 868
Forskuddsbetalte kostnader	8 222	13 953	13 655	18 909	13 301
Mottatt konsernbidrag					16 700
Sum fordringer	252 936	412 907	340 849	330 145	397 609
Bankinnskudd og kontanter	84 564	17 583	27 899	106 999	8 135
Sum omløpsmidler	532 644	774 992	737 302	785 819	810 462
Sum eiendeler	633 292	869 475	1 128 544	1 098 158	871 540

Vedlegg nr. 3: Balanse, Eiendeler fra 2009 - 2013 (Tall i 1000)

Legg spesielt merke til at utsatt skattefordel er redusert til null i 2011 – 2013. Dette er fordi den har blitt flyttet til andre siden av balansen da denne ikke lengre er å klassifisere som en skattefordel. Den har altså byttet fortegn. Dette skjer fordi forskjellene mellom regnskapsmessig avskrivning og skattemessig avskrivning endrer seg. En utsatt skattefordel oppstår når de regnskapsmessige avskrivningene er større enn de skattemessige avskrivningene. Skattemessig avskrivning følger gitte satser (alt etter type eiendel) og man kan ikke skrive av mer enn den angitte satsen hvert år. Regnskapsmessig avskrives eiendeler etter slitasje og eventuelt verdifall. Det vil med andre ord si at regnskapsmessige avskrivninger sjeldent er like de skattemessige avskrivningene.

Den finansielle posten, andre fordringer, er i følge årsrapporten knyttet til konsernet og søsterselskap uten å gi detaljert informasjon om dette i noen av notene. Det er nærliggende å gå ut i fra at dette er diverse lån og mellomregninger til andre selskap i samme konsern.

Vi ser en nedgang i kundefordringer fra 2010 – 2011 selv om salgsinntektene i samme periode øker med ca. 162 millioner kroner. Fakturasalget er rettet mot bedrifter. I følge årsregnskapets note 11 ble salget mot bedrifter redusert med kr. 501.000.000,- fra 2010 til 2011. Reduksjonen i kundefordringer gir da mening.

Med konsumentlån snakker vi om den kreditten som gis til vanlige forbrukere. Dette kalles også for forbrukslån eller betalingsutsettelse. Selskaper som Elkjøp og Expert har valgt å bruke eksterne banker som Santander eller GE Money Bank til dette, men Komplett har valgt å stå for tjenesten selv.

Videre merker vi oss at det har blitt satt av konsernbidrag til Komplett Services AS. Dette er penger som Komplett ikke har mottatt enda. I følge regnskapsrapportens note 4 kommer dette bidraget fra søsterselskapet Norsk Bildelsenter AS. Vanligvis vil konsernbidrag bli betalt oppover, altså til morselskapet Komplett AS, men det er også anledning til å betale konsernbidrag nedover og mellom søsterselskap. Dette bidraget kan komme av at Komplett har veldig lavt bankinnskudd i utgangen av 2013 og hadde behov for å forbedre likviditeten.

12.2.3 Balanse, gjeld og egenkapital 2009 – 2013

Gjeld og egenkapital	2009	2010	2011	2012	2013
Aksjekapital	900	900	900	900	900
Overkursfond		24 726	24 726	24 726	24 726
Sum innskutt egenkapital	900	25 626	25 626	25 626	25 626
Annen egenkapital	133 283	145 509	263 435	234 209	218 853
Sum opptjent egenkapital	133 283	145 509	263 435	234 209	218 853
Sum egenkapital	134 183	171 135	289 061	259 835	244 480
Utsatt skatt			28 949	17 826	11 450
Annen langsiktig gjeld	130 000	200 000	240 000	240 000	
Sum langsiktig gjeld	130 000	200 000	268 949	257 826	11 450
Leverandørgjeld	229 194	367 748	371 900	381 443	437 165
Skyldig offentlige avgifter	12 137	15 093	13 689	12 586	13 599
Betalbar skatt	17 072	248			
Kortsiktig konserngjeld	75 200	66 000	128 674	130 122	112 744
Annen kortsiktig gjeld	35 506	49 251	56 272	56 345	52 102
Sum kortsiktig gjeld	369 109	498 340	570 534	580 497	615 610
Sum gjeld	499 109	698 340	839 483	838 323	627 060
Sum gjeld og egenkapital	633 292	869 475	1 128 544	1 098 158	871 540

Vedlegg nr. 4: Balanse, gjeld og EK 2009 - 2013 (Tall i 1000)

Utsatt skatt ble nevnt i forrige kapittel. Nettoen er her snudd og havner dermed på gjeldssiden i stedet for eiendelssiden. Dette på grunn av endrede avsetninger med tanke på midlertidige forskjeller i regnskapet.

Komplett Services AS har hatt en stor gjeldspost på 240 millioner til sitt morselskap Komplett AS. Denne ble nedbetalt i sin helhet i 2013. Dette bidrar til det lave bankinnskuddet i selskapet i utgangen av 2013.

Betalbar skatt blir fra og med 2010 flyttet ut av selskapet og opp til morselskap. Dette betyr ikke at Komplett Services AS ikke har skattekostnad, men i et konsern kan man velge på hvilket nivå man ønsker å plassere den betalbare skatten. Den betalbare skatten på 47 kroner i 2013 er en raritet og kan for eksempel komme av en avrunding eller lignende i regnskapet. Beløpet er uansett så lavt at det ikke krever videre forklaring.

12.3 Omgruppering av regnskapet

Det er nødvendig å lage en omgruppering av balanse og resultatregnskap som kun tar hensyn til selve driften. Dersom selskapet for eksempel selger et driftsmiddel og dermed har vesentlig høyere driftsinntekter er dette noe vi må ta hensyn til. Dette salget er nemlig ikke noe som reflekterer den daglige driften i selskapet. En investor er dermed ikke interessert i å betale ekstra for en salgssinntekt som ikke har noen påvirkning for fremtidige kontantstrømmer.

Omgrupperingen av regnskap og balanse skal avdekke to ting; investert kapital og driftsresultat justert for skatt (NOPLAT).³⁴ Utarbeidelsen av det omgrupperte regnskapet gjøres for å kunne regne ut ROIC (return on invested capital) og den frie kontantstrømmen, to parameter som er essensielle for verdivurderingen. Vi kan ikke regne ut disse parameterne fra de offisielle regnskapsoppsettene fordi at disse ikke skiller mellom drift, ikke-drift og den finansielle siden. For å komme frem til NOPLAT og ROIC må vi altså justere og omgruppere det originale regnskapet og balansen.

³⁴ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 108

12.3.1 Omgruppert og justert balanse

	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsrelaterte omløpsmidler	448 080	757 409	709 403	678 820	785 627
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	241 332	382 841	385 588	394 029	450 764
Driftsrelatert arbeidskapital	206 748	374 568	323 814	284 790	334 863
Driftsrelaterte anleggsmidler	315 062	328 592	327 933	331 465	326 711
Driftsrelatert langsiktig gjeld	130 000	200 000	268 949	257 826	11 450
Netto anleggsmidler	185 062	128 592	58 984	73 639	315 261
Investert kapital	391 810	503 160	382 798	358 430	650 123
Finansielle anleggsmidler	449	141	305 761	242 065	4 500
Finansielle omløpsmidler	84 564	17 583	27 899	106 999	24 835
Finansielle eiendeler	85 013	17 724	333 660	349 064	29 335
Totalt investert kapital	476 823	520 884	716 458	707 494	679 459
Egenkapital	209 383	237 135	417 735	389 958	357 224
Finansiell kortsiktig gjeld	52 577	49 499	56 272	56 345	52 102
Finansiell langsiktig gjeld	214 862	234 250	242 451	261 191	270 133
Totalt investert kapital	476 823	520 884	716 458	707 494	679 459

Vedlegg nr. 5: Omgruppert og justert balanse (Tall i 1000)

Jeg har valgt å bruke Koller sitt forslag til oppsett av omgruppert balanse fordi jeg synes denne er oversiktlig og lett å forstå.³⁵ Grunnen til at vi trenger å regne ut den totale investerte kapitalen er fordi at denne er nødvendig for å regne ut ROIC.

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Totalt investert kapital}}$$

³⁵ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 141

12.3.1.1 Egenkapital

En ting som er viktig å merke seg er at avsatt utbytte har blitt behandlet som egenkapital i stedet for kortsiktig gjeld slik som det er i den originale balansen. Det er helt vanlig å klassifisere skyldig utbytte som gjeld i Norge, men dette er ikke logistisk i øynene til en investor. Det gir nemlig ikke mening at en aksjeeier kan skylde utbytte til seg selv. På grunnlag av dette omklassifiseres foreslått utbytte, eller konserngjeld, til egenkapital.

12.3.1.2 Pensjonsavsetning

I Komplett Services AS finnes det ingen balanseførte pensjonsforpliktelser. I regnskapets³⁶ note 12 om lønnskostnader står det: «[...]Den nye AFP-ordningen er en ytelsesbasert flerforetakspensjonsordning, og finansieres gjennom premier som fastsettes som en prosent av lønn. Foreløpig foreligger det ingen pålitelig måling og allokering av forpliktelse og midler i ordningen. Regnskapsmessig blir ordningen behandlet som en innskuddsbasert pensjonsordning, hvor premiebetalingen kostnadsføres løpende, og ingen avsetninger foretas i regnskapet. [...] Når eller hvis tilstrekkelig data foreligger på en tilgjengelig måte, slik at beregninger kan foretas, kan det ikke utelukkes at forpliktelsen som må innarbeides vil være betydelig»

Det finnes to måter³⁷ man kan løse pensjonsproblemet på i Norge. Man kan ha en ytelsespensjon som garanterer den ansatte hvor mye han skal ha utbetalt i lønn når han går ut som pensjonist. Dette kan også kalles en forsikringsordning og gir full forutsigbarhet for den ansatte som vet 100% sikkert hvor høy pensjon han kan vente seg. Denne ordningen skaper usikkerhet for selskapet.

Man kan også bruke en innskuddspensjon som innbetales i et fond (eller lignende) til den gitte ansatte. Dette fondet vil bli brukt som grunnlag til den ansattes pensjonsutbetalinger. Forskjellen er at innskuddspensjonen kostnadsføres fortløpende, krever ingen balanseavsetninger og plasserer hele risikoen (for eksempel verdiendringer av fondet) på den

³⁶ Komplett Services AS: Årsregnskapet for regnskapsåret 2013. Side 20

³⁷ <https://www.finansforbundet.no/pensjon/innskudd--og-ytelsespensjon/> Lastet ned 06.06.15

ansatte. Innskuddspensjon er forutsigbart for bedriften og beregnes som en prosent av hver ansattes lønn. Denne ordningen er en spareordning for den ansatte og ikke en garanti/forsikring. Denne ordningen skaper usikkerhet for den ansatte.

Når vi leser sitatet over kan det være lett å bli litt forvirret fordi vi leser at ordningen som brukes er ytelsesbasert, men at den behandles som om den var innskuddsbasert. Det skrives at dette gjøres på grunn av manglende informasjon og grunnlag til å kunne beregne hvor mye som må avsettes.

Ved bruk av ytelsesbasert pensjon vil selskapet hele tiden sette av penger i et fond for å garantere for pensjonsforpliktelsene. Det hender imidlertid at bedriftens fond ikke strekker 100% til for de forpliktelser som er utestående. I disse tilfellene må selskapet rapportere hvor mye av forpliktelsene som ikke er garanterte gjennom pensjonsfondet. En viktig del av verdivurderingen er å finne ut hvor mye av pensjonene som er usikrede da dette vil påvirke verdien av selskapet.

Dette gjøres ved å først identifisere de usikrede pensjonsforpliktelsene i balansen.³⁸ Legg til overflødig pensjonsmidler til selskapsverdien og trekk i fra manglende pensjonsmidler. Deretter justerer man regnskapet ved å fjerne pensjonskostnaden og bare legge til gebyrer og amortiseringen av tidligere gebyrer forbundet med ytelsespensjonen.

Dette forblir ett av usikkerhetsmomentene i min verdivurdering. Fordi nødvendig informasjon ikke finnes har jeg ikke mulighet til å ta hensyn til pensjonsmidler. Jeg kommer til å behandle alle pensjonskostnader som innskuddspensjon. Den vil bli behandlet sammen med de andre lønnskostnadene og kostnadsføres kontinuerlig.

12.3.1.3 Leiekostnader

Komplett Services AS eier ikke, men leier lokaler. Dette innebærer at en stor del av driftskostnadene består av leie. I 2009 var leiekostnadene cirka 11% av driftskostnadene ekskludert varekostnader. Komplett kostnadsfører denne kostnaden løpende og aktiverer

³⁸ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 587

ikke noe i balansen. I følge regnskapets³⁹ note nummer 13 står det at leieavtalen utløper i 2018, men har opsjon for forlengelse. Komplett har investert ekstremt mye penger i innredning av lokalene, se maskiner og inventar i balansen, så det er rimelig å anta at Komplett har avtale om å bli værende en stund til.

Det er dessverre uvisst om avtalen til Komplett dreier seg om leasing eller en ordinær leieavtale. En finansiell leasingkostnad skal balanseføres, men samme kravet gjelder ikke for ordinære leieavtaler som i utgangspunktet ikke har noen avtale om mulighet for overtakelse av lokalet. Jeg har videre valgt å behandle lokalet til Komplett som et leieobjekt med mulighet for overtakelse. Det virker sannsynlig at dette er et sted Komplett vil bli værende i lang tid fremover og det er dermed ønskelig å gjøre regnskapet så korrekt som mulig ved å balanseføre dette som en eiendel.

I følge Koller⁴⁰ vil et selskap som velger å leie i stedet for å eie få kunstig lavt driftsresultat etter avskrivninger (EBIT) på grunn av høye leasingkostnader i forhold til sammenlignbare avskrivnings- og rentekostnader. I tillegg vil selskapet få kunstig høy kapitalproduktivitet fordi det leide lokalet ikke fremkommer i balansen.

Effekten av lavere EBIT og lavere investert kapital vil i utgangspunktet utligne hverandre, men det oppstår likevel et problem. Reduksjonen av EBIT er som regel lavere enn den tilsvarende reduksjonen i investert kapital. Dette fører til at ROIC vil bli kunstig høy og man lures til å tro at man kan forvente en høyere avkastning på investert kapital.

Men blir det riktig å balanseføre en eiendel som Komplett leier og ikke eier? Sannheten er at denne justeringen vil redusere ROIC, kapitalkostnad og samtidig øke gjeld. Den totale effekten av dette gjør at egenkapitalverdien forblir uendret.

Det oppstår imidlertid et lite problem. Når vi skal justere balansen er vi avhengig av å vite hva som er den faktiske verdien av leieavtalen, dette er ikke oppgitt i regnskapsnotene.

³⁹ Komplett Services AS: Årsregnskapet for regnskapsåret 2013. Side 21

⁴⁰ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 577

Koller anbefaler å bruke en formel⁴¹ som tar hensyn til anleggsmiddelets levetid, kostnad av lånt kapital og leiekostnader.

$$Eiendelens\ verdi_{t-1} = \frac{Leiekostnad_t}{k_d + \left(\frac{1}{Eiendelens\ levetid}\right)}$$

Vi står nå ovenfor et nytt problem som vi dessverre ikke har noe fasitsvar på. Problemet gjelder levetiden av lokalet til Komplett. Som nevnt er det rimelig å anta at Komplett har planer om å bli. Jeg går derfor ut i fra at Komplett har mulighet til å forlenge avtalen med ti år og at derfor avtalen har en varighet på 19 år fra og med 2009.

Kostnaden av rentebærende gjeld regnes ut ved å dele rentekostnadene på den totale rentebærende gjelden til komplett. Dette er noe unøyaktig, men gir oss likevel resultater som stemmer overens med markedsrenteutviklingen i gjeldene periode. Det er verdt å merke seg at det brukte gjelden er gjeld fra morselskap til datterselskap og det ser ut til at markedsrente har blitt brukt. I løpet av 2013 ble hele dette låne innfridd noe som gjør det umulig å regne ut prosentsatsen for dette året. For enkelthetens skyld har jeg brukt rentesatsen for 2012 til å regne ut verdien av 2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Rentekostnader	5 369	9 688	10 382	8 749	7 749
/Rentebærende gjeld	159 468	243 074	288 735	287 018	42 343
Rente	3,37 %	3,99 %	3,60 %	3,05 %	N/A
Levetid av eiendel	19	18	17	16	15
Leiekostnad (i 1000)	18 543	22 350	22 980	24 286	26 243
Verdi leiekontrakt (balanse)	214 862	234 250	242 451	261 191	270 133
Avskrivning	11 309	13 014	14 262	16 324	18 009
Netto effekt (driftsresultat)	7 234	9 336	8 718	7 962	8 234

Tabell 1: Verdi av kapitalisert leiekontrakt (tall i 1000)

Vi ser at den balanseførte verdien av lokalene øker etter hvert som leiekostnadene øker noe som også fører til økte avskrivninger. Nettoeffekten til EBIT er positiv, som forventet, og fører til bedre NOPLAT.

⁴¹ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 583

12.3.1.4 Vurdering av avsetning på tap og garantier

Komplett vurderer hele tiden fordringene sine og gjør avsetninger for mulige fremtidige tap. Det gjøres tilsvarende vurderinger for garantiavsetninger. Det er vanskelig for meg å si noe om avsetningene som Komplett gjør er korrekt eller ikke. Dette er et område hvor det er risiko for regnskapsmanipulering. Jeg har ingen grunn til å tro at dette regnskapet er utsatt for manipulasjon. Jeg ønsker ikke å gjøre noen justeringer her da jeg bare risikerer å lage unødvendige forstyrrelser i analysen dersom mine forutsetninger er feil.

	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	2 378 287	3 655 851	3 818 586	3 625 825	3 673 773
Avsatt garanti	6 038	6 177	7 537	9 327	9 759
Garantiavsetning i %	0,25 %	0,17 %	0,20 %	0,26 %	0,27 %
Kundefordringer	220 534	337 425	245 033	232 279	261 739
Avsatt tap på fordringer	11 201	15 150	17 625	17 483	11 028
Tapsavsetning i %	5,08 %	4,49 %	7,19 %	7,53 %	4,21 %

Tabell 2: Garanti og tapsavsetning (tall i 1000)

Vi ser at garantiavsetningen varierer fra 0,17% til 0,27% med et gjennomsnitt på 0,23%. Det er betryggende at variasjonene er små noe som reduserer risikoen for regnskapsmanipulering.

Tapsavsetningen i prosent av totalt utestående kundefordringer varierer fra 4,21% til 7,53% med et gjennomsnitt på 5,70%. Variansen er noe større her, men trenger nødvendigvis ikke bety høyere risiko. Ettersom at Komplett står for kreditt til både andre bedrifter og konsumenter så er det sannsynlig at det også gjøres løpende vurderinger av deres kundefordringer, da spesielt konsumentlånene. Det kan tenkes at tapsavsetningen er større rett og slett fordi risikoen forbundet med kundefordringene har blitt regnet ut til å være større i noen av årene.

12.3.1.5 Ukuransavsetning

Den samme risikoen for regnskapsmanipulering finnes også når vi snakker om varelageret. Dette er også vanskelig for en ekstern analytiker å vurdere uten å ha tilgang til detaljert regnskap. Varelageret blir fortløpende vurdert etter omløpshastighet og ukuransavsetninger

blir gjort på grunnlag av dette. Jeg går ut i fra at Komplette gjør riktige vurderinger hva gjelder ukurans og varelagerets verdi.

12.3.2 Omgruppert og justert resultatregnskap

	2009	2010	2011	2012	2013
Justerte driftsinntekter	2 378 287	3 655 851	3 818 586	3 625 825	3 673 773
Varekostnader	2 155 643	3 313 912	3 459 525	3 340 785	3 377 453
Lønnskostnader	86 746	155 787	151 535	115 790	125 717
Andre driftskostnader	62 464	128 080	119 785	90 731	107 344
Justering av leide lokaler	-18 543	-22 350	-22 980	-24 286	-26 243
Justert EBITDA	91 977	80 422	110 721	102 805	89 503
Justerte avskrivninger	25 813	33 354	33 090	32 526	31 178
Justert EBITA	66 164	47 068	77 631	70 280	58 324
Amortiseringer	6 278	10 291	14 405	13 259	14 588
Justert EBIT	59 886	36 777	63 226	57 021	43 736
Driftsrelatert skatt	15 386	9 449	16 244	14 650	11 236
NOPLAT	44 500	27 328	46 982	42 371	32 500

Vedlegg nr. 6: Omgruppert og justert resultatregnskap (Tall i 1000)

Fullstendig oppsett av omgruppert og justert regnskap finnes i vedlegg nr. 6.

Det har blitt tatt hensyn til vurderingen av leide lokaler. Her har kostnaden blitt reversert på grunn av balanseføringen og de beregnede avskrivningskostnadene har blitt lagt til på grunnlag av de samme vurderingene som ble gjort i forrige delkapittel.

12.3.2.1 Driftsrelatert skattesats

I det justerte regnskapet er målet å komme frem til justert NOPLAT som er driftsresultatet justert for skatt. Vi regner oss først frem til driftsresultatet før finansposter og skatt og trekker deretter fra skatten. Vi kan ikke trekke fra skattekostnaden som fremkommer i resultatregnskapet fordi denne ikke inkluderer justeringene vi har gjort i regnskapet samt finansposter. Vi er derfor nødt til å regne ut den driftsrelaterte skattesatsen fra 2009 til 2013. I følge Koller⁴² kan dette gjøres ved å trekke i fra skatteskjoldet fra finansposter og dermed

⁴² Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 547

sitte igjen med driftsrelatert skatt. Deretter dividerer man med driftsresultatet for å finne den driftsrelaterte skattesatsen. Videre ønsker vi å finne ut hva den normaliserte skattesatsen blir, som vi finner ved å ta et enkelt gjennomsnitt av satsen fra 2009 til 2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Skattekostnad i regnskapet	21 454	16 917	76 388	25 312	20 517
28% skatt finansresultat	-1 197	-1 801	-1 627	-499	-536
Driftsrelatert skatt	20 258	15 117	74 762	24 812	19 980
/ driftsresultat	80 321	65 576	278 206	91 556	76 228
Driftsrelatert skattesats	25 %	23 %	27 %	27 %	26 %
Normalisert (gjennomsnitt)	26 %				

Tabell 3: Driftsrelatert skattesats (tall i 1000)

Vi ser at den normaliserte driftsskattesatsen er 26% som er noe under skattesatsen på 28% som var gjeldende i intervallet. Fra og med 2014 har skattesatsen blitt satt ned til 27%.

12.3.2.2 Avskrivning og amortisering

Amortisering er akkurat det samme som avskrivning. Forskjellen er at amortisering blir brukt til å skrive av immaterielle eiendeler, mens avskrivning blir brukt til å skrive av øvrige eiendeler. I regnskapet til Komplett Services AS finnes det ikke amortiseringskostnader. Likevel finnes det avskrivningskostnader på immaterielle eiendeler som for eksempel programvare. Jeg har valgt å omklassifisere regnskapet til å vise amortisering og avskrivning separat i stedet for samlet. Dette påvirker ikke regnskapet eller verdivurderingen. Det er blitt gjort for å gjøre regnskapet så detaljert som mulig uten å skape unødvendig støy. Denne justeringen kan gjøres helt uten usikkerhetsmomenter. Se vedlegg nr. 7 for fullstendig oppsett.

	2009	2010	2011	2012	2013
Avskrivningskostnad	-21 274	-24 560	-23 177	-23 076	-18 007
Justert avskrivning for balanseførte lokaler	-10 390	-11 940	-13 242	-15 339	-16 966
Amortiseringskostnad	-9 210	-12 426	-17 732	-18 884	-19 947
Sum justert	-40 874	-48 926	-54 151	-57 299	-54 920
Viderefakturert amortisering	2 995	2 182	3 390	5 724	5 461
Viderefakturert avskrivning	6 919	4 313	4 431	6 995	4 930
Viderefakturerte avskrivninger	13293	8591	10353	17369	15037
Avskrivninger og amortisering i regnskap	-17 185	-28 395	-30 556	-24 595	-22 919

Vedlegg nr. 7: Avskrivninger og amortiseringer (tall i 1000)

12.3.2.3 Justering av driftsinntekter

Det offisielle regnskapet består av salgsinntekter av varer og «andre driftsinntekter». Det forekommer stor varians i andre driftsinntekter mens salgsinntekter fra varer er mer stabil. Grunnen til dette er at andre driftsinntekter blir brukt for eksempel når et driftsmiddel eller annen eiendel selges med gevinst. Det store hoppet på nesten 200 millioner kroner i 2011 skyldes i følge regnskapets⁴³ note 17, at Komplett selger deler av sine eiendeler til søsterselskapet Komplett Distribusjon med en gevinst på 184,9 millioner.

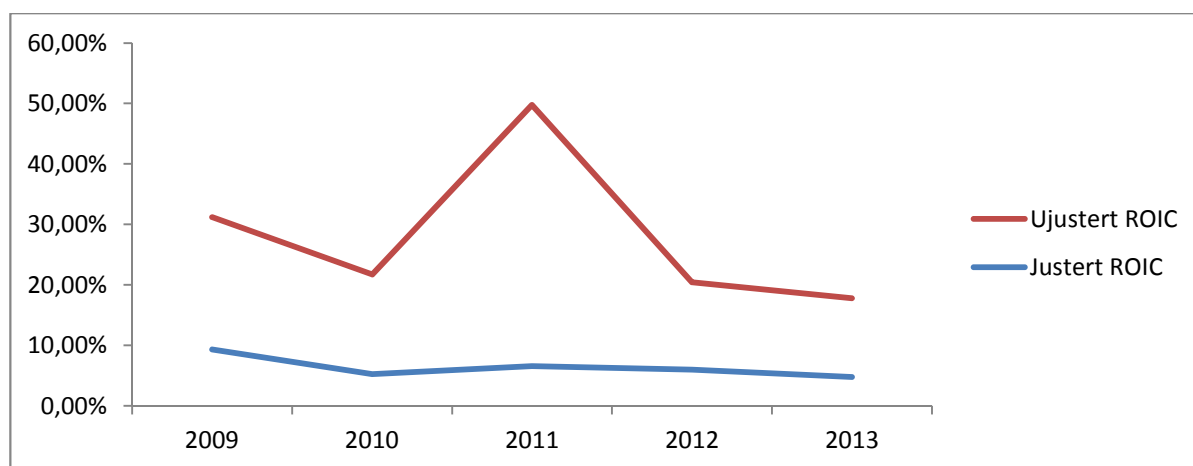
Dett er såkalte unormale poster som ikke har noe med den daglige driften til selskapet å gjøre. Vi justerer derfor regnskapet ved å trekke i fra «andre driftsinntekter» fra beregningene.

12.3.2.4 Endringer i avkastning på sysselsatt kapital

På grunn av justeringene som er gjort i forbindelse med balansen og NOPLAT vil ROIC endre seg.

	2009	2010	2011	2012	2013
Justert ROIC	9,87 %	5,63 %	6,84 %	6,25 %	5,03 %
Ujustert ROIC	21,83 %	16,46 %	43,22 %	14,47 %	13,00 %

Tabell 4: Justert og ujustert ROIC



Figur 1: Justert og ujustert ROIC

⁴³ Komplett Services AS: Årsregnskapet for regnskapsåret 2011. Side 19

Vi forventet en reduksjon i ROIC grunnet alle justeringene vi har foretatt og nå får vi bekreftet akkurat dette. Vi ønsker gjerne å observere en ROIC som er høyere enn 20%, men ser at den realistisk sett er mye lavere. Vi må huske at dette er historiske tall og dermed ikke definerer fremtiden. Selv om dagens ROIC ikke er så høy som vi ønsker betyr ikke det at fremtidens kontantstrømmer er dårlige.

Den ujusterte ROIC er uforutsigbar, gjør store hopp og gir generelt lite mening. Grafen er en god illustrasjon på hvorfor det er viktig å skille ut alt som ikke har med den daglige driften å gjøre.

13. Nøkkeltallanalyse

Denne delen av oppgaven fokuserer risiko og lønnsomhet. Komplett Services AS vil her bli sammenlignet med resten av bransjen med fokus på hvordan selskapet sammenligner med sine konkurrenter. Kapittelets første del handler likviditet eller risiko. Andre del handler om lønnsomhet og avkastning.

Jeg har valgt å sammenligne med en rekke nettbutikker og de fem store varehuskjedene i Norge. Varehusene som er med i analysen er Expert, Elkjøp, Lefdal, Euronics og svenske Siba. Nettbutikkene som er med i analysen er Dustin og Multicom. Jeg ønsket i utgangspunktet også å ta med Kompletts største internettkonkurrent, nemlig NetOnNet, men grunnet lite offentlig og sterkt varierende regnskapsrapporter valgte jeg å ekskludere dette selskapet.

Jeg har valgt å sammenligne Komplett med bransjens gjennomsnittstall. Et problem med denne analysen er at Elkjøp er vanvittig mye større enn alle sine konkurrenter. Jeg har derfor valgt å presentere Elkjøp for seg selv og bransjegjennomsnittet ekskludert Elkjøp og Komplett. På denne måten får vi et bedre inntrykk av hvordan markedet ser ut for de mindre aktørene for seg selv. Det kan være aktuelt å nevne at Elkjøp er eid av utenlandske Dixon. Dette kan forstyrre analysene i større eller mindre grad dersom Elkjøp for eksempel har plassert deler av varelageret sitt i et annet selskap.

Gjennomsnittet for bransjen er tatt ved å bruke median. Dette er gjort fordi det finnes til dels store variasjoner dersom et selskap har stor unormaliteter i regnskapet sitt et år. Median gir derfor et mer pålitelig resultat.

13.1 Risikoanalyse

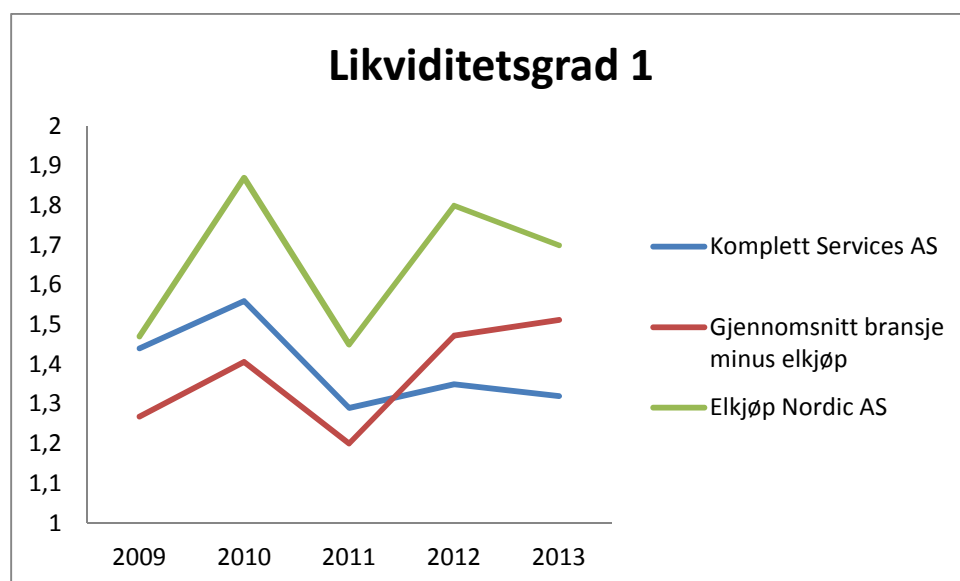
13.1.1 Likviditet

Likviditet er knyttet til evnen til å opparbeide kontanter som brukes til å betale kortsiktig gjeld. Omløpsmidlene består av eiendeler som kan konverteres til kontanter i løpet av kort tid som for eksempel kundefordringer. Bankinnskuddet i seg selv er også et omløpsmiddel

og tas med i analysen. I følge Fladstad og Tofteland er denne analysen brukt for å finne ut hvorvidt selskapet evner å innfri sine kortsiktige forpliktelser innen forfall.⁴⁴

Det finnes to likviditetsgrader. Grad nr. 1 inkluderer alle omløpsmidlene, mens grad nr. 2 skiller ut varelageret da dette regnes å være vanskeligere å konvertere om til kontanter enn resten. I denne bransjen er varelagerets omløpshastighet høy noe som gjør at vi legger mindre vekt på likviditetsgrad 2.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{omløpsmidler}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$



Figur 2: Likviditetsgrad 1

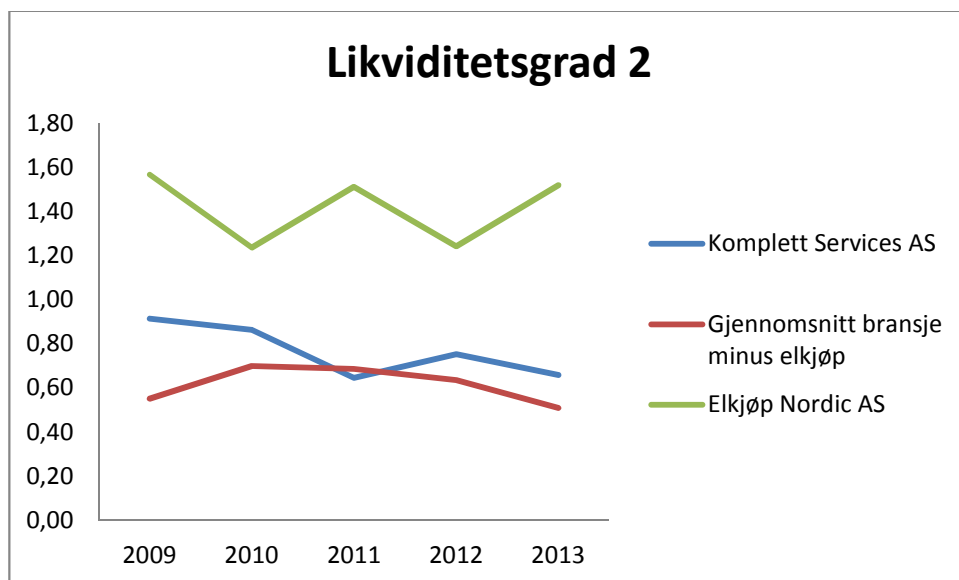
Fladstad argumenterer for at likviditetsgrad 1 er den minst egnede måten å finne selskapets evne til å innfri kortsiktig gjeld innen fristen, men argumenterer likevel for at metoden fungerer bra i en normalsituasjon. Proff Forvalt sier at en likviditetsgrad 1 mellom 1-1,49 er tilfredsstillende, mens den klassifiseres som bra når den er over 1,5.⁴⁵ Komplett viser til en generelt god likviditetsgrad. Den lave graden i 2013 kan dels skyldes nedbetaling av en stor gjeldspost til morselskap og derfor lavt bankinnskudd ved slutten av året. Bransjens

⁴⁴ Fladstad og Tofteland. Finansregnskap Vurdering og analyse 2. utgave. 2006. Side 225

⁴⁵ <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/L>. Lastet ned 09.06.15

gjennomsnitt er varierende, men tyder på at likviditeten generelt er akseptabel. Elkjøp har en meget god likviditet.

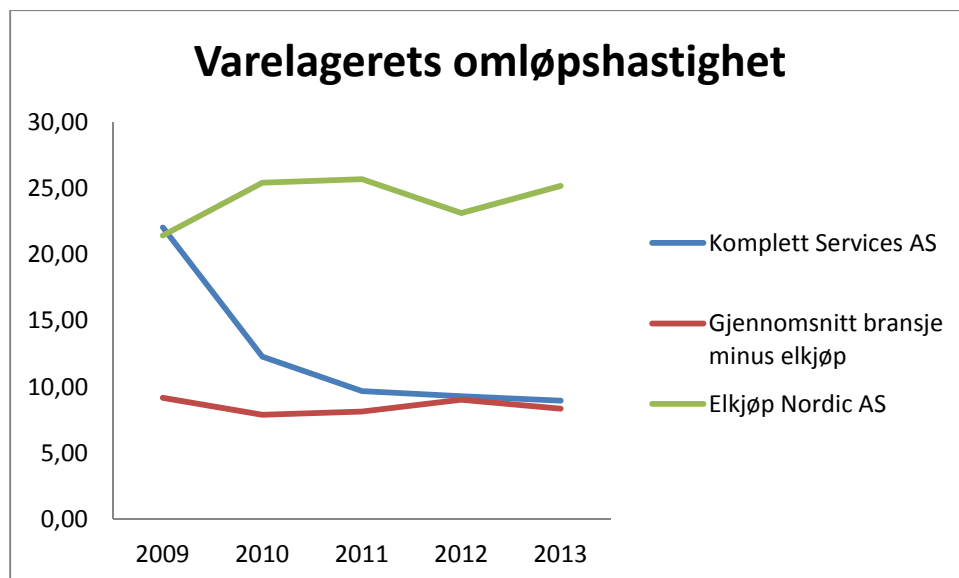
$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{kortsiktig gjeld}}$$



Figur 3: Likviditetsgrad 2

Proff Forvalt sier at grad nr. 2 bør være over 0,8, mens alt over 1,4 er meget bra. Her ser vi at Komplett sammen med resten av bransjen ikke har fullt like god likviditet. Dette bekrefter at bransjen er avhengig av god omløpshastighet av varelageret.

Litt av grunnen til at Elkjøp skiller seg markant ut kan forklares av varelagerets omløpshastighet.



Figur 4: Varelagerets omløpshastighet

Tallene viser at Elkjøp har en omløpshastighet som er omtrent dobbelt så høy som resten av bransjen. Dette henger tett sammen med Elkjøps gode likviditetsgrad. Selskapet klarer faktisk å omsette ca. 25 varelager i året, et tall som er ekstremt bra. Dette er faktisk bedre enn hva Rema⁴⁶ presterer, men det må sies at Rema har et veldig mye større varelager og ikke er direkte sammenlignbar. Komplett gjør det veldig bra i 2009 som er året etter byggingen av det nye varelageret. Dette kan med andre ord bety at 2009 ikke er helt representativt siden effekten av det nye varelageret var i en overgangsfase. Komplett er litt bedre i gjennomsnittet og omsetter sitt lager ca. 10 ganger i året. En lav omløpshastighet kan bety at et selskap har for stort varelager. En høy omløpshastighet betyr at man binder mindre kapital i varelageret til enhver tid. Jeg mener at Komplett ikke binder for mye kapital i sitt varelager, men tror selskapet har anledning til å forbedre seg på grunnlag av Norges mest sofistikerte lagerbygg. Det er viktig å poengtere at bransjen generelt gjør det bra på dette området, men blir stilt i et dårlig lys av Elkjøp som gjør det ekstremt bra.

Ved å sammenligne Elkjøp og Komplett direkte er det også viktig å huske at Komplett har et mye bredere vareutvalg og har derfor behov for å lagerføre mer nisjeprodukter enn Elkjøp som fokuserer i mye større grad på generelle produkter.

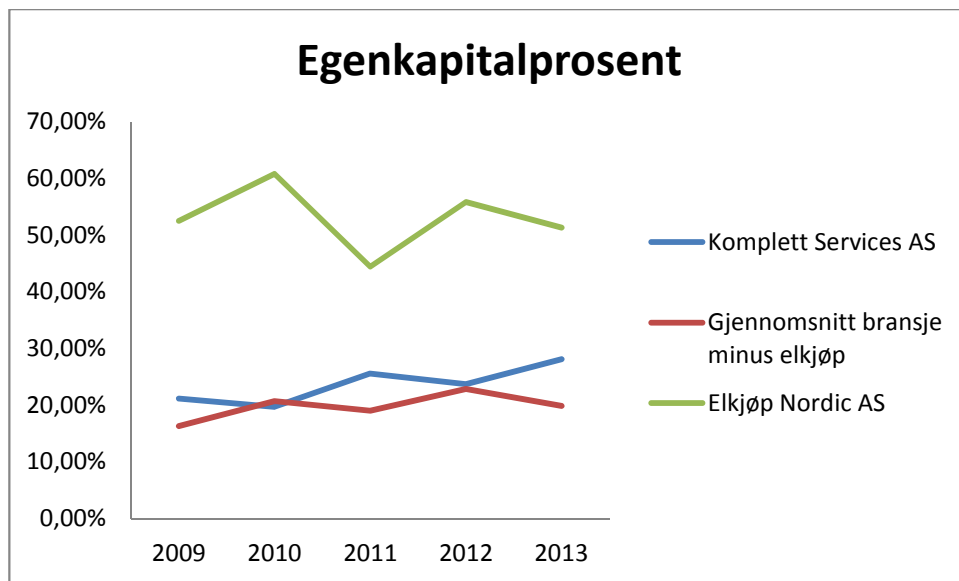
⁴⁶ <http://www.proff.no/regnskap/rema-distribusjon-norge-as/langhus/dagligvarer-agentur-og-engros/Z0I778ME/>. Lastet ned 09.06.15

Til slutt vil jeg nevne at disse tallene er sensitive for store avskrivninger av varelager og andre omløpsmidler. En unormalt stor avskrivning av for eksempel varelageret vil gi et urealistisk og feil nøkkeltall.

13.1.2 Soliditet

Hvor lenge kan et selskap gå med underskudd? Dette er noe av det soliditet handler om. Soliditeten til et selskap er derfor mer knyttet opp mot det langsiktige perspektivet i forhold til likviditeten som er et kortsiktig perspektiv. Dersom et selskap taper penger betyr dette at egenkapitalen reduseres. Et selskap med høy egenkapital vil naturlig nok tåle å tape penger over lengre tid.

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



Figur 5: Egenkapitalprosent

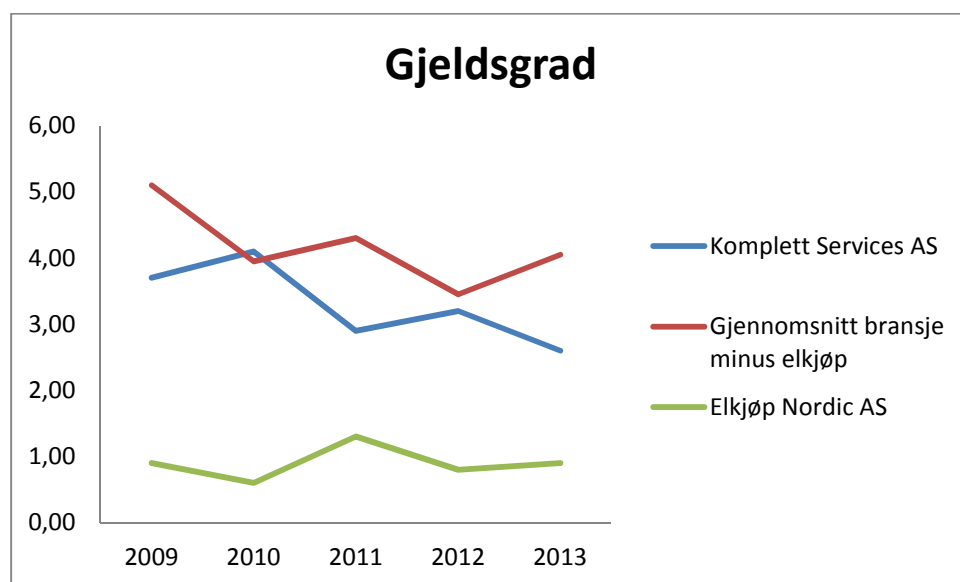
Proff Forvalt sier at andelen egenkapital er tilfredsstillende mellom 10-17%. En gammel tommelfingerregel sier at egenkapital over 40% er trygt og bra. Jeg ønsker å argumentere for at en høy egenkapitalprosent også byr på skattemessige ulemper da finansieringen ikke drar like god nytte av skatteskjold fra rentekostnader. Jeg synes derfor ikke at man bør jobbe for å nå en egenkapitalprosent på 40% eller høyere, men heller plassere seg på et nivå som er fornuftig og trygt i forhold til den situasjonen bedriften er i.

Elkjøp har hatt mange år på å opparbeide en ekstremt høy egenkapital og har derfor naturlig endt opp som et svært solid selskap. Konkurrentene er alle mye yngre og har ikke hatt like mye tid til å jobbe opp egenkapitalen sin. Det kan dog også hende at Elkjøps tall ikke er sammenlignbare på grunn av samarbeidende selskap i Dixon Group.

Komplett sin egenkapital er stigende og det kan se ut som at ledelsen jobber mot en mindre aggressiv finansieringsstruktur.

Gjeldsgraden er et nøkkeltall som ser nærmere på hvor mye gjeld selskapet har i forhold til egenkapital. Mindre gjeldsgrad betyr mindre risiko da antallet kreditorer som kan slå selskapet konkurs er redusert.

$$\text{Gjeldsgrad} = \text{gjeld} / \text{egenkapital}$$



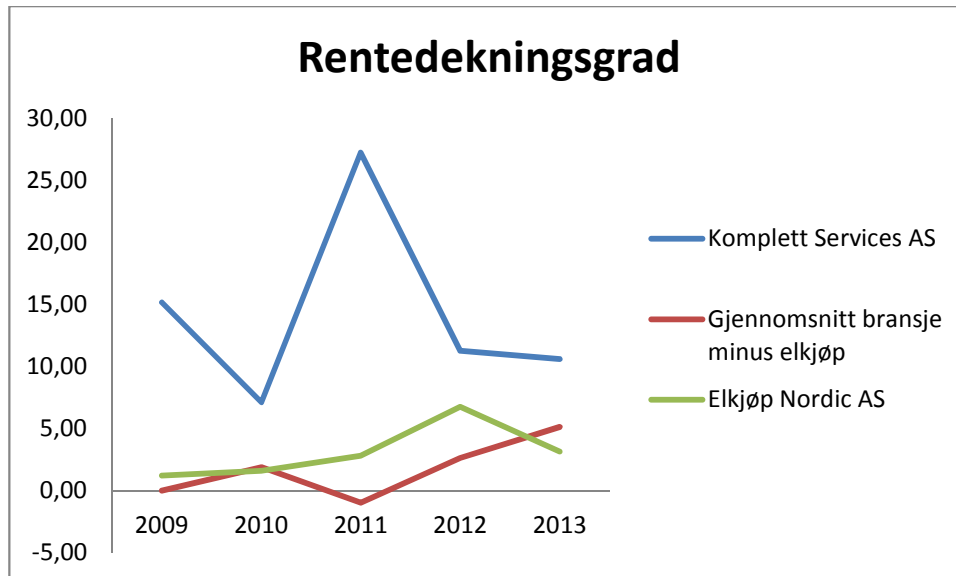
Figur 6: Gjeldsgrad

For at risikoen skal være ekstremt lav bør gjeldsgraden ligge rundt 1. Dette er det dog kun Elkjøp som klarer. Vi ser at Komplett er langt bedre enn gjennomsnittet og denne grafen bekrefter igjen at Komplett jobber mot en mindre aggressiv finansieringsstruktur. Med en gjeldsgrad på 2,6 i 2013 har Komplett en gjeldsgrad som ikke taler for høy risiko. Gjeldsgraden sier at for hver krone finansiert med egenkapital er 2,6 kroner finansiert med gjeld. For Elkjøp er altså forholdet 1:1, noe vi også kunne sett ut i fra egenkapitalprosenten.

At Komplet har lavere gjeldsgrad enn resten av bransjen er et godt tegn på at selskapet er veletablert og har lavere risiko enn gjennomsnittet.

Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad selskapet evner å dekke renteforpliktelser med utgangspunkt i den ordinære driften.⁴⁷

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{ordinært resultat} + \text{rentekostnader}}{\text{rentekostnader}}$$



Figur 7: Rentedekningsgrad

En rentedekningsgrad under 1 betyr at selskapet går med underskudd. Proff Forvalt sier at en rentedekningsgrad over 2 er bra og over 3,5 er meget bra.⁴⁸ Jeg har valgt å ta utgangspunkt i finanskostnadene i stedet for rentekostnadene for alle selskapene på grunn av at denne informasjonen var lettest tilgjengelig. Komplet har i 2013 en rentedekningsgrad som sier at selskapets resultat er 10,59 ganger større enn renteforpliktelsene. Vi ser vekk i fra år 2011 da dette er kunstig høyt på grunn av store unormale regnskapsposter.

⁴⁷ Fladstad og Tofteland. Finansregnskap Vurdering og analyse 2. utgave. 2006. Side 223

⁴⁸ <https://www.forvalt.no/Om/ordbok/R>. Lastet ned 09.06.15

I utgangspunktet skulle man tro at Elkjøp skulle hatt bedre rentedekningsgrad enn Komplett på grunn av lavere gjeldsgrad. Dette kan skyldes at Komplett har fått gunstige betingelser på sin finansiering og dermed kommer unna med lave finanskostnader.

En god rentedekningsgrad er svært viktig fordi denne ofte er brukt av kreditorer i forbindelse med kredittvurdering. Dette betyr at selskapet stiller sterkt med tanke på mulighet til å oppdrive gode kredittavtaler med sine leverandører. Det gjør at eksisterende gjeld står i mindre fare for å kreves innfridd. En kredittvurdering er selvfølgelig basert på mange faktorer, men en sterk rentedekningsgrad er et godt argument for lav risiko.

13.1.3 Konklusjon av risikoanalyse

Dette kapitlet har vist at Komplett Services AS stiller sterkt sammenlignet med de fleste konkurrenter. Elkjøp Nordic AS stiller i en annen liga, men dette er forståelig på grunn av selskapets fotfeste og alder i norsk marked. På grunnlag av de presenterte tallene konkluderes det at Komplett har lavere risiko enn gjennomsnittet i bransjen og leverer tilfredsstillende eller bedre tall på alle parametre. Det er for øyeblikket ingen fare for selskapets soliditet.

13.2 Lønnsomhetsanalyse

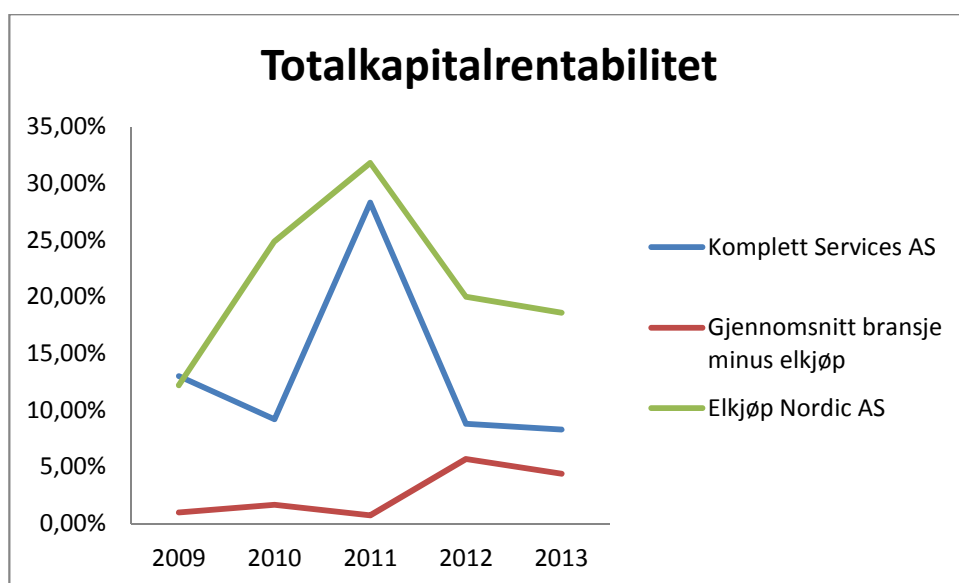
Når et selskap går med underskudd over lengre tid vil det til slutt gå konkurs. Dette er fordi egenkapitalen forsvinner sammen med investorenes vilje til å skyte inn mer egenkapital. Dette kapitlet handler om Kompletts evne til å generere avkastning til sine investorer slik at egenkapitalen øker i stedet for å synke. Positivt resultat er det som gjør at investorer kan velge å ta ut utbytte eller å la overskuddet følge selskapet i håp om ytterligere vekst.

Vi har allerede analysert en viktig parameter for lønnsomhet, ROIC, i kapitlet om regnskapsanalyse. I dette kapitlet skal vi se på flere nøkkeltall og sammenligne disse med resten av bransjen.

13.2.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten er i følge Fladstad et mål på hvordan selskapet har forvaltet sine samlede økonomiske ressurser.⁴⁹ Dette er selskapets avkastning på den totale kapitalen, altså summen av egenkapital og gjeld eller summen eiendeler.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{resultat før finanskostnader}}{\text{gjennomsnittlig total kapital}}$$



Figur 8: Totalkapitalrentabilitet

Umiddelbart ser vi at Komplett blir forstyrret av unormale regnskapstall i 2011. Komplett plasserer seg et stykke under Elkjøp og et lite stykke over det øvrige gjennomsnittet. Denne grafen viser spesielt godt hvor hard konkurransen er i markedet, men markedets lave bruttofortjeneste kom enda bedre frem da vi tidligere så på ROIC. Jeg tror Elkjøp skiller seg spesielt ut fra resten av markedet på grunn av bedre innkjøpsavtaler og markedsrett. Jeg tror også det er av stor betydning at Elkjøp har størst markedsandel av hvitevarer som er en produktgruppe med mye høyere bruttofortjeneste enn øvrige produkter. For eksempel Dustin og Multicom selger ikke hvitevarer i det hele tatt.

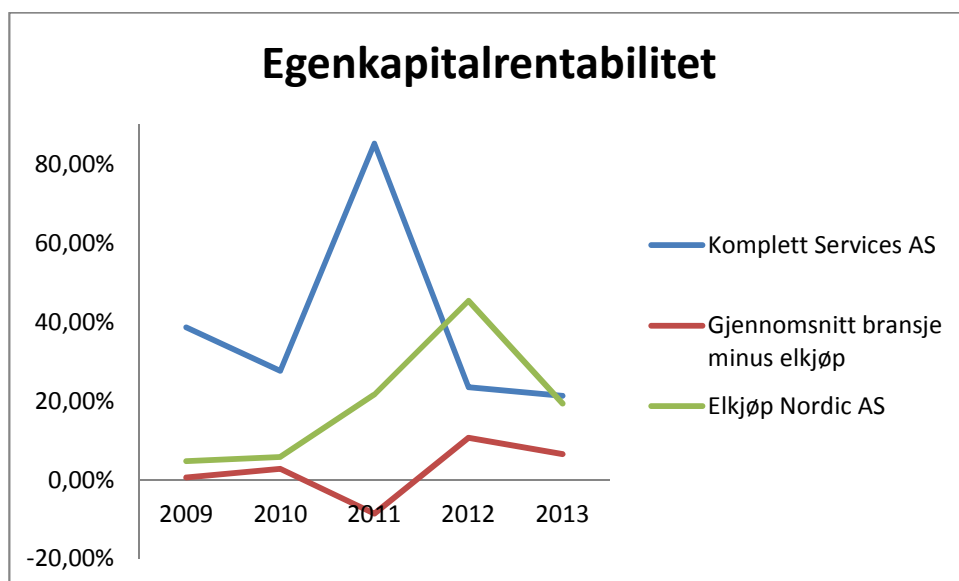
⁴⁹ Fladstad og Tofteland. Finansregnskap Vurdering og analyse 2. utgave. 2006. Side 196

Proff Forvalt sier at et rimelig nivå ligger på 10-15%, men at 6-10% er tilfredsstillende. Komplette kunne med andre ord ligge litt høyere i forhold til generelle anbefalinger, men i dette tilfellet ønsker jeg å putte slike anbefalinger til side med tanke på at Komplette ligger såpass mye høyere enn konkurrenten.

13.2.2 Egenkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten finner avkastningen på investert kapital, men den tar ikke hensyn til fordelingen av denne kapitalen. Med egenkapitalrentabiliteten ser vi på avkastningen på egenkapitalen alene. Det er investorene som tar høyest risiko av alle de som skyter penger inn i firmaet. I motsetning til banken har ikke investoren noen garanti om avkastningen slik som banken har rentekravet sitt. Det er derfor interessant å se på avkastningen i selskapet i forhold til egenkapitalen. I forhold til ROIC vil verdien av denne målingen være mye mindre. Ulempen er at den ikke tar hensyn til det justerte regnskapet slik vi gjorde med ROIC. ROIC tar kun hensyn til bedriftens hovedaktiviteter og påvirkes ikke av finansieringsstruktur. En investor være mye mer opptatt av ROIC enn egenkapitalrentabiliteten. Vi kan likevel bruke egenkapitalrentabiliteten til å sammenligne med resten av bransjen som vi ikke har beregnet ROIC for.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{årsresultat}}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}}$$



Figur 9: Egenkapitalrentabilitet

Vi bemerker igjen at år 2011 er et unormalt år for Komplett. Komplett leverer resultater langt høyere enn gjennomsnittet for bransjen og kan til og med konkurrere med Elkjøp denne gangen. I 2013 leverte selskapet egenkapitalrentabilitet på 21,33% som er bransjens høyeste.

	2009	2010	2011	2012	2013
Justert ROIC	9,87 %	5,63 %	6,84 %	6,25 %	5,03 %
Ujustert ROIC	21,83 %	16,46 %	43,22 %	14,47 %	13,00 %
Egenkapitalrentabilitet	38,65 %	27,66 %	85,18 %	23,49 %	21,33 %

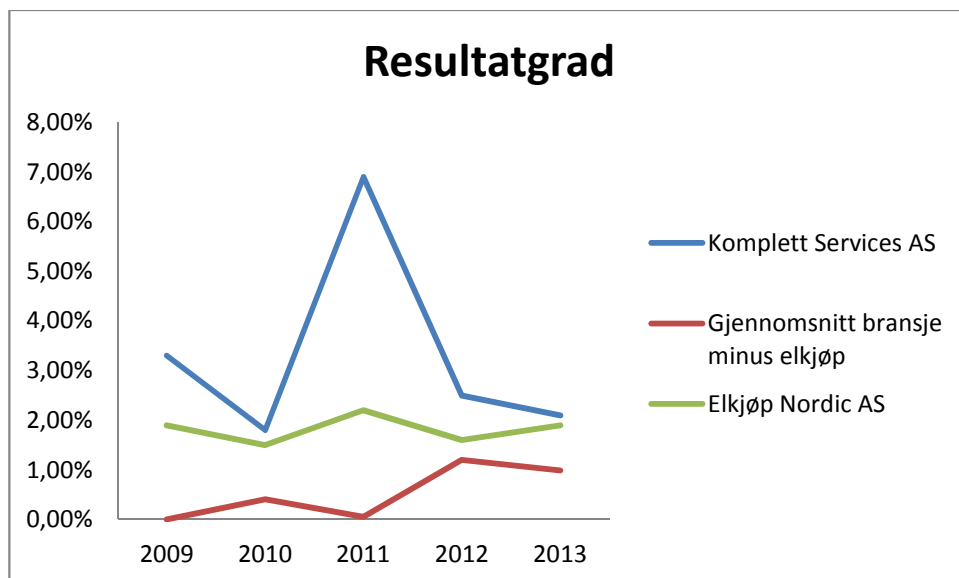
Ting blir svært interessant når vi sammenligner resultatene med ujustert og justert avkastning på investert kapital (ROIC). Vi ser at ujustert ROIC er ca. halvparten av egenkapitalrentabiliteten, mens justert ROIC er på bare 5,03% i 2013. Dette er et godt tegn på hvorfor det er skummelt å stole blindt på nøkkeltall. Avkastningen på selve kjernedriften, som er det selskapet garantert kommer til å holde på med i fremtiden, er mye lavere enn hva man antar etter å ha sett på egenkapitalrentabiliteten.

13.2.3 Resultatgrad

Resultatgraden viser hvor stor del av hver omsatte krone som er igjen til avkastning til egenkapitalen og godtgjørelse av fremmedkapitalen.⁵⁰ En rasjonell investor ønsker så høy resultatgrad som mulig og prøver gjerne å bedre denne ved å redusere kostnader eller øke salg.

$$\text{Resultatgrad} = \frac{\text{ordinært resultat} + \text{finanskostnader}}{\text{salgsinntekter}}$$

⁵⁰ <http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>. Lastet ned 09.06.15



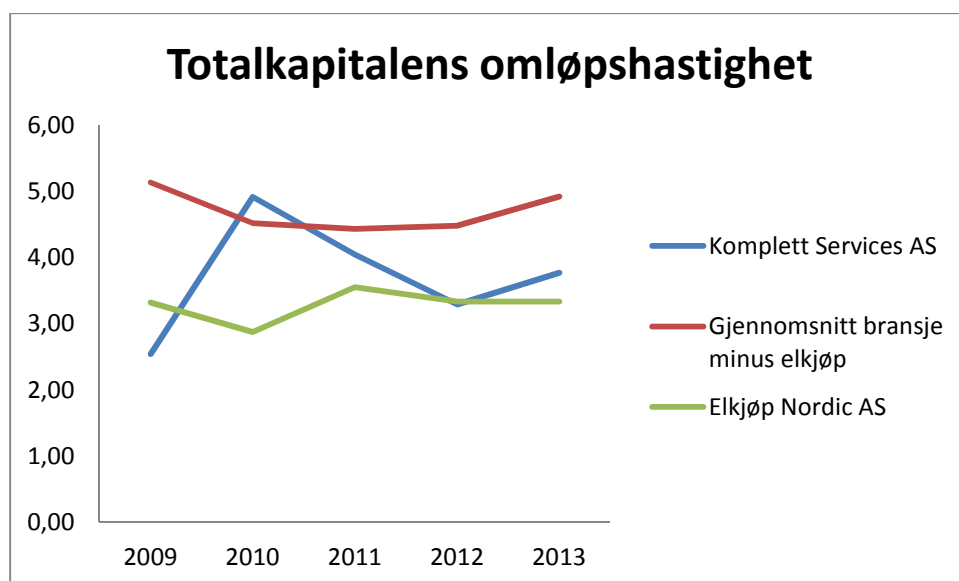
Figur 10: Resultatgrad

Sett bort i fra år 2011 ser vi at Komplet har en resultatgrad mellom 1,8% og 3,3% og dette er bedre en samtlige konkurrenter. Foruten år 2011 ser vi små svingninger, men kan ikke konkludere med et voksende eller synkende trend. Elkjøp ligger på rundt 2%, men bransjens gjennomsnitt ser ut til å vokse fra 0% til 1% over fem år.

13.2.4 Totalkapitalens omløpshastighet

Dette er et mål på hvor effektivt den totale kapitalen blir utnyttet. Dette er et forholdstall mellom totale inntekter og total kapital. Resultatet forteller oss hvor mye en investert krone kan bidra til å øke de totale inntektene.

$$\text{Totalkapitalens omløpshastighet} = \frac{\text{Driftsinntekter} + \text{finansinntekter}}{\text{total kapital}}$$



Figur 11: Totalkapitalens omløpshastighet

Det interessante med disse resultatene er at det tyder på at jo større selskapet blir jo vanskeligere blir det å holde effektiviteten på et høyt nivå. Dette gir mening fordi tiltak for effektivitet vil skalere mye bedre i tidlig investeringsfase enn i et fullmodent selskap.

En annen måte å tolke dette på er at i de mindre selskapene, bransjens gjennomsnitt, er det større potensial for høy vekst og rask avkastning på en investering, men med på kjøpet får du også høyere risiko. Det er likevel ikke til å benekte at alle selskapene gjør det svært bra med tanke på kapitalens omløpshastighet. Dette sier muligens mer om bransjens potensial enn hvert enkelt selskap.

13.2.5 Konklusjon av lønnsomhetsanalyse

Vi har sett at Komplett gjør det like bra som, eller bedre enn gjennomsnittet i bransjen. Selskapet scorer best på resultatgrad og egenkapitalrentabilitet som er et godt tegn. Selskapet leverer ikke de aller mest imponerende resultatene på alle parametre, men det er viktig å vurdere hvilken bransje dette er før vi tolker tallene. Det at Komplett gjør det bedre enn konkurrenter som Elkjøp på noen av nøkkeltallene er imponerende for et relativt ungt selskap.

Jeg synes likevel at selskapet har en ganske lav ROIC. Det kunne vært interessant å vite hva konkurrentene scorer på denne, men jeg har ikke data til å gjøre dette. Selskapet har ikke en særlig kraftig vekst i salgsinntekter de siste årene og dette er en av hovedårsakene til at vi ikke observerer vekst i ROIC.

Konklusjonen er at selskapets lønnsomhet kan virke noe lav, men er bedre enn markedets gjennomsnitt og derfor tilfredsstillende.

14. Historisk vekst. Grunnlag for prognose

I dette kapitlet studerer vi selskapets historiske vekst. Det er viktig å studere fortiden for å skape et realistisk bilde av fremtiden. Det er likevel ikke grunn til å konkludere med at fremtiden kommer til å være identisk fortiden. Ved å studere fortiden kan vi avdekke sammenhenger mellom visse parametre. Koller skriver at det er essensielt å forstå selskapets fortid for å estimere fremtiden.⁵¹ I mange tilfeller er det normalt at driftsinntektene til et selskap har en sammenheng med for eksempel driftskostnadene. Når inntektene stiger vil kostnadene også stige. Dette er informasjon vi kan bruke i fremtidsprognosene våre. Når vi vet hvor stor andel av inntektene som historisk har godt til varekostnad så er det lettere å argumentere/budsjettere for hva varekostnadene vil være i fremtiden.

Vi har allerede justert regnskapet og funnet utviklingen i ROIC per år. Videre skal vi se på veksten av forskjellige nøkkelparametre i det historiske regnskapet. Analysen tar utgangspunkt i normaliserte tall.

14.1 Vekst i egenkapital

	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat etter skatt	54 592	42 228	196 008	64 462	53 796
-Utbytte	68 707	47 520	92 645	93 688	69 152
Endring i annen egenkapital	-14 114	-5 292	103 363	-29 226	-15 356
Andel utbytte av resultat	1,26	1,13	0,47	1,45	1,29
Andel egenkapital av resultat	-0,26	-0,13	0,53	-0,45	-0,29
*EK-rentabilitet	38,65 %	27,66 %	85,18 %	23,49 %	21,33 %
Vekst i egenkapital	-9,99 %	-3,47 %	44,92 %	-10,65 %	-6,09 %

Tabell 5: Vekst i egenkapital

Det har vært en total gjennomsnittlig vekst i egenkapital på 2,94% fra 2009 til 2013. Hadde det ikke vært gevinst på salg av eiendel i 2011 så ville veksten vært negativ. Det er verdt å merke seg at veksten ikke er lav på grunn av dårlig prestasjon, men på grunn av høyt utbytte.

⁵¹ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 165

Selskapet betaler faktisk utbytte eller konsernbidrag som er høyere enn årsresultatet hvert år. Dette kan virke rart fordi man skulle tro at det er ønskelig å la en andel gå videre i selskapet for fremtidige investeringer og vekst. Grunnen til at dette blir gjort er måten konsernet blir styrt. Pengene blir flyttet til morselskapet som så fordeler pengene til de selskapene som trenger det. Det vil med andre ord si at når Komplett trenger kapital til en større investering vil det være lett å få et konsernbidrag av morselskapet eller et av søsterselskapene til å gjennomføre dette. På grunnlag av dette synes jeg ikke det er noe betenkelig med reduksjonen av egenkapitalen.

Tallene blir noe annerledes når vi justerer dem for unormale poster.

	2009	2010	2011	2012	2013
Justert resultat	45 345	28 230	47 848	43 263	33 418
Utbytte	68 707	47 520	92 645	93 688	69 152
Justert endring i annen egenkapital	-23 362	-19 290	-44 797	-50 425	-35 733
Andel utbytte av resultat	1,52	1,68	1,94	2,17	2,07
Andel egenkapital av resultat	-0,52	-0,68	-0,94	-1,17	-1,07
*Justert og normalisert EK-rentabilitet	21,66 %	12,64 %	14,61 %	10,71 %	8,95 %
Justert og normalisert vekst i egenkapital	-11,16 %	-8,64 %	-13,68 %	-12,49 %	-9,56 %

Tabell 6: Justert vekst i egenkapital

Vi observerer nå en gjennomsnittlig nedgang på 11,11% i egenkapitalen. Vi ser at andelen betalt utbytte er enda større basert på det korrigerede regnskapet.

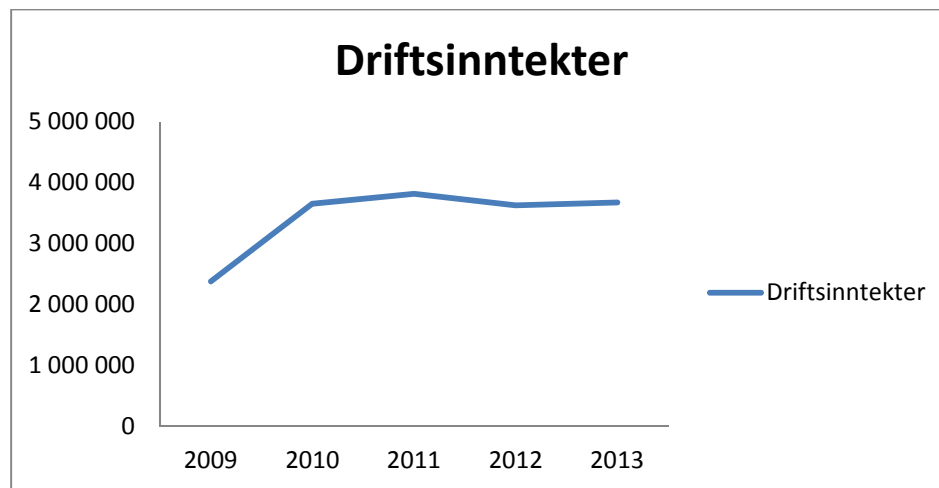
14.2 Vekst i driftsinntekter

Veksten i driftsinntekter setter ikke en standard for fremtiden, men hjelper oss likevel å forstå hva slags evne selskapet har til å vokse både med og uten nye investeringer. Vi vet at Komplett investerte i nytt lager i 2008 og dermed vil inntekten etter dette være interessant å vurdere.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Vekt		0,10	0,00	0,30	0,30	0,30
Driftsinntekter	2 499 283	2 378 287	3 655 851	3 818 586	3 625 825	3 673 773
Vekst i driftsinntekter		-4,84 %	53,72 %	4,45 %	-5,05 %	1,32 %

Tabell 7: Vekst i driftsinntekter

Ut i fra denne tabellen kan vi gå ut i fra at investeringen til Komplette ikke fikk full effekt før i regnskapsåret 2010. Vi observerer en vekst i inntekter på 53,72%.



Figur 12: Vekst i driftsinntekter

Det kan se ut som at Komplette har klart å få tilnærmet fullt utbytte av sin investering umiddelbart. Inntektene gjør nemlig først et kraftig hopp for å så stabilisere seg året etter uten å vokse noe mer. Den gjennomsnittlige veksten til Komplette i alle disse årene ekskludert 2010 er -0,27%. Dette kan tyde på at Komplette utnytter ressursene sine og trenger nye investeringer for å gjøre enda et bykst i driftsinntekter. Det kan også bety at Komplette opplever det som vanskelig å nå flere kunder. Dette er noe vi må ta hensyn til når vi skal vurdere den fremtidige veksten.

14.3 Forderling av driftskostnader

	2009	2010	2011	2012	2013
Varekostnader	2 155 643	3 313 912	3 459 525	3 340 785	3 377 453
Lønnskostnader	86 746	155 787	151 535	115 790	125 717
Andre driftskostnader	62 464	128 080	119 785	90 731	107 344
Driftskostnader minus avskrivninger	2 304 853	3 597 780	3 730 846	3 547 305	3 610 514
Varekost/driftskost	93,53 %	92,11 %	92,73 %	94,18 %	93,54 %
Lønnskost/driftskost	3,76 %	4,33 %	4,06 %	3,26 %	3,48 %
Andre kost/driftskost	2,71 %	3,56 %	3,21 %	2,56 %	2,97 %

Tabell 8: Fordeling av driftskostnader

Tabellen over viser hvordan kostnadene er fordelt. Det viktigste å legge merke til her er at varekostnadene utgjør nesten hele andelen av driftskostnader. Dette er naturlig for en detaljhandel som selger varer som sin hovedvirksomhet. Det betyr også at dersom selskapet ønsker å redusere kostnader så er det kun mulig å redusere lønnskostnader og andre kostnader. Det sier seg selv at det er vanskelig å redusere varekostnadene uten å måtte redusere driftsinntekten. Det er alltid viktig å minimere kostnader, men jeg synes at komplett har imponerende lave lønnskostnader samt andre kostnader. Det kan bli vanskelig å gjøre dette lavere uten at det går ut over driftsinntekter.

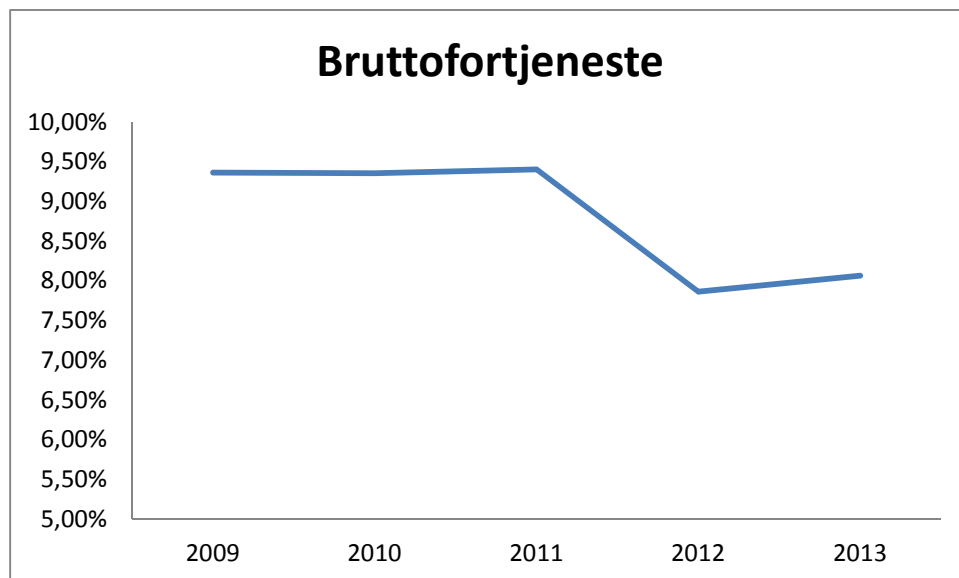
Neste analyse viser hvordan de viktigste kostnadene i regnskapet fordeler seg i forhold til driftsinntekter.

	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Varekostnader	90,64 %	90,65 %	90,60 %	92,14 %	91,93 %	91,47 %
Lønnskostnader	3,65 %	4,26 %	3,97 %	3,19 %	3,42 %	3,57 %
Andre driftskostnader	1,85 %	2,89 %	2,54 %	1,83 %	2,21 %	2,19 %
Justerte driftskostnader	96,13 %	97,80 %	97,10 %	97,16 %	97,56 %	97,23 %
EBITDA	3,83 %	2,18 %	2,74 %	2,81 %	2,41 %	2,71 %
Avskrivninger	1,04 %	0,88 %	0,84 %	0,87 %	0,82 %	0,86 %
Amortiseringer	0,26 %	0,28 %	0,38 %	0,36 %	0,39 %	0,36 %

Tabell 9: Kostnadsfordeling

Jeg bruker vektet snitt slik at jeg har mulighet til å legge mer vekt på de seneste årene som jeg tror representerer den kortsiktige fremtiden bedre. Det er lite varians i de fleste kostnadspostene som gjør det tryggere å ta i bruk i ved estimering.

Legg spesielt merke til hvor «lite» profitt det er til overs når alle kostnadene har blitt summert. Dette beviser at Komplette er i en bransje med sterk konkurranse og lav bruttofortjeneste.



Figur 13: Bruttofortjeneste

	2009	2010	2011	2012	2013
Bruttofortjeneste i prosent	9,36 %	9,35 %	9,40 %	7,86 %	8,07 %

Bruttofortjenesten i prosent er funnet enkelt ved å dele bruttofortjenesten (justerte driftsinntekter – varekostnader) på de justerte driftsinntektene. Vi ser at Kompletts margin har blitt redusert noe de siste to årene, men kan ikke konkludere med at dette er en vedvarende trend.

14.4 Balanse på grunnlag av drift

Driftsinntektene er grunnlag for alt. Dersom driftsinntektene øker vil vi nødvendigvis se en økning i omtrent samtlige kostnader. Det er ikke alle poster som gir mening å beregne på grunnlag av driftsinntekter, men de fleste har en direkte sammenheng. Det samme kan sies om balansen. Når selskapet investerer i varer, inventar, maskiner eller programvare så vil balansen øke. Investeringer som balanseføres avskrives i henhold til en plan som reflekterer slitasjen og den tiden eiendelen tilfører verdi til selskapet.

14.4.1 Varelagerbygg

Blant de balansepostene som direkte påvirker driftsinntektene har vi lagersystemet. Vi snakker ikke om selve varene i lageret, men veggene og strukturen rundt varene. I 2008 ble det investert i nytt lagersystem, se forsiden, på 14.000 kvadratmeter. Som vi allerede har sett førte dette til økte inntekter for Komplett i 2011. Dette er dog en stor investering og det er relevant å estimere hva denne investeringen har kostet for Komplett.

Kostnad av lagersystem	2008
Maskiner og inventar 01.01.2009	73 504
Anskaffelseskost 01.01.2009	114 970
Avskrivninger 01.01.2009	39 856
Prosent avskrivning totalt	35 %
Estimert avskrivning for 2008	11 387
Estimert pris på lagersystem	84 891

Tabell 10: Kostnad av varelagersystem

Denne beregningen tar hensyn til investeringer gjort i 2008 knyttet til posten maskiner og inventar. Den er derfor ikke nøyaktig og inkluderer både investeringer og avskrivninger som ikke har noe med byggingen av varelageret å gjøre. Disse postene utgjør en så liten del av varelagerets totale kostnad at jeg har valgt å bruke dette som et gyldig estimat for investeringens prislapp.

Da jeg var på besøk hos Komplett ble jeg fortalt at varelageret nå ble utvidet med 50% eller 7.000kvm. Jeg fikk se byggeprosessen som foreløpig bare var en stor støpt overflate rett ved siden av det eksisterende robotiserte lagersystemet. I mine fremtidsestimater for Kompletts utvidelse av lageret vil jeg bruke den estimerte prisen av lagerbygget i 2008 som utgangspunkt. Det er lett å si at prisen nå blir 50% av prisen i 2008, men jeg ønsker å argumentere for at den blir lavere da dette bare er en utvidelse. Jeg har derfor valgt å anslå at utvidelsen av varelageret har en prislapp på 35%, kr. 29.712.000.

Det forventes at dette kommer til å bidra til et inntektshopp for Komplett slik det gjorde i 2008.

14.4.2 Fordringer og forskuddsbetalte kostnader

...i % av salg	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Kundefordringer	5,61 %	5,19 %	2,34 %	2,48 %	2,65 %	3,09 %
Konsumentlån	3,67 %	4,04 %	4,07 %	3,93 %	4,48 %	4,11 %
Andre kortsiktige fordringer	1,02 %	1,68 %	2,15 %	2,18 %	2,88 %	2,22 %
Forskuddsbetalte kostnader	0,35 %	0,38 %	0,36 %	0,52 %	0,36 %	0,41 %

Tabell 11: Fordeling av fordringer

Alle disse postene er direkte knyttet til driftsinntektene og er stort sett stabile. Vi observerer en tydelig nedgang i kundefordringer fra 2010 til 2011. Jeg tror dette skyldes en kombinasjon av nedgang i salg til bedrifter og strengere krav til kredittkunder. Det er viktig å poengtere at kundefordringer er kun rettet mot bedriftskunder mens konsumentlån er kun rettet mot privatpersoner. Det vektede gjennomsnittet gjør at får 2011-2013 får størst betydning noe jeg synes gir et riktig bilde da jeg ikke har tro på at kundefordringene skal økes til 5,5% i løpet av kort tid.

Forskuddsbetalte kostnader knytter seg til god regnskapsskikk og periodisering. Denne viser seg til å være svært stabil med en liten økning i 2012. Gjennomsnittet virker rimelig og utgjør uansett en svært liten del av regnskapet og fremtidsprognosene.

Andre kortsiktige fordringer holder seg også stabil og estimatet anses som brukbart for fremtidig finansieringsstruktur.

14.4.3 Varebeholdning og leverandørgjeld

...i % av varekostnad	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Varebeholdning	9,05 %	10,40 %	10,65 %	10,44 %	11,98 %	10,80 %
Leverandørgjeld	10,63 %	11,10 %	10,75 %	11,42 %	12,94 %	11,63 %

Tabell 12: Fordeling av varebeholdning og leverandørgjeld

Varebeholdning og leverandørgjeld har en tettere tilknytting til varekostnaden enn til driftsinntekten. Man kan dog argumentere for at varekostnaden uansett er beregnet ut i fra driftsinntekten. En av grunnene til at jeg velger å estimere disse postene på grunnlag av varekostnad er fordi det gir mer mening enn å ta utgangspunkt i driftsinntekter. En annen

grunn er at dersom jeg ønsker å gjøre endringer av varekostnadsestimatet i modellen så vil dette allerede være implementert som et hensyn.

Vi ser at både varebeholdning og leverandørgjeld holder seg stabil som andel av varekostnader, selv ved den store veksten i 2011. Derfor synes jeg dette er et godt estimat for fremtidig finansieringsstruktur. De vektete gjennomsnittene tas derfor i bruk i neste kapittel når jeg presenterer budsjettert balanse.

14.4.4 Driftsrelaterte anleggsmidler

...i % av salg	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Maskiner og inventar	2,71 %	1,38 %	1,13 %	0,76 %	0,51 %	1,02 %
Innredning leide lokaler	0,25 %	0,21 %	0,19 %	0,22 %	0,20 %	0,21 %
Verdi av leasing	8,30 %	5,88 %	5,90 %	6,77 %	6,93 %	6,71 %
Programvare	0,92 %	0,68 %	0,91 %	0,96 %	0,83 %	0,88 %

Tabell 13: Fordeling av anleggsmidler

Innredning av leide lokaler holder seg stabil selv i perioder med store endringer og høy vekst.

Verdi av leasing er justeringen som ble gjort i forbindelse med balanseføring av de leide lokalene. Gjennomsnittlig andel av salg er her regnet ut til 6,71%, men dette kan være litt misvisende. Det er nemlig mer nærliggende å regne med at denne kostnaden vil vokse i trappetrinn i forbindelse ved utvidelse eller leie av ekstra lokaler. Så lenge salgsinntektene øker mens lokalene er de samme skulle man altså tro at denne andelen ble lavere. Her er det nemlig gjort en forenkling som forventer en økning i lokalstørrelse som følger økningen i inntekter. Det er urealistisk å ikke ta hensyn til at lokalutvidelsen først kommer når maksimal kapasitet er nådd. Likevel er ikke dette en regnskapsmodifikasjon som påvirker kontantstrømmen til selskapet siden det ikke er forbundet noen transaksjoner med denne posten. Derfor synes jeg at en slik gjennomsnittlig økning i tråd med driftsinntekter er en grei vurdering.

Posten programvare er klassifisert som en immateriell eiendel. Komplette lager en del tilpasset programvare i forbindelse med lagere systemer, regnskapssystemer (SAP),

internetportaler og serverdrift. Den er altså direkte knyttet til driften. Siden den har vært stabil fra 2009 - 2013 ser jeg på 0,88% som en grei vurdering for fremtidsprognosene.

Maskiner og inventar har vært synkende. Jeg antar at denne vil være litt varierende i perioder med store endringer. På lang sikt vil 1,02% være feil i perioder med store endringer i driften, men være ganske nøyaktig i perioder med normal drift. Selskapet har hele tiden behov for å investere dersom det er drift, det er derfor ingen grunn til å tro at denne kommer til å gå mot null prosent.

14.4.5 Offentlige avgifter og skatt

...i % av salg	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Offentlige avgifter	0,51 %	0,41 %	0,36 %	0,35 %	0,37 %	0,38 %
Utsatt skatt			0,76 %	0,49 %	0,31 %	0,52 %
Betalbar skatt i % av skattekost.	79,57 %					79,57 %

Tabell 14: Fordeling av offentlige avgifter og skatt

Offentlige avgifter inkluderer poster som skyldig arbeidsgiveravgift, merverdiavgift og lignende. Optimalt sett skulle alle delpostene vært beregnet for seg, men jeg har valgt å beregne alle under ett. Posten holder en generelt stabil andel av salgsinntektene og selv om den ble delt opp ville alle de enkelte postene hatt direkte sammenheng med salgsinntektene. Arbeidsgiveravgift skulle ideelt sett vært målt opp mot lønnskostnader, lønnskostnader er likevel målt mot salgsinntekter som gjør at marginen for feil er liten.

Utsatt skatt oppstår som følge av midlertidige forskjeller. Det vil alltid oppstå midlertidige forskjeller når et selskap investerer fordi de regnskapsmessige avskrivningene sjeldent er lik de skattemessige avskrivningene. Jeg går her ut i fra at investeringene gjort av selskapet har sammenheng med driftsinntektene. Vi måler et gjennomsnitt fra 2011 – 2013 på 0,52%.

Betalbar skatt måles ikke av driftsinntekter. Betalbar skatt har direkte sammenheng med regnskapets skattekostnad. I Kompletts tilfelle har hele den betalbare skatten blitt flyttet opp til morselskapet fra 2010 til 2013. Dette betyr at jeg kun har tilgjengelig informasjon til å gjøre et estimat i 2009. Dette er en svakhet, men kan likevel forsvares med at verdien på 79,57% tar hensyn til at skattekostnaden aldri vil være lik betalbar skatt i samme år. Betalbar

skatt fremkommer dessuten fra avregningen av året før og tar hensyn til midlertidige forskjeller og eventuelle fremførbare underskudd.

14.4.6 Finansiell gjeld

...i % av salg	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Annen kortsiktig gjeld	1,49 %	1,35 %	1,47 %	1,55 %	1,42 %	1,47 %

Tabell 15: Fordeling av finansiell gjeld

I mitt omgrupperte regnskap har jeg klassifisert betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld som den finansielle gjelden. Vi har allerede snakket om utsatt skatt i forrige kapittel. Annen kortsiktig gjeld er veldig stabil sett i sammenheng med driftsinntekter. Derfor velger jeg å bruke det vektete snittet fra 2009 – 2013 som grunnlag for fremtidig annen kortsiktig gjeld.

14.5 Konklusjon av historisk vekst

Egenkapitalen til Komplett Services AS stiger fra 2009 – 2013, men dette er kun på grunn av unormale poster i regnskapet. Egenkapitalen reduseres nemlig hvert år dersom man kun ser på årsresultatdisponeringen. Grunnen til at balansen viser en stigende egenkapital er på grunn av salg av store eiendeler (andre driftsinntekter) fusjon med MPX og Itegra.

Vanligvis vil investorer at en andel av overskuddet skal gå videre i selskapet for å bidra til nye investeringer og vekst. Komplett har en litt annerledes strategi hvor så mye kapital som mulig blir betalt som konsernbidrag slik at pengene kan fordeles til de søsterselskapene som trenger det mest. Det kan tyde på at konsernet har hatt flere satsingsområder enn bare Komplett Services AS de siste årene. Vi vet at Komplett gjorde en stor investering i varelagerets infrastruktur i 2008 og skal gjøre det samme igjen i 2015. På grunnlag av dette har vi tro på et nytt hopp i driftsinntektene sammenlignet med det i 2014.

Personlig tror jeg at Komplett kunne hatt en mer stabil og generell vekst i driftsinntektene dersom mer av årsresultatet hadde kommet selskapet til gode og gått til nye investeringer.

Dersom selskapet ikke var en del av et konsern ville sannsynligvis dette vært tilfelle. Vi har sett at selskapet kun har hatt en inntektsvekst på -0,27% dersom vi ser vekk i fra «hoppet» i 2010. Jeg har tro på en økning i de fremtidige driftsinntektene dersom selskapet får utnytte årsresultatet til seg selv i stedet for konsernet.

15. Fremtidsprognoser

Dette er den viktigste delen av oppgaven og er den som er mest sensitiv for endringer i selskapets totale verdi. Ved å estimere regnskapstallene for de neste ti årene kan vi regne ut den fremtidige kontantstrømmen som er hovedingrediensen i verdsettelsen.

Regnskapsanalysen og den historiske veksten lar oss studere selskapets prestasjoner hittil, men gir oss ikke fasitsvar på hvordan selskapet kommer til å gjøre det i fremtiden.

I mine prognose av fremtiden har jeg valgt å bruke Kollers fremgangsmetode:⁵²

- 1) Analyser historisk regnskap og balanse (som i forrige kapittel)
- 2) Estimer fremtidige driftsinntekter
- 3) Bygg opp resultatregnskap
- 4) Bygg opp balanse og estimer totalt investert kapital
- 5) Estimer egenkapital for å fullføre balanse
- 6) Sett opp ROIC og den frie kontantstrømmen (FCF)

Det vil også vektlegges prinsippet om at vekst vil avta på lang sikt. Det vil si at selskapet kan ikke opprettholde en høy vekstrate for evig. Dette prinsippet kalles «mean reversion» og sier at veksten vil bevege seg mot markedets gjennomsnittlige vekst på sikt. Et eksempel på at denne teorien er gyldig er dersom et selskap vokser ekstremt raskt og når et metningspunkt der det ikke er mer kjøpekraft i markedet. Det betyr at selskapet ikke kan vokse mer da det ikke finnes flere kunder. I praksis kan man si at det er lettere å skaffe seg kunder i begynnelsen, når man har mye å ta av, enn i horisonten når det er mindre å ta av.

Koller anbefaler at man estimerer regnskapet 10-15 år frem i tid. Jeg har valgt å lage et estimat ti år frem i tid basert på historiske analyser fem år tilbake i tid. Koller sier at det mest optimale er å basere prognosene på historisk regnskap ti år tilbake i tid og 15 år fremtidige prognoser. Grunnen til at jeg ikke har valgt dette er mangelen på regnskapsdata tilbake i tid. Jeg kunne analysert historisk regnskap ti år tilbake, men dette ville skapt forstyrrelser da

⁵² Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 191

regnskapet til Komplett har vært gjennom en del endringer. Komplett ASA er tidligere børsnotert og har i tillegg vært gjennom sterk vekst. Jeg har derfor valgt å legge vekt på nyere, mer stabile, tall.

15.1 Prognostisert resultatregnskap

15.1.1 Prognostiserte driftsinntekter

Dette er det mest sensitive estimatet som gjøres i denne oppgaven. Dersom veksten i driftsinntekter er for lav eller høy vil det påvirke verdsettelsen i stor grad. Derfor er det viktig at det ligger gode argumenter til grunn for estimert vekst.

Jeg har i utgangspunktet ikke nok informasjon til å kunne si noe om hvor mye Komplett Services AS kan vokse. Jeg vet likevel at aktører som Elkjøp har svært store markedsandeler og fremdeles vokser med jevn hastighet. Dette betyr at det er gode muligheter for Komplett å vinne markedsandeler fra sine konkurrenter. Komplett er dessuten ferske i markedet for hvitevarer og kosmetikk, her tror jeg Komplett kommer til å satse stort for å kapre nye markeder.

Det er vanskelig for meg å si for mye om hvilken vekst Komplett kommer til å oppnå, derfor synes jeg det er nyttig å vite hva Komplett selv tror er realistiske mål.

Den 12. november 2013, i et intervju med tek.no, sa Ole Vinje at konsernet skal nå en omsetning på ti milliarder i år 2020.⁵³ I mitt besøk hos Komplett snakket jeg med Ole Vinje om dette utsagnet og fikk vite at det samme estimatet vare nå oppjustert til 12 milliarder. Oppjusteringen har antakelig sammenheng med oppkjøpet av Comtech å gjøre. Dette er svært nyttig informasjon som kan studeres for å anslå hvor mye Vinje ser for seg at Komplett Services AS skal omsette for i samme år. Dette gjøres ved å anslå hvor stor andel av omsetningen hvert av selskapene i konsernet bidrar med. Forutsatt at disse andelene skal

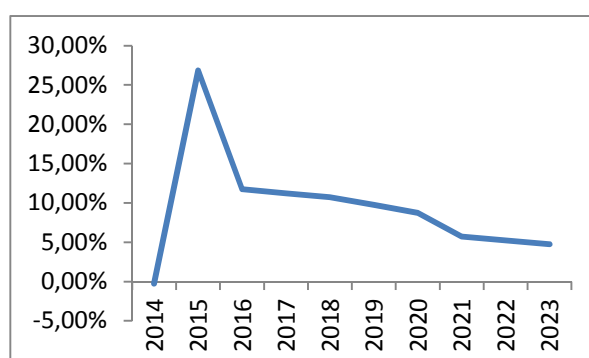
⁵³ <http://www.tek.no/artikler/intervju-ole-vinje/153841> Lastet ned 12.06.09

holde seg stabile frem til år 2020 kan vi finne ut hvor mye Komplet Services AS må ha i omsetning for at målet på 12 milliarder skal være oppnåelig.

Comtech hadde i 2014 en omsetning på ca. 900 millioner kroner. I beregningene mine viser dette at dersom både Comtech, Komplet Services AS og Komplet Distribusjon AS har omtrent lik vekst på 6-8% fra 2014 – 2020 vil Komplet Services AS sin andel av budsjettet være 7,63 milliarder kroner. I denne beregningen har jeg også tatt med alle de mindre selskapene i konsernet. Da disse utgjør en liten del av omsetningen vil resultatet ikke være sensitivt for endringer i veksten av de mindre søsterselskapene.

Optimistisk vekst	vekst %	Salg
2 014	-0,27 %	3 663 987
2 015	26,86 %	4 648 095
2 016	11,73 %	5 193 484
2 017	11,23 %	5 776 900
2 018	10,73 %	6 396 971
2 019	9,73 %	7 019 627
2 020	8,73 %	7 632 694
2 021	5,73 %	8 070 323
2 022	5,23 %	8 492 693
2 023	4,73 %	8 894 704

Tabell 16: Salgsvekst i prosent



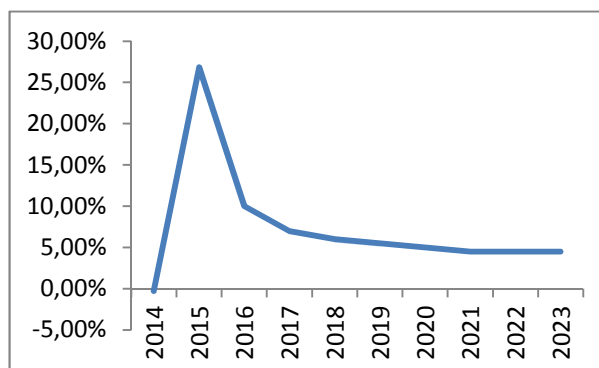
Figur 14: Salgsvekst i %

Tabellen viser min estimerte salgsutvikling til Komplet Services AS på grunnlag av Ole Vinje sin informasjon om fremtidige salgsmål. Jeg tar forbehold om at det kan finnes mye relevant informasjon som jeg ikke har tilgang på. For eksempel kan det være at Komplet AS planlegger enda et oppkjøp som skal føre til den kraftige inntektsveksten. Mitt estimat tar dog hensyn til at det ikke kommer flere oppkjøp i løpet av estimeringsperioden. Estimaten viser at salgsinntektene mer enn dobler seg på mindre enn åtte år. Jeg har beregnet et inntektshopp i 2015 på grunn av utvidelsen av lageret. Jeg har tro på at denne satsingen kan føre til lignende inntektshopp som i 2011 og har derfor estimert en økning på 26,86%. Det er mulig at jeg undervurderer effekten av det nye lageret og at hoppet egentlig burde være større. Et større inntektshopp i 2015 innebærer lavere årlig vekst etterpå. Veksten i 2014 er estimert til å være lik den justerte gjennomsnittlige veksten fra 2009-2013.

Problemet med denne veksten er at den viser en trend som er helt stikk motsatt av den historiske trenden. Inntekthoppet i 2015 kan forsvares, men jeg synes den årlige veksten etterpå er usannsynlig høy sammenlignet med tidligere prestasjoner fra selskapet. På grunn av dette har jeg valgt å lage en egen, mer pessimistisk versjon av inntektsveksten.

Justert vekst	vekst %	Salg
2 014	-0,27 %	3 663 987
2 015	26,86 %	4 648 134
2 016	10,00 %	5 112 947
2 017	7,00 %	5 470 854
2 018	6,00 %	5 799 105
2 019	5,50 %	6 118 056
2 020	5,00 %	6 423 958
2 021	4,50 %	6 713 037
2 022	4,50 %	7 015 123
2 023	4,50 %	7 330 804

Tabell 17: Justert salgsvekst i %



Figur 15: Justert salgsvekst i %

Legg merke til at år 2014 og 2015 forblir uendret da investeringen i utvidet varelager fortsatt vil ha en effekt på inntektene i den justerte veksten. Jeg går ut i fra at denne effekten er litt svakere enn forrige gang selskapet bygget nytt varelager i 2008.

Fra 2016 – 2020 har jeg foretatt en delvis kraftig nedjustering av inntektsveksten til et nivå som står mer i stil med fortiden og gjør at selskapet ender på 6,4 milliarder i 2020. Dette er 1,2 milliarder mindre enn tidligere og vil ikke være nok til å bidra til Komplett AS sitt totale mål på 12 milliarder. Det nye estimatet innebærer en inntektsøkning på om lag 75% på åtte år.

Det justerte estimatet legger også prinsippet om «mean aversion» til grunn. Jeg går ut i fra at selskapet vil stabilisere seg på en årlig vekst på omtrent 4,5% for å så synke til rundt 4% på enda lengre sikt. Til sammenligning gjorde Elkjøp en økning i salgsinntekter på 8% fra 2013 til 2014 og har gjort det enda bedre i tidligere år. Dette er en svært god prestasjon for et allerede så stort selskap. Det er fristende å budsjettere med enda høyere inntektsvekst på grunn av dette, men jeg tror ikke det er fornuftig.

For videre estimering er det den justerte veksten av driftsinntekter som blir lagt til vekt. Jeg tror denne er et mer realistisk mål. En forutsetning er at ikke hele overskuddet utbetales som utbytte, men at deler av dette må gå til videre investering i selskapet.

15.1.2 Beregning av finansposter

Finanspostene representerer en ny utfordring i estimatene mine. Koller sier at renteinntekter og rentekostnader er knyttet opp mot eiendeler og gjeld.⁵⁴ For eksempel så vil et bankinnskudd føre til renteinntekter og et langsiktig lån vil føre til rentekostnader. Det finnes flere forskjellige slike kostnader, men i dette kapitlet ser vi helheten gjennom finansinntekter og finanskostnader.

Ettersom finansinntektene er knyttet opp mot kontanter og lignende eiendeler vil det være umulig å regne ut denne før jeg har estimert balansen. For å estimere balansen trenger jeg årsresultatet og dermed er vi kommet til et dilemma som må løses før vi kan gå videre.

Vi kan altså ikke finne finansinntektene uten balansen, men hva med finanskostnadene? Modellen som jeg bruker forutsetter at gjeldsandelen i selskapet blir holdt konstant i fremtidsestimaterne slik at det ikke blir tatt opp ekstra gjeld som øker gjeldsandelen i selskapet. Nå ser vi at det er mulig å regne ut finanskostnadene ved å bruke den historiske regnskapsanalysen.

Finansposter	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Finanskostnader	3,24 %	3,89 %	3,50 %	2,95 %	14,87 %	3,40 %
Finansinntekter av finanskostnader	20,40 %	33,62 %	44,05 %	79,62 %	75,28 %	60,68 %

Tabell 18: Beregning av finansposter

Vi observerer her en uvanlig post i år 2013 hvor finanskostnadene er så høye som 14,87%. Grunnen er at en stor gjeldspost på 240 millioner kroner ble tilbakebetalt en gang i løpet av 2013. Dette gjør at store deler av finanskostnadene i 2013 hører til en oppgjort gjeldspost og som følgelig leder til kunstig høy rente. Finanskostnadene som del av rentebærende gjeld er

⁵⁴ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 198

nokså stabil fra 2009 – 2012 og vi velger derfor å bruke gjennomsnittet på 3,40% som fremtidig estimat for finanskostnad.

Finansinntektene vil ikke kunne regnes ut på samme måte fordi kontantandelen i balansen vil variere noe som rentebærende gjeld ikke gjør. Det er dog mulig å vurdere finansinntekter som en andel av finanskostnader. I følge Koller er dette den beste løsningen på dilemmaet om finanspostene. Vi observerer en gjennomsnittlig andel av finansinntekter/finanskostnader på 60,68% fra 2009 – 2010. Jeg ønsker å poengtere at denne andelen har steget mye i perioden og er derfor noe et noe usikkert estimat. Jeg ønsker ikke å bruke median fordi det ikke vektlegger de ferskeste tallene nok. Det kan se ut som at selskapet er på vei inn i en ny trend hvor finansinntektene øker i forhold til finanskostnadene. Dette er sannsynligvis på grunn av økte renteinntekter og gebyrer fra konsumentlån.

15.1.3 Skattekostnad

Vi har allerede beregnet den driftsrelaterte skattesatsen brukt til å regne ut NOPLAT. Denne ble beregnet til 26%, mens skattesatsen i Norge fra og med 2014 er 27%. Vi justerer skattekostnaden ved å summere skattekostnaden av driftsresultatet og skattekostnaden av finansresultatet.

15.1.4 Prognostisert resultatregnskap

Se vedlegg nr. 8 for hele resultatregnskapet og NOPLAT fra 2014 – 2023.

Legg spesielt merke til at vi opplever en solid vekst i årsresultat hvert år. Fra 2014 – 2023 doubles årsresultatet fra 42 til 84 millioner kroner.

Grunnen til at amortiseringene er regnet ut som en andel av driftsinntektene er fordi disse er knyttet til programvare som historisk sett viser seg til å følge utviklingen til driftsinntekter.

15.2 Prognostisert balanse

Vi har allerede gått gjennom de fleste nødvendige forutsetninger kapittelet om historisk vekst. De fleste poster kommer til å bli beregnet som en andel av driftsinntekter ettersom dette historisk sett har vist seg å variere lite. Det er dog noen få poster som ikke har blitt kommentert enda som skiller seg litt i fra resten av balansen.

15.2.1 Andre finansielle eiendeler

i % av salg	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013
Finansielle eiendeler	0,02 %	0,00 %	8,01 %	6,68 %	0,12 %	0,07 %

Tabell 19: Beregning av finansielle eiendeler

Denne posten er ikke spesiell, men det er usikkerhet rundt relevansen til driftsinntekter. I 2011 og 2012 er denne posten stor på grunn av det store salget i 2011 som gjøres opp i 2013. Posten må altså baseres på 2009, 2010 og 2013. Dersom vi beregner denne posten som andel av driftsinntekter er den så lav som 0,07%. Jeg antar at dette er et greit estimat og argumenterer også med at andelen er så lav at tallet er nærmest ikke signifikant

15.2.2 Bankinnskudd

Dette er en interessant post fordi det er den eneste som ikke skal beregnes på grunnlag av én annen faktor, men heller alle faktorene i hele regnskapet. Dersom balansen skal balansere når regnskapet er ferdig må vi i følge Koller bruke «the plug»⁵⁵. Han sier at man kan velge en faktor i balansen gjeld og egenkapital som fungerer som «the plug». Han anbefaler å bruke bankinnskuddet siden denne posten kan uansett være vanskelig å finne et godt og realistisk estimat på. Når vi er ferdige med det prognostiserte regnskapet og balansen vil vi nemlig ha en balanse som ikke balanserer! For å gjøre dette blir bankinnskuddet brukt for å utligne denne differansen slik at vi får et regnskap som er i balanse.

⁵⁵ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 206

I utgangspunktet ville dette ha ført til unaturlige finansinntekter som følge av unormale verdier på bankinnskuddet, men vi har allerede tatt hensyn til finansinntektene ved å beregne disse som en andel av finanskostnadene.

Dette er med andre ord den aller siste parameteren som puttes inn i balansen og vil ikke representere et realistisk budsjett eller estimat. Posten vil få en unormal verdi.

Det er viktig å forstå at denne parameteren ikke påvirker verdsettelsen i noen som helst grad, derfor er det greit at denne ikke viser et realistisk tall. Kapitalstrukturen påvirker nemlig kun verdsettelsen gjennom WACC som regnes ut separat.

15.2.3 Egenkapital

Vi har allerede sett at den historiske egenkapitalen er synkende dersom vi ikke regner med unormale poster. Måten dette konsernet behandler overskudd gir meg ikke grunnlag til å estimere fremtidig vekst av egenkapital.

Jeg har bestemt at 40% av årsresultatet skal hvert år gå til overskudd. Det betyr at egenkapitalen vil vokse med årsresultatet fratrukket 40% utbytte hvert år. Det vil ikke bli tatt ut noe utbytte dersom resultatet negativt.

15.2.4 Prognostisert balanse

Se vedlegg nr. 9 og 10 for balanse og omgruppert balanse 2014 – 2013.

Legg spesielt godt merke til at bankinnskuddet er negativt helt frem til år 2022. Det finnes en forklaring på dette. I 2013 betaler nemlig Komplett ned en gjeldspost på 240 millioner kroner som gjør at bankinnskuddet i utgangen av 2013 er på kun åtte millioner kroner. I 2015 har jeg regnet med en stor investering i forbindelse med utvidelsen av varelageret. Den totale økningen i anleggsmidler gjør rett og slett at selskapet har for lite penger på bok. Dette betyr at dersom den budsjetterte veksten skal være reell er selskapet nødt til å ta opp et langsiktig finansielt lån for å dekke sine forpliktelser underveis. Jeg ser for meg at Komplett har planlagt å finansiere de fremtidige investeringene med konsernbidrag fra morselskapet eller ta opp et nytt langsiktig lån fra morselskapet.

15.3 Estimert fri kontantstrøm og ROIC

Se vedlegg nr. 11 for fri kontantstrøm og beregning av ROIC.

Legg merke til at ROIC ligger rundt 7% de første årene, men synker mot slutten av den estimerte perioden. Gjennomsnittlig historisk justert ROIC er 6,73%. Dette betyr at selskapet har litt høyere lønnsomhet til å begynne med, men avtar til 6,56% i 2023. Dette er i tråd med prinsippet om «mean aversion» og viser at selskapet vil bevege seg mot «normalen» på lang sikt.

Utrekningen av brutto kontantstrøm er spesiell på grunn av kapitaliseringen av leide lokaler. Vanligvis finner man kontantstrømmen ved å legge avskrivninger til NOPLAT. Avskrivninger er tross alt ikke en kontantbasert kostnad og skal derfor legges til for å finne korrekt kontantstrøm. I mine beregninger har jeg lagt til avskrivninger redusert for avskrivninger knyttet til kapitalisert leieavtale. Den årlige endringen i den kapitaliserte avtalen er nemlig allerede inkludert i den totale investerte kapitalen slik at denne allerede er en del av den fri kontantstrømmen.⁵⁶

Vi justerer videre for endringer i den totale investerte kapitalen og kommer frem til den fri kontantstrømmen (FCF). Det er denne som skal verdsettes.

⁵⁶ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 582

16. Avkastningskrav

Weighted average cost of capital (WACC) bestemmer hvor høy avkastning kapitalen må gi for at investeringen skal være lønnsom for investoren. WACC tar hensyn til selskapets finansiering hvor både egenkapital og gjeld vektet etter størrelse for å gi en vektet pris på totalkapitalen.

Det er en del vurderinger som må tas før WACC kan regnes ut. Vi må blant annet finne et estimat på risikofri rente, markedets risikopremie og beta.

16.1 Avkastningskrav på egenkapital (CAPM)

16.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den letteste å finne og er derfor et naturlig sted å begynne. Med risikofri menes det den høyeste avkastningen man kan oppnå i markedet helt uten risiko. Et eksempel på risikofri rente er den man får i banken. Per i dag er det mulig å få en rente på ca. 2,5% ved å plassere pengene på en ordinær sparekonto.

Et mer allmenakseptert mål på risikofri rente er statsobligasjoner.

Statsobligasjoner	3 år	5 år	10 år
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58
2012	1,44	1,59	2,1
2011	2,24	2,56	3,12
2010	2,46	2,83	3,52

Tabell 20: Statsobligasjoner

Situasjonen i dag er litt spesiell fordi renten er veldig lav og ser ikke ut til å snu sammenlignet med resten av Europa. Ved beregning av renten står vi overfor et par valg; investeringshorisont, skattejustering og inflasjonsjustering.

Inflasjonsmålet ligger på 2,5% og den reelle inflasjonene er ikke langt i fra⁵⁷ og man risikerer negativ risikofri rente dersom man skal ta hensyn til inflasjon. Jeg har derfor bestemt at jeg ikke kommer til å justere for inflasjon.

Det er mange forskjellige meninger om hvilke tidsperspektiv som er mest riktig å bruke. Det er likevel mye som tyder på at 10 års perspektiv og 2,52% rente er det mest riktige valget i dag sammenlignet med innskuddsrente i bank og det faktum at renten allerede er så lav. Dessuten argumenterer Koller for at man skal bruke samme tidsperspektiv på den risikofrie renten som tidsperspektivet til den estimerte kontantstrømmen.⁵⁸

Jeg justerer den risikofrie renten for 27% skatt slik at vi ender på 1,84%. Dette gjøres fordi en norsk investor vil måtte skatte for den risikofrie renten. Det er dog viktig å forstå at det finnes mange potensielle investorer som kan ha forskjellige skatteposisjoner.

16.1.2 Markedets risikopremie

Hvor mye høyere har avkastningen på aksjemarkedet vært i forhold til den risikofrie renten?⁵⁹

Å regne ut markedets risikopremie på “korrekt” måte er umulig. Det er utstrakt uenighet om hva som er korrekt estimering av risikopremien. Dette er derfor et usikkert tall som i tillegg varierer i stor grad ettersom børsen varierer.

Mange argumenterer for å studere historisk risikopremie, men dette er i grunnen ganske problematisk. Historisk sett har børsen hatt en vekstrate som er mye høyere enn det man forventer fremover. Derfor viser historisk risikopremie seg å være for høy.

Det er også problematisk å regne ut risikopremien over en kortere periode fordi dette ikke gir nok data til et troverdig svar. Problemet er altså at dersom vi analyserer historisk data

⁵⁷ <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/> Lastet ned 12.06.15

⁵⁸ Koller, Goedhart og Wessels. Valuation, measuring and managing the value of companies (5th ed.). 2010. Side 241

⁵⁹ Ødegaard. Forelesningsnotater MØA-370 Valuation. «Cost of Capital»

inkluderer vi regnskapsperioder med store konjunktursvingninger som gjør at svaret blir uegnet som estimat for fremtiden.

Hvert år utgir PWC og Norske Finansanalytikeres Forening en grundig undersøkelse kalt «risikopremien i det norske markedet». Dette er en undersøkelse som baserer seg på svar fra 142 av NFFs 1082 medlemmer. Dette er altså ikke et fasitsvar, men det er en indikasjon på hva flertallet av norske aktører mener om risikopremien.⁶⁰

Undersøkelsen kommer frem til et vektet gjennomsnitt på 4,7%. Dette er 0,4% lavere enn det samme snittet for 2013 noe som gir mening da mange forventer en nedgang i norsk økonomi forbundet med oljeindustrien og høy andel oppsigelser.

I denne situasjonen synes jeg PWCs undersøkelse gir et troverdig estimat på fremtidig risikopremie.

16.1.3 Beta

Beta er et mål som viser kursvariasjonen mellom en spesifikk aksje og resten av aksjemarkedet. Beta forteller oss hvor risikabel den gitte aksjen er i forhold til hovedindeksen på børsen. En betaverdi på 1,2 vil for eksempel bety at dersom hovedindeksen stiger så vil den gitte aksje gjøre det 20% bedre enn hovedindeksen og omvendt dersom hovedindeksen synker.

En aksje med høy beta har høy volatilitet og regnes som risikabel. En aksje med lav beta, under 1, regnes som defensiv og mindre risikabel. På samme måte vil en risikabel aksje gi større mulighet for høy avkastning, mens en defensiv aksje vil gi lavere mulighet for høy avkastning.

Beta vil vanligvis regnes ut ved å gjøre en regresjonsanalyse av den gjeldende aksjen og hovedindeksen over en periode. Ulempen med beta er at estimatet ofte er forbundet med høy margin for feil. Det er i tillegg mange måter å gjøre regresjonen på. Man må først velge hvor

⁶⁰ http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf Lastet ned 12.06.15

langt tilbake man ønsker å gå og deretter velger man hvor mange observasjoner man vil ta med. Man kan for eksempel gjøre en femårig regresjon med månedlige observasjoner, eller en treårig regresjon med ukentlige eller daglige observasjoner. De forskjellige observasjonene vil ofte gi svært forskjellige resultater noe som gjør det veldig vanskelig å vite hva som faktisk er korrekt!

Det største problemet i mitt tilfelle er at Komplett er ikke børsnotert og kan derfor ikke sammenlignes like lett med hovedindeksen.

16.1.3.1 Bransjebeta

En løsning på beta er å bruke såkalte bransjebetaer. Det fungerer slik at en rekke selskap blir plassert i en database under sin kategori eller type bransje. Deretter blir betaen for hvert selskap regnet ut for å så utgjøre en samlet gjennomsnittsbeta for den typen bransje.

Det er ikke dumt å sammenligne med bransjebetaen, men det er for tynt å stole på denne alene. Problemet oppstår fordi det finnes mange selskaper som har en beta langt i fra gjennomsnittet. Hvordan skal jeg vite at Komplett ikke er et av de selskapene som faller under denne kategorien?

Bransjebetaen for «Electronics (Consumer and office)» er på 1,37 og baserer seg på 28 målte selskaper.⁶¹

16.1.3.2 Regresjonsanalyse av Komplett ASA

Komplett ASA finnes ikke lengre. Dette er det samme selskapet som morselskapet Komplett AS før det ble tatt av Oslo Børs i oktober 2011. Siden det ikke er særlig lenge siden selskapet ble tatt av børs ønsker jeg å beregne beta for Komplett AS.

⁶¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html Lastet ned 12.06.15

Det er viktig å huske at Komplet AS ikke er det samme som Komplet Services AS, men siden Komplet Services AS utgjør en såpass stor andel av konsernet synes jeg det gir mening å vurdere beta på denne måten.

Jeg har foretatt to forskjellige regresjonsanalyser. Begge går over samme tidsperiode 01.01.2009 – 31.10.2010, men benytter seg av forskjellige antall observasjoner.

Se vedlegg nr. 13 for regresjonsanalyse med månedlige observasjoner og ukentlige observasjoner.

	Beta	Justert R ²	Standardfeil	Observasjoner
Komplet ASA månedlig 2009 - 2011	0,67	0,14	0,10	33
Komplet ASA ukentlig 2009 - 2011	0,25	0,02	0,06	149
Bransjebeta	1,37			
Valgt beta	1,1			

Tabell 21: Beta

Den månedlige regresjonen består av 33 observasjoner og en beta på 0,67. Den ukentlige regresjonen består av 149 og en beta på 0,25. I første omgang ble jeg overrasket over å se så lav beta. Videre legger vi merke til at R² dessverre er veldig lav for begge regresjonene. R² forteller oss hvor god modellen er til å forklare sammenhengen mellom de to parametrene. Dette betyr i praksis at bevegelser i Komplet ASA sin aksje er svært dårlig forklart av bevegelser i hovedindeksen. Dette er skuffende resultater.

16.1.3.3 Valg av beta

Jeg kan ikke legge for stor vekt på betaen som ble funnet ved regresjonsanalyse og blir tvunget til å legge større vekt på bransjebetaen. Jeg synes likevel en beta på 1,37 er noe høyt for Komplet og velger å nedjustere denne til 1,1 både på grunnlag av regresjonsanalysen, men også det faktum at Komplet ikke virker som et selskap med høy volatilitet i nåværende tilstand.

Selve verdivurderingen er svært sensitiv for endringer av beta. En liten endring i beta fører til store endringer i verdsettelse. Det vil derfor være nødvendig med grundigere

undersøkelser og vurderinger dersom beta skal bli mer troverdig. Jeg velger å basere denne oppgaven på beta 1,1, men tar forbehold om at dette kan være upresist.

16.1.4 Beregning av CAPM

Beta	1,1
Markedsrisikopremie	4,70 %
Risikofri rente	1,84 %
CAPM	7,01 %

Tabell 22: CAPM

På grunnlag av beregningene i dette kapittelet kommer vi frem til et avkastningskrav på egenkapital eller CAPM på 7,01%.

Jeg påpeker igjen at dette er et svært usikkert estimat, mest på grunn av beta, som i tillegg er svært sensitivt for endringer.

16.2 Avkastningskrav på gjeld

Det finnes tre måter å regne ut avkastningskravet på gjeld. Den første er å ta utgangspunkt i selskapets utestående obligasjoner, noe som Komplette ikke har. Den andre metoden er å regne ut gjennomsnittlig rente ved å dele rentekostnaden på rentebærende gjeld. Den siste metoden er å vurdere selskapets kredittrating og bruke dette som et risikotillegg til den risikofrie renten.

Siden jeg har oversikt over Kompletts rentebærende gjeld og rentekostnader tar jeg i bruk den andre metoden.

	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2012
Kostnader gjeld	5 369	9 688	10 382	8 749	7 749	
Rentebærende gjeld	159 468	243 074	288 735	287 018	42 343	
Gjeldsrente	3,37 %	3,99 %	3,60 %	3,05 %	18,30 %	3,50 %

Tabell 23: Gjeldsrente

Dette er den samme renten som ble regnet ut tidligere i oppgaven, men denne gang skal vi ta utgangspunkt i gjennomsnittet. Legg spesielt merke til at renten i 2013 er unaturlig høy, dette er det samme året som gjeldsposten på 240 millioner ble oppgjort. Vi tar derfor hensyn til 2009 – 2012 når vi regner ut den gjennomsnittlige rentekostnaden.

16.3 Beregning av WACC

Alle de nødvendige parametrene har nå blitt beregnet og WACC kan bli kalkulert.

$$WACC = \left(\frac{D}{V}\right) k_g (1 - Tm) + \left(\frac{E}{V}\right) k_e$$

$$D = \text{Annen kortsiktig gjeld} - \text{garantiavsetning} = 52102 - 9759 = 42343$$

$$E = 244480$$

$$V = E + D = 286823$$

$$WACC = \left(\frac{42343}{286823}\right) 0,035(1 - 0,27) + \left(\frac{244480}{286823}\right) 0,0701 = 0,0635 = \mathbf{6,35\%}$$

Legg spesielt merke til at gjelden kun utgjør ca. 15% av totalkapitalen som betyr at CAPM har mye større innvirkning på WACC enn hva gjeldskostnaden har.

17. Verdsettelse

På grunnlag av alle estimater som er gjort vil jeg nå presentere den estimerte verdien av Komplet Services AS. Hovedfokus ligger på den kontantstrømbaserte modellen, men jeg vil også gjøre noen komparative multiplikatorvurderinger for å kunne sammenligne resultater.

17.1 Verdsatt kontantstrøm

Se vedlegg nr. 12 for den endelige diskonterte kontantstrømmen.

Som diskonteringsrente har jeg brukt WACC og diskontert fra 2014 – 2022. I år 2023 har jeg regnet ut diskontert terminalverdi som følgende:

$$TV = \frac{\frac{(NOPLAT_{t+1} \left(1 - \left(\frac{g}{RONIC}\right)\right))}{WACC - g}}{(1 + WACC)^{10}}$$

Ronic betyr «return on new invested capital» og forutsettes å være lik ROIC.

Vi har nå en diskontert kontantstrøm på **kr. 206.082.000** og diskontert terminalverdi på **kr. 696.158.000**. Legg spesielt godt merke til at terminalverdien er mange ganger større enn kontantstrømverdien som forventet. Dette er fordi at selskapet ikke slutter å eksistere etter år 2023. Terminalverdien skal ta hensyn til at selskapet i prinsippet skal «vare evig».

Vi må gjøre midtårsjustering for både kontantstrøm og terminalverdi:

$$\text{Midtårsjustering} = (206082 + 696158)((1 + WACC)^{0,5} - 1) = \mathbf{28214}$$

Summert har vi nå kommet frem til Enterprise Value. Videre må vi legge til finansielle eiendeler og trekke i fra finansiell gjeld for å finne den endelige verdien av egenkapitalen. Dette gjøres fordi postene ikke blir inkludert i den justerte og diskonterte kontantstrømmen. Dersom selskapet for eksempel har stående mange millioner kroner i overflødige kontanter er det ikke rimelig at dette beløpet ikke skal legges til selskapsverdien. På samme måte må finansiell trekkes fra fordi ingen ønsker å overta en stor gjeldspost uten å få denne trukket fra selskapsprisen først.

Verdi av Komplet Services AS	
Nåverdi FCF	206 082 158
Nåverdi terminalverdi	696 157 917
Midtårsjustering	28 213 505
Enterprise value	930 453 579
Eiendeler, ikke drift	21 200 073
Finansiell gjeld	52 101 984
Verdi av selskapets egenkapital	857 151 522
Antall aksjer	900
Pris per aksje	952 390,58

Tabell 24: Verdi av Komplet Services AS

Komplet Services AS' egenkapital har en verdi på kr. 857.151.522 eller kr. 952.391 per aksje.

17.2 Verdsettelse basert på multiplikatoranalyse

Denne delen av verdsettelsen brukes som en kvalitetskontroll av resultatet fra DCF. Det er mange ganger lett å estimere et selskaps verdi ved bruk av multiplikatorer dersom man ikke har tid til noe annet og det er forbausende hvor korrekt denne metoden noen ganger kan være. Den er selvfølgelig ikke nøyaktig og vil noen ganger bomme fullstendig.

Det var ikke lett å finne komparative, børsnoterte, selskaper og på grunn av dette er listen svært kort. Jeg brukte wikiinvest.com som kilde for å finne komparative selskaper og fant ut

at Best Buy og Ebay er de to selskapene som ligner mest på Komplett.⁶² Jeg tror problemet er at selskaper som Komplett som regel ikke er børsnotert. En multiplikatoranalyse med kun to komparative selskaper kan bli noe tynt, men det illustrerer likevel metoden på en god måte.

17.2.1 P/E metoden

	Gjennomsnitt	EBAY	Best Buy	Komplett
Price/earnings ratio	18,51	23,97	13,04	15,93
Verdi baser på gjennomsnitt				995 493 018

Tabell 25: P/E metoden

Gjennomsnittet inkluderer ikke Komplett. Alle nøkkeltall på Ebay⁶³ og Best Buy⁶⁴ er hentet fra wikiinvest.com og marketwatch.com.

Beregningen blir gjort ved å multiplisere det den gjennomsnittlige raten med Komplett årsresultat i 2013. Dette gir en selskapsverdi på kr. 995.493.018 eller en verdi per aksje på kr. 1.106.103.

Multiplikatoren scorer litt høyere enn hva jeg har gjort i mine vurderinger, men det må likevel sies at P/E metoden ser ut til å fungere ganske bra i dette tilfellet.

17.2.2 EV/EBITDA metoden

Det er ikke alle selskaper som oppgir EBITDA i sine årsrapporter noe som kan gjøre denne ratioen litt mer tungvint å bruke. Heldigvis har både Best Buy og Ebay offentliggjort denne ratioen slik at det er svært lite arbeid for meg å gjennomføre en sammenligning.

⁶² http://www.wikinest.com/industry/Consumer_Products Lastet ned 12.06.15

⁶³ <http://www.marketwatch.com/investing/stock/ebay/financials> Lastet ned 12.06.15

⁶⁴ [http://www.wikinest.com/stock/Best_Buy_\(BBY\)/Data/Key_Metrics](http://www.wikinest.com/stock/Best_Buy_(BBY)/Data/Key_Metrics) Lastet ned 12.06.15

	Gjennomsnitt	EBAY	Best Buy	Komplett
EV/EBITDA ratio	11,52	15,37	7,67	10,40
Verdi baser på gjennomsnitt				1 031 071 611

Tabell 26: EV/EBITDA metoden

Selskapsverdien basert på EV/EBITDA raten blir kr. 1.031.071.611 eller kr. 1.145.635 per aksje. Denne skyter enda litt høyere enn P/E metoden og overvurderer selskapet enda mer sammenlignet med den diskonterte kontantstrømmen.

Jeg synes begge metodene gir resultater som er veldig nærme mitt eget. På grunnlag av dette får jeg økt tiltro til at mitt resultat er realistisk og troverdig.

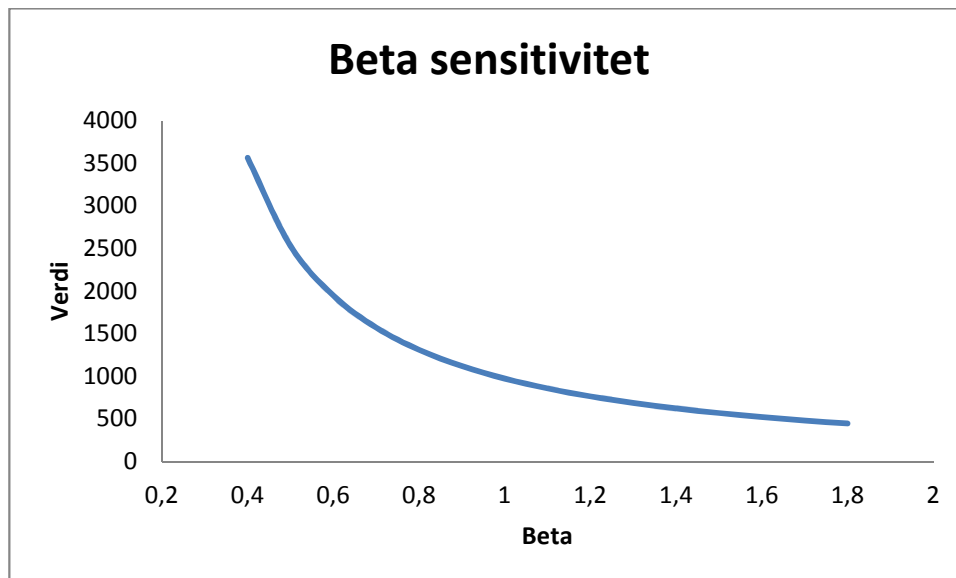
18. Sensitivitetsanalyse

Jeg har allerede nevnt at det ligger stor usikkerhet rundt noen parametre. Grunnen til dette er både fordi disse er sensitive for endringer, men også i stor grad er basert på subjektivt skjønn.

I dette kapitlet skal vi se på hvordan verdsettelsen påvirkes av små og store endringer i nøkkelparametre.

18.1 Beta

Det var problematisk for meg å komme frem til en beta som jeg føler er realistisk. Dette er den delen av oppgaven hvor jeg har brukt mest skjønn. På grunn av dette er det viktig å se hvor sensitiv konklusjonen min er for endringer i beta.



Figur 16: Beta sensitivitet

Beta på 1,1 gir en selskapsverdi på 857 millioner. Dersom det skulle vise seg at selskapet var mye mer risikabelt og hadde en beta på 1,8 ville verdien blitt 445 millioner. Dersom selskapsrisikoen viser seg å være mye lavere og korrekt beta skulle vært 0,7 ville verdien blitt 1571 millioner. En beta på 1,8 er ekstremt for et veletablert selskap som Komplett og vi

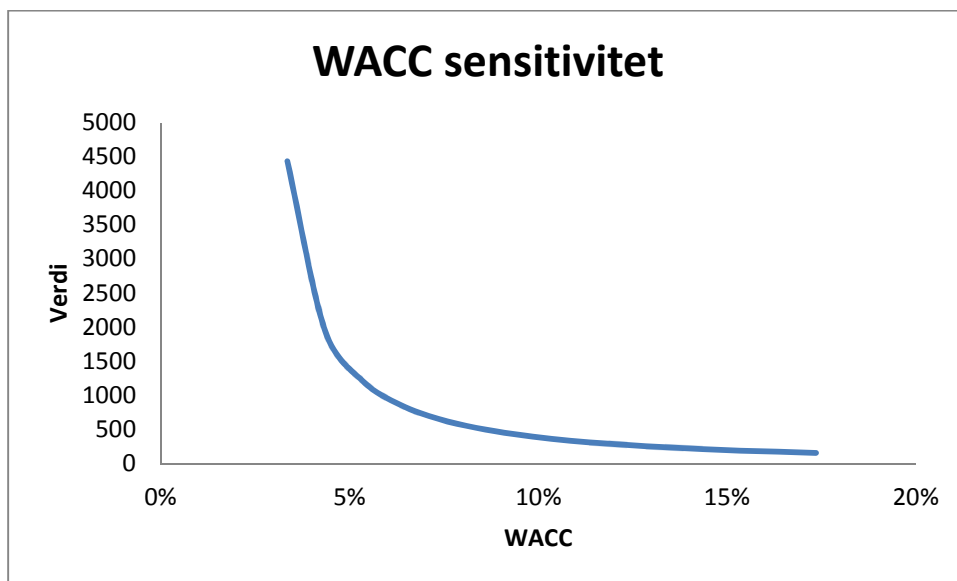
kan være ganske sikre på at vi ikke har bommet så mye. Betaen skal likevel ikke stige mer enn 0,3 poeng før selskapsverdien reduseres med nesten 200 millioner.

Dersom betaen skulle vært 0,3 poeng lavere ville vi sett en verdiøkning på nesten 400 millioner. Dette viser at konsekvensene er større dersom vi har beregnet for høy beta.

Analysen viser hvor lite som skal til for at resultatet mitt endrer seg drastisk. Jeg ønsker likevel å stå fast ved en beta på 1,1 da jeg fremdeles synes dette estimatet virker mest fornuftig for Komplett.

18.2 WACC

Vi har allerede analysert beta som er en av komponentene brukt til å regne ut WACC. Det vil også være interessant å se hvordan endringer i WACC påvirker resultatet.



Figur 17: WACC sensitivitet

WACC kan selvsagt ikke bli lavere enn det vektete snittet av CAPM og gjeldsrenten. I vår situasjon er CAPM 7,01% og gjeldsrenten på 3,5%, mens WACC er 6,35%. I dette tilfellet ser vi at WACC allerede er veldig lav og jeg har liten tro på at den kan bli lavere. Dersom den skulle synke 1% ville verdien økt med 350 millioner. Dersom den øker med 1% vil

verdien synke med 200 millioner. WACC er virkelig et kritisk moment og blir vanskeligere å estimere jo mindre informasjon man har tilgjengelig. I tilfellet Komplett Services AS har det vært vanskelig å finne et estimat som jeg er helt komfortabel med.

Likevel står jeg ved mitt estimat og synes det er fornuftig med alt tatt i betraktning.

18.3 Endringer i WACC og ROIC

Den siste sensitivitetsanalysen kombinerer WACC og ROIC. Her ser vi på best og worst case scenario.

	5,35 %	6,35 %	7,35 %	8,35 %	9,35 %	10,35 %	11,35 %
4,29 %	811	637	534	467	419	383	356
5,29 %	989	768	638	553	493	448	413
6,29 %	1 110	858	709	612	543	492	452
7,29 %	1 197	923	761	655	579	523	480
8,29 %	1 264	972	800	687	607	548	501
9,29 %	1 316	1 011	831	713	629	567	518
10,29 %	1 358	1 042	856	733	646	582	532
11,29 %	1 393	1 067	876	750	661	594	543
12,29 %	1 422	1 089	893	764	673	605	552
13,29 %	1 447	1 107	908	776	683	614	560
14,29 %	1 468	1 123	920	787	692	622	567

Tabell 27: Sensitivitet: WACC og ROIC (tall i 1000)

Verdien av selskapet vil stige når ROIC stiger og reduseres når WACC stiger. I beste fall oppnår selskapet en så lav som mulig WACC og så høy som mulig ROIC. Dersom begge disse ønskene går i oppfyllelse vil selskapet ha en verdi på 1,468 milliarder. Motsatt vil selskapet ha en verdi på 356 millioner dersom WACC stiger mye og ROIC synker til bunns.

Punktet, 858 millioner, er mitt estimat i dag. Tabellen viser at det ikke er mulig å redusere WACC særlig mye, men den kan øke dersom mine estimater er feil. På samme måte er også ROIC estimert ganske lav, noe jeg mener er naturlig for denne typen bransje. ROIC kan øke noe som vil føre til økt selskapsverdi.

19. Konklusjon

Regnskapsanalysen har vist oss at selskapet er godt rustet til å generere fremtidige kontantstrømmer. Vi har likevel observert en litt lav ROIC, men har konkludert med at dette er normalt for en bransje med så lave marginer på solgte produkter.

Komplett presterer svært bra i forhold til sine konkurrenter i nøkkeltallsanalysen. Komplett er stort sett best med unntak av Elkjøp som alltid er et hestehode forbi på nesten alle parametre. Dette er ingen overraskelse da Elkjøp er den eldste i bransjen og har hatt mye lengre tid på å få et solid fotfeste.

Sensitivitetsanalysen viser at det endelige resultatet er svært sensitivt for endringer i WACC. Da er det spesielt beta som er den mest usikre og kritiske verdien. En endring i beta på bare 0,1 vil endre resultatet i stor grad.

Ved gjennomførelse av verdsettelsen har jeg brukt diskontert fri kontantstrøm. Innen denne metoden har jeg valgt å bruke totalkapitalmetoden. I tillegg har jeg valgt å vurdere selskapets verdi ved bruk av multiplikatorer. Denne metoden er mye mindre vitenskapelig, men gir en verdiindikasjon vi kan bruke som supplement til DCF metoden. Jeg har valgt å bruke P/E og EV/EBITDA som multiplikatorer. Jeg har ikke tatt hensyn til regnskapsåret 2014 da dette på skrivende tidspunkt ikke er offentliggjort. På grunnlag av mine beregninger og forutsetninger fastsetter jeg følgende verdi:

	DCF	P/E	EV/EBITDA
Egenkapitalens verdi	857 151 522	995 493 018	1 031 071 611
Aksjeverdi	952 391	1 106 103	1 145 635

Tabell 28: Verdsettelsesresultater

Verdien på Komplett Services AS er kr. 857.151.522 eller kr. 952.391 per aksje. Vi observerer at begge multipliktorene resulterer i høyere verdi enn DCF-metoden. Dette kan være et tegn på at jeg har vært for pessimistisk i mine fremtidsprognoser. Jeg ønsker å minne om at multipliktorene ble beregnet på grunnlag av to firmaer og vil derfor ikke gi et nøyaktig gjennomsnitt av bransjen som helhet. Det er likevel betryggende å se at multipliktorene gir en verdi som ikke er veldig ulik konkludert selskapsverdi.

20. Litteraturliste

Boye, Knut og Meyer, B. 2008. Fusjoner og oppkjøp. 1. utgave. Cappelen Damm AS.

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne. 2011. Verdivurdering, Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 1. utgave. DnR Kompetanse AS.

Johnson, Gerry, Whittington, Richard og Scholes, Kevan. 2011. Exploring Strategy. 9. utgave. FT Prentice Hall.

Koller, Tim, Goedhart, Marc og Wessels, David. 2010. Valuation, measuring and managin the value of companies. 5. utgave. McKinsey & Company.

Ogier, Tim, Rugman, John og Spicer, Lucinda. 2004. The real cost of capital, a business field guide to better financial decisions. FT. Prentice Hall.

Fladstad, Harald N. og Tofteland, André. 2008. Vurdering og analyse. 2. utgave. Fagbokforlaget.

Årsregnskap Komplet AS 2009

Årsregnskap Komplet AS 2010

Årsregnskap Komplet AS 2011

Årsregnskap Komplet AS 2012

Årsregnskap Komplet AS 2013

Årsregnskap Komplet Services AS 2009

Årsregnskap Komplet Services AS 2010

Årsregnskap Komplet Services AS 2011

Årsregnskap Komplet Services AS 2012

Årsregnskap Komplet Services AS 2013

21. Internettkilder

Se fotnoter for nedlastningsdato.

[1] Grunderskolen informasjon:

<http://grunderskolen.no/>

[2] SG PC Mart link:

<http://sgpcmart.com/>

[3] Kompletts hjemmeside:

<http://komplett.no/>

[4] Tek.no intervju med Ole Vinje:

<http://www.tek.no/artikler/intervju-ole-vinje/153841>

[5] Elektronikkbransjens undersøkelse fra 2013:

<http://www.elektronikkbransjen.no/Rammebetingelser/Bransjen-i-Norge-og-EU/Bransjestatistikk-for-Norge>

[6] Kunnskapssenteret:

<http://kunnskapssenteret.com/konkurransanalyse/>

[7] Kompletts side på wikipedia:

<http://no.wikipedia.org/wiki/Komplett>

[8] BI undersøkelse for norsk kundebarometer:

<https://www.bi.no/forskning/norsk-kundebarometer/resultater-2015/>

[9] Diverse definisjoner fra investopedia:

<http://www.investopedia.com/university/peratio/peratio2.asp>

<http://www.investopedia.com/university/dcf/dcf4.asp>

[10] Informasjon fra Brønnøysundregistrene:

<https://w2.brreg.no/eHandelPortal/eComsys/velg.jsp?enhetsnr=979642121&action=getList>

[11] Om ytelsespensjon og innskuddspensjon:

<https://www.finansforbundet.no/pensjon/innskudd--og-ytelsespensjon/>

[12] Definisjoner:

<https://www.forvalt.no/Om/ordbok/R>

<https://www.forvalt.no/Om/ordbok/L>

[13] Informasjon hentet fra Proff:

<http://www.proff.no/regnskap/rema-distribusjon-norge-as/langhus/dagligvarer-agentur-og-engros/ZOI778MF/>

[14] Nøkkeltall:

<http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>

[15] Inflasjonsmål fra Norges Bank:

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>

[16] PWC's undersøkelse om markedspremie:

http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf

[17] Bransjebeta:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

[18] Komparative selskap:

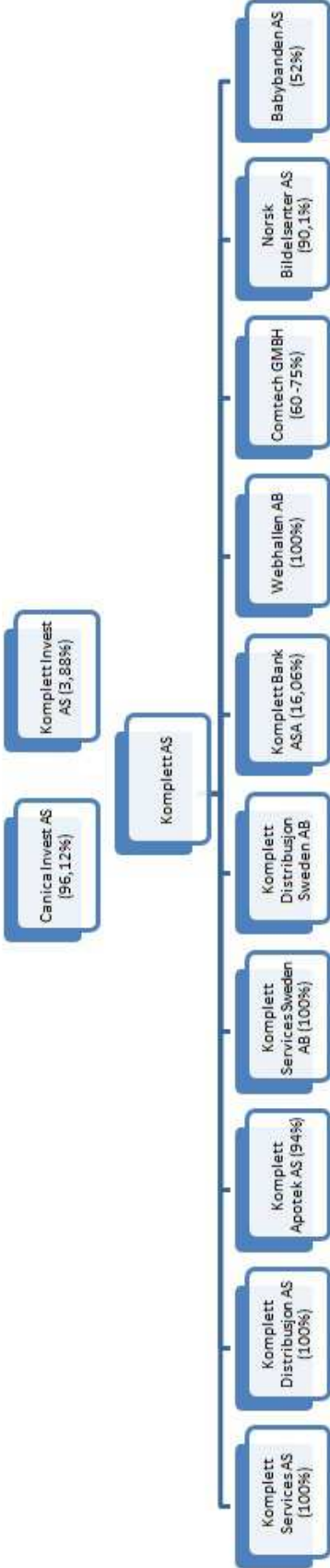
http://www.wikinest.com/industry/Consumer_Products

<http://www.marketwatch.com/investing/stock/ebay/financials>

[http://www.wikinest.com/stock/Best_Buy_\(BBY\)/Data/Key_Metrics](http://www.wikinest.com/stock/Best_Buy_(BBY)/Data/Key_Metrics)

22. Vedlegg

22.1 Vedlegg nr. 1: Organisasjonskart



22.2 Vedlegg nr. 2: Resultatregnskap 2009 – 2013

Komplett Services AS resultatregnskap	2009	2010	2011	2012	2013
	2 378 286	3 655 851	3 818 586	3 625 824	3 673 773
Salgsinntekter av varer	586	423	299	908	467
Andre driftsinntekter	24 072 402	35 899 633	221 021 809	37 632 083	35 887 130
Sum driftsinntekter	2 402 358	3 691 751	4 039 608	3 663 456	3 709 660
	2 155 642	3 313 911	3 459 524	3 340 785	3 377 452
Varekostnader	648	857	830	039	862
Lønnskostnader	86 746 184	155 787 410	151 535 270	115 789 736	125 716 551
Avskrivninger	17 185 468	28 395 051	30 556 466	24 595 175	22 918 925
Andre driftskostnader	62 463 780	128 080 417	119 785 476	90 730 651	107 344 310
Sum driftskostnader	2 322 038	3 626 174	3 761 402	3 571 900	3 633 432
Driftsresultat	80 320 908	65 576 321	278 206 066	91 556 390	76 227 949
Renteinntekt fra foretak i samme konsern			2 191 474	5 980 230	4 957 890
Annen renteinntekt			2 105 474	706 234	575 423
Finansinntekter	1 095 344	3 257 006	276 369	279 750	300 645
Rentekostnad til foretak i samme konsern			7 344 900	6 864 000	5 813 444
Annen rentekostnad			3 037 543	1 884 818	1 935 794
Finanskostnader	5 369 302	9 687 782	0	0	0
Finansresultat	-4 273 958	-6 430 776	-5 809 126	-1 782 604	-1 915 280
Resultat før skatt	76 046 950	59 145 545	272 396 940	89 773 786	74 312 669
Skattekostnad	21 454 487	16 917 188	76 388 441	25 311 522	20 516 775
Årsresultat	54 592 463	42 228 357	196 008 499	64 462 264	53 795 894
Resultat per aksje	60 658	46 920	217 787	71 625	59 773

22.3 Vedlegg nr. 3: Balanse, eiendeler 2009 – 2013

Eiendeler	2009	2010	2011	2012	2013
Utsatt skattefordel	7 978 141	11 411 174			
Programvare	21 866 114	24 760 701	34 627 119	34 658 012	30 343 292
Sum immaterielle eiendeler	29 844 255	36 171 875	34 627 119	34 658 012	30 343 292
Innredning leide lokaler	5 974 525	7 890 570	7 755 814	7 892 817	7 464 493
Maskiner og inventar	64 380 795	50 279 207	43 098 308	27 723 507	18 770 258
Sum varige driftsmidler	70 355 320	58 169 777	50 854 122	35 616 324	26 234 751
Andre fordringer	448 710	140 747	305 760 845	242 064 741	4 500 073
Sum finansielle anleggsmidler	448 710	140 747	305 760 845	242 064 741	4 500 073
Sum anleggsmidler	100 648 285	94 482 399	391 242 086	312 339 077	61 078 116
Varelager	195 144 140	344 501 718	368 553 108	348 674 669	404 718 425
Kundefordringer	133 304 402	189 696 002	89 536 141	89 833 513	97 247 228
Konsumentlån	87 229 919	147 729 157	155 496 463	142 445 526	164 492 165
Andre kortsiktige fordringer	24 178 921	61 529 157	82 161 923	78 957 260	105 868 303
Forskuddsbetalte kostnader	8 222 377	13 952 931	13 654 919	18 908 843	13 300 807
Mottatt konsernbidrag					16 700 000
Sum fordringer	252 935 619	412 907 247	340 849 446	330 145 142	397 608 503
Bankinnskudd og kontanter	84 564 262	17 583 489	27 899 459	106 999 195	8 135 113
Sum omløpsmidler	532 644 021	774 992 454	737 302 013	785 819 006	810 462 041
			1 128 544	1 098 158	
Sum eiendeler	633 292 306	869 474 853	099	083	871 540 157

22.4 Vedlegg nr. 4: Balanse, gjeld og EK 2009 – 2013

Gjeld og egenkapital	2009	2010	2011	2012	2013
Aksjekapital	900 000	900 000	900 000	900 000	900 000
Overkursfond	0	24 726 417	24 726 417	24 726 417	24 726 417
Sum innskutt egenkapital	900 000	25 626 417	25 626 417	25 626 417	25 626 417
Annen egenkapital	133 283 261	145 508 839	263 434 732	234 209 061	218 853 444
Sum opptjent egenkapital	133 283 261	145 508 839	263 434 732	234 209 061	218 853 444
Sum egenkapital	134 183 261	171 135 256	289 061 149	259 835 478	244 479 861
Utsatt skatt	0	0	28 948 557	17 825 882	11 450 356
Annen langsiktig gjeld	130 000 000	200 000 000	240 000 000	240 000 000	0
Sum langsiktig gjeld	130 000 000	200 000 000	268 948 557	257 825 882	11 450 356
Leverandørgjeld	229 194 295	367 747 738	371 899 671	381 443 237	437 164 736
Skyldig offentlige avgifter	12 137 487	15 092 920	13 688 746	12 586 256	13 599 455
Betalbar skatt	17 071 710	248 039	0	0	47
Kortsiktig konserngjeld	75 200 000	66 000 000	128 673 962	130 122 131	112 743 765
Annen kortsiktig gjeld	35 505 553	49 250 900	56 272 014	56 345 099	52 101 937
Sum kortsiktig gjeld	369 109 045	498 339 597	570 534 393	580 496 723	615 609 940
Sum gjeld	499 109 045	698 339 597	839 482 950	838 322 605	627 060 296
Sum gjeld og egenkapital	633 292 306	869 474 853	1 128 544 099	1 098 158 083	871 540 157

22.5 Vedlegg nr. 5: Omgruppert og justert balanse

	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>					
Varebeholdning	195 144 140	344 501 718	368 553 108	348 674 669	404 718 425
Kundefordringer	133 304 402	189 696 002	89 536 141	89 833 513	97 247 228
Konsumentlån	87 229 919	147 729 157	155 496 463	142 445 526	164 492 165
Andre kortsiktige fordringer	24 178 921	61 529 157	82 161 923	78 957 260	105 868 303
Forskuddsbetalte kostnader	8 222 377	13 952 931	13 654 919	18 908 843	13 300 807
Sum Driftsrelaterte omløpsmidler	448 079 759	757 408 965	709 402 554	678 819 811	785 626 928
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>					
Leverandørgjeld	229 194 295	367 747 738	371 899 671	381 443 237	437 164 736
Offentlige avgifter	12 137 487	15 092 920	13 688 746	12 586 256	13 599 455
Sum driftsrelatert kortiktig gjeld	241 331 782	382 840 658	385 588 417	394 029 493	450 764 191
Driftsrelatert arbeidskapital	206 747 977	374 568 307	323 814 137	284 790 318	334 862 737
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>					
Maskiner og inventar	64 380 795	50 279 207	43 098 308	27 723 507	18 770 258
Innredning leide lokaler	5 974 525	7 890 570	7 755 814	7 892 817	7 464 493
Utsatt skattefordel	7 978 141	11 411 174	0	0	0
Programvare	21 866 114	24 760 701	34 627 119	34 658 012	30 343 292
Verdi av leasing	214 862 352	234 250 086	242 451 333	261 191 000	270 133 030
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	315 061 927	328 591 738	327 932 574	331 465 336	326 711 073
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>					
Annen langsiktig gjeld	130 000 000	200 000 000	240 000 000	240 000 000	0
Utsatt skatt	0	0	28 948 557	17 825 882	11 450 356
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	130 000 000	200 000 000	268 948 557	257 825 882	11 450 356
Netto anleggsmidler	185 061 927	128 591 738	58 984 017	73 639 454	315 260 717
Investert kapital	391 809 904	503 160 045	382 798 154	358 429 772	650 123 454
<i>Finansielle anleggsmidler</i>					
Totale finansielle anleggsmidler	448 710	140 747	305 760 845	242 064 741	4 500 073
<i>Finansielle omløpsmidler</i>					
Mottatt konsernbidrag	0	0	0	0	16 700 000
Bankinnskudd	84 564 262	17 583 489	27 899 459	106 999 195	8 135 113
Sum finansielle omløpsmidler	84 564 262	17 583 489	27 899 459	106 999 195	24 835 113
Finansielle eiendeler	85 012 972	17 724 236	333 660 304	349 063 936	29 335 186
Totalt investert kapital	476 822 876	520 884 281	716 458 458	707 493 708	679 458 640
<i>Egenkapital</i>					
Aksjekapital	900 000	900 000	900 000	900 000	900 000
Opptjent egenkapital	133 283 261	145 508 839	263 434 732	234 209 061	218 853 444
Overkursfond	0	24 726 417	24 726 417	24 726 417	24 726 417
Avsatt utbytte	75 200 000	66 000 000	128 673 962	130 122 131	112 743 765
Egenkapital	209 383 261	237 135 256	417 735 111	389 957 609	357 223 626
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>					
Verdi av leasing	214 862 352	234 250 086	242 451 333	261 191 000	270 133 030
Sum finansiell langsiktig gjeld	214 862 352	234 250 086	242 451 333	261 191 000	270 133 030
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>					
Betalbar skatt	17 071 710	248 039	0	0	47
Annen kortsiktig gjeld	35 505 553	49 250 900	56 272 014	56 345 099	52 101 937
Sum finansiell kortsiktig gjeld	52 577 263	49 498 939	56 272 014	56 345 099	52 101 984
Finansiell gjeld	267 439 615	283 749 025	298 723 347	317 536 099	322 235 014
Totalt investert kapital	476 822 876	520 884 281	716 458 458	707 493 708	679 458 640

22.6 Vedlegg nr. 6: Omgruppert og justert resultat

Omgruppert Resultatregnskap (ferdig)

	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter					
	2 402 358	3 691 751	4 039 608	3 663 456	3 709 660
Driftsinntekter	988	056	108	991	597
- Andre driftsinntekter	24 072 402	35 899 633	221 021 809	37 632 083	35 887 130
	2 378 286	3 655 851	3 818 586	3 625 824	3 673 773
Justerte driftsinntekter	586	423	299	908	467
Driftskostnader					
	2 155 642	3 313 911	3 459 524	3 340 785	3 377 452
Varekostnader	648	857	830	039	862
Lønnskostnader	86 746 184	155 787 410	151 535 270	115 789 736	125 716 551
Andre driftskostnader	62 463 780	128 080 417	119 785 476	90 730 651	107 344 310
Justering av leide lokaler	-18 543 000	-22 350 000	-22 980 000	-24 286 000	-26 243 000
	2 286 309	3 575 429	3 707 865	3 523 019	3 584 270
Justerte driftskostnader	612	684	576	426	723
Justert EBITDA	91 976 974	80 421 739	110 720 723	102 805 482	89 502 744
Justerte avskrivninger på grunn av leasing	11 308 545	13 013 894	14 261 843	16 324 438	18 008 869
Avskrivninger	21 271 234	24 560 026	23 177 233	23 078 088	18 007 963
+Viderefakturerte avskrivninger	-6 766 644	-4 219 908	-4 349 244	-6 876 742	-4 838 409
=Netto	25 813 135	33 354 011	33 089 832	32 525 783	31 178 422
Justert EBITA	66 163 839	47 067 728	77 630 891	70 279 699	58 324 322
Amortisering	9 207 234	12 426 026	17 732 233	18 886 088	19 947 963
+Viderefakturert amortisering	-2 929 435	-2 135 040	-3 327 471	-5 627 509	-5 359 679
Netto	6 277 799	10 290 986	14 404 762	13 258 579	14 588 283
Justert EBIT	59 886 040	36 776 742	63 226 130	57 021 121	43 736 039
Driftsrelatert skatt	15 385 676	9 448 530	16 243 798	14 649 632	11 236 484
NOPLAT	44 500 364	27 328 213	46 982 332	42 371 488	32 499 555
Justert ROIC	9,33 %	5,25 %	6,56 %	5,99 %	4,78 %
Ujustert ROIC	21,83 %	16,46 %	43,22 %	14,47 %	13,00 %

22.7 Vedlegg nr. 7: Avskrivning og amortisering

	2009	2010	2011	2012	2013
Anskaffelseskost IB	42 576	57 038	72 359	99 958	118 873
Kjøp	14 494	15 321	27 600	18 915	15 632
Salg	-32	0	0	0	-1 342
Anskaffelseskost UB	57 038	72 359	99 958	118 873	133 163
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 1/1	-25 968	-35 172	-47 598	-65 331	-84 215
Årets amortiseringer	-9 210	-12 426	-17 732	-18 884	-19 947
Årets nedskrivninger	0	0	0	0	0
Årets avhendelse	6	0	0	0	1 342
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 31/12	-35 172	-47 598	-65 331	-84 215	-102 820
Balanseført verdi UB	21 866	24 761	34 627	34 658	30 343

Andre immaterielle eiendeler (tall i 1000)

	2009	2010	2011	2012	2013
Anskaffelseskost IB	4 204	4 204	4 204	4 204	4 204
Kjøp	0	0	0	0	0
Salg	0	0	0	0	0
Anskaffelseskost UB	4 204	4 204	4 204	4 204	4 204
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 1/1	-4 204	-4 204	-4 204	-4 204	-4 204
Årets amortiseringer	0	0	0	0	0
Årets nedskrivninger	0	0	0	0	0
Årets avhendelse	0	0	0	0	0
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 31/12	-4 204	-4 204	-4 204	-4 204	-4 204
Balanseført verdi UB	0	0	0	0	0

Maskiner og inventar (tall i 1000)

	2009	2010	2011	2012	2013
Anskaffelseskost IB	114 970	125 491	135 631	149 351	154 058
Kjøp	10 587	10 653	14 037	4 707	5 402
Salg	-65	-513	-317	0	-23 903
Anskaffelseskost UB	125 491	135 631	149 351	154 058	135 557
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 1/1	-39 856	-61 111	-85 353	-106 253	-126 335
Årets avskrivninger	-21 274	-24 560	-21 031	-20 082	-14 354
Årets nedskrivninger	0	0	0	0	0
Årets avhendelse	20	318	131	0	23 903
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 31/12	-61 111	-85 353	-106 253	-126 335	-116 786
Balanseført verdi UB	64 381	50 279	43 098	27 724	18 771

Aktiverte kostnader (tall i 1000) Ikke spesifisert før i 2011

	2009	2010	2011	2012	2013
Anskaffelseskost IB	N/A	N/A	11 669	13 680	16 811
Kjøp	N/A	N/A	2 009	3 131	3 224
Salg	N/A	N/A	0	0	0
Anskaffelseskost UB	N/A	11 669	13 678	16 811	20 035
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 1/1	N/A	N/A	-3 778	-5 924	-8 918
Årets avskrivninger	0	0	-2 146	-2 994	-3 653
Årets nedskrivninger	N/A	N/A	0	0	0
Årets avhendelse	N/A	N/A	0	0	0
Akkumulerte av- og nedskrivninger per 31/12	N/A	-3 778	-5 924	-8 918	-12 571
Balanseført verdi UB	N/A	7 891	7 754	7 893	7 464

Tatt med i oppgave

	2009	2010	2011	2012	2013
Avskrivningskostnad	-21 274	-24 560	-23 177	-23 076	-18 007
Justert avskrivning for balanseførte lokaler	-11 309	-13 014	-14 262	-16 324	-18 009
Amortiseringskostnad	-9 210	-12 426	-17 732	-18 884	-19 947
Sum justert	-41 793	-50 000	-55 171	-58 284	-55 963
Viderefakturert amortisering	2 929	2 135	3 327	5 628	5 360
Viderefakturert avskrivning	6 767	4 220	4 349	6 877	4 838
Viderefakturerte avskrivninger	13293	8591	10353	17369	15037
Avskrivninger og amortisering i regnskap	-17 185	-28 395	-30 556	-24 595	-22 919

22.8 Vedlegg nr. 8: Prognostisert resultatregnskap

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekter	3 663	4 648	5 112	5 470	5 799	6 118	6 423	6 713	7 015	7 330
Varekostnader	987	134	947	854	105	056	958	037	123	804
Lønnskostnader	3 351	4 251	4 676	5 004	5 304	5 596	5 875	6 140	6 416	6 705
Andre driftskostnader	440	637	801	177	427	171	979	399	716	469
EBITDA	101 423	128 665	141 532	151 439	160 526	169 355	177 822	185 824	194 186	202 925
Avskrivninger	32 859	41 685	45 853	49 063	52 006	54 867	57 610	60 203	62 912	65 743
EBITA	68 565	86 981	95 679	102 377	108 519	114 488	120 212	125 622	131 275	137 182
Amortiseringer	13 147	16 678	18 346	19 631	20 808	21 953	23 050	24 088	25 172	26 304
EBIT	55 417	70 303	77 333	82 746	87 711	92 535	97 162	101 534	106 103	110 878
Finansinntekt	1 111	1 409	1 550	1 658	1 758	1 854	1 947	2 035	2 126	2 222
Finanskostnad	1 830	2 322	2 554	2 733	2 897	3 056	3 209	3 353	3 504	3 662
Resultat før skatt	54 698	69 390	76 329	81 672	86 572	91 334	95 900	100 216	104 725	109 438
Skattekostnad	13 489	17 112	18 824	20 141	21 350	22 524	23 650	24 714	25 827	26 989
Årsresultat	41 209	52 277	57 505	61 530	65 222	68 810	72 250	75 501	78 899	82 449

22.9 Vedlegg nr. 9: Prognostisert balanse

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omløpsmidler	693 479	834 378	920 613	997 365	1 073 032	1 149 816	1 227 212	1 304 686	1 385 647	1 470 250
Maskiner og inventar	37 249	47 254	51 979	55 618	58 955	62 198	65 307	68 246	71 317	74 527
Innredning leide lokaler	7 681	9 744	10 719	11 469	12 157	12 826	13 467	14 073	14 707	15 368
Programvare	32 081	40 698	44 768	47 901	50 775	53 568	56 246	58 778	61 423	64 187
Verdi av leasing	263 112	333 784	367 162	392 864	416 435	439 339	461 306	482 065	503 758	526 427
Andre fordringer	2 590	3 285	3 614	3 867	4 099	4 324	4 540	4 745	4 958	5 181
Sum anleggsmidler	342 713	434 765	478 242	511 719	542 422	572 255	600 868	627 907	656 163	685 690
Sum eiendeler	1 036 191	1 269 143	1 398 855	1 509 084	1 615 454	1 722 071	1 828 080	1 932 593	2 041 809	2 155 940
Aksjekapital	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900
Overkursfond	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726
Opptjent egenkapital	260 062	291 429	325 932	362 850	401 983	443 269	486 619	531 920	579 259	628 729
Sum egenkapital	285 689	317 055	351 558	388 476	427 610	468 896	512 246	557 546	604 886	654 355
Utsatt skatt	19 070	24 192	26 611	28 474	30 183	31 843	33 435	34 939	36 512	38 155
Langsiktig gjeld	19 070	24 192	26 611	28 474	30 183	31 843	33 435	34 939	36 512	38 155
Leverandørgjeld	389 818	494 523	543 976	582 054	616 977	650 911	683 456	714 212	746 351	779 937
Offentlige avgifter	13 894	17 626	19 389	20 746	21 991	23 200	24 360	25 456	26 602	27 799
Verdi leasing	263 112	333 784	367 162	392 864	416 435	439 339	461 306	482 065	503 758	526 427
Betalbar skatt	10 734	13 617	14 978	16 027	16 988	17 923	18 819	19 666	20 551	21 475
Annen kortsiktig gjeld	53 875	68 346	75 181	80 443	85 270	89 960	94 458	98 708	103 150	107 792
Sum kortsiktig gjeld	731 433	927 896	1 020 685	1 092 133	1 157 661	1 221 333	1 282 399	1 340 107	1 400 412	1 463 431
Sum gjeld	750 503	952 088	1 047 297	1 120 607	1 187 844	1 253 175	1 315 834	1 375 047	1 436 924	1 501 585
Sum gjeld og EK	1 036 191	1 269 143	1 398 855	1 509 084	1 615 454	1 722 071	1 828 080	1 932 593	2 041 809	2 155 940

22.10 Vedlegg nr. 10: Prognostisert balanse omgruppert

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<i>Driftsrelaterte omløpsmidler</i>										
Varebeholdning	362 004	459 238	505 162	540 524	572 955	604 467	634 691	663 252	693 098	724 288
Kundefordringer	113 061	143 429	157 772	168 816	178 945	188 787	198 227	207 147	216 468	226 209
Konsumentlån	150 484	190 904	209 995	224 694	238 176	251 276	263 840	275 712	288 119	301 085
Andre kortsiktige fordringer	81 271	103 101	113 411	121 349	128 630	135 705	142 490	148 902	155 603	162 605
Forskuddsbetalte kostnader	14 998	19 026	20 928	22 393	23 737	25 043	26 295	27 478	28 714	30 007
Sum Driftsrelaterte om	721 818	915 698	1 007 268	1 077 777	1 142 444	1 205 278	1 265 542	1 322 491	1 382 003	1 444 193
<i>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</i>										
Leverandørgjeld	389 818	494 523	543 976	582 054	616 977	650 911	683 456	714 212	746 351	779 937
Offentlige avgifter	13 894	17 626	19 389	20 746	21 991	23 200	24 360	25 456	26 602	27 799
Sum driftsrelatert korti	403 712	512 149	563 364	602 800	638 968	674 111	707 816	739 668	772 953	807 736
Driftsrelatert arbeidska	318 106	403 549	443 904	474 977	503 476	531 167	557 725	582 823	609 050	636 457
<i>Driftsrelaterte anleggsmidler</i>										
Maskiner og inventar	37 249	47 254	51 979	55 618	58 955	62 198	65 307	68 246	71 317	74 527
Innredning leide lokaler	7 681	9 744	10 719	11 469	12 157	12 826	13 467	14 073	14 707	15 368
Programvare	32 081	40 698	44 768	47 901	50 775	53 568	56 246	58 778	61 423	64 187
Verdi av leasing	263 112	333 784	367 162	392 864	416 435	439 339	461 306	482 065	503 758	526 427
Sum driftsrelaterte anle	340 123	431 480	474 628	507 852	538 323	567 931	596 328	623 162	651 205	680 509
<i>Driftsrelatert langsiktig gjeld</i>										
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utsatt skatt	19 070	24 192	26 611	28 474	30 183	31 843	33 435	34 939	36 512	38 155
Sum driftsrelatert langs	19 070	24 192	26 611	28 474	30 183	31 843	33 435	34 939	36 512	38 155
Netto anleggsmidler	321 053	407 288	448 017	479 378	508 141	536 088	562 893	588 223	614 693	642 354
Investert kapital	639 159	810 837	891 921	954 355	1 011 616	1 067 255	1 120 618	1 171 046	1 223 743	1 278 811
<i>Finansielle anleggsmidler</i>										
Totale finansielle anlegg	2 590	3 285	3 614	3 867	4 099	4 324	4 540	4 745	4 958	5 181
<i>Finansielle omløpsmidler</i>										
Bankinnskudd	-28 339	-81 321	-86 655	-80 412	-69 412	-55 462	-38 330	-17 805	3 643	26 057
Sum finansielle omløps	-28 339	-81 321	-86 655	-80 412	-69 412	-55 462	-38 330	-17 805	3 643	26 057
Finansielle eiendeler	-25 750	-78 035	-83 041	-76 545	-65 313	-51 138	-33 790	-13 061	8 601	31 238
Totalt investert kapital	613 409	732 802	808 879	877 810	946 303	1 016 117	1 086 828	1 157 985	1 232 344	1 310 050
<i>Egenkapital</i>										
Aksjekapital	900	900	900	900	900	900	900	900	900	900
Opptjent egenkapital	260 062	291 429	325 932	362 850	401 983	443 269	486 619	531 920	579 259	628 729
Overkursfond	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726	24 726
Egenkapital	285 689	317 055	351 558	388 476	427 610	468 896	512 246	557 546	604 886	654 355
<i>Finansiell langsiktig gjeld</i>										
Verdi av leasing	263 112	333 784	367 162	392 864	416 435	439 339	461 306	482 065	503 758	526 427
Sum finansiell langsikti	263 112	333 784	367 162	392 864	416 435	439 339	461 306	482 065	503 758	526 427
<i>Finansiell kortsiktig gjeld</i>										
Betalbar skatt	10 734	13 617	14 978	16 027	16 988	17 923	18 819	19 666	20 551	21 475
Annen kortsiktig gjeld	53 875	68 346	75 181	80 443	85 270	89 960	94 458	98 708	103 150	107 792
Sum finansiell kortsikti	64 609	81 963	90 159	96 470	102 258	107 882	113 277	118 374	123 701	129 267
Finansiell gjeld	327 721	415 746	457 321	489 334	518 694	547 222	574 583	600 439	627 459	655 695
Totalt investert kapital	613 409	732 802	808 880	877 810	946 303	1 016 117	1 086 828	1 157 985	1 232 344	1 310 050

22.11 Vedlegg nr. 11: ROIC og FCF

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	55 417	70 303	77 333	82 746	87 711	92 535	97 162	101 534	106 103	110 878
Driftsrelatert skatt	14 238	18 062	19 868	21 259	22 534	23 774	24 962	26 086	27 260	28 486
NOPLAT	41 180	52 241	57 465	61 487	65 177	68 761	72 199	75 448	78 843	82 391
ROIC	6,71 %	7,13 %	7,10 %	7,00 %	6,89 %	6,77 %	6,64 %	6,52 %	6,40 %	6,29 %

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPLAT	41 180	52 241	57 465	61 487	65 177	68 761	72 199	75 448	78 843	82 391
Avskrivninger	5 027	6 377	7 015	7 506	7 956	8 393	8 813	9 210	9 624	10 057
Amortiseringer	13 147	16 678	18 346	19 631	20 808	21 953	23 050	24 088	25 172	26 304
Brutto konstantstrøm	59 354	75 296	82 826	88 623	93 941	99 107	104 063	108 746	113 639	118 753
Endring investert kapital	-66 049	119 392	76 079	68 930	68 493	69 814	70 711	71 157	74 359	77 705
Brutto investeringer	-66 049	119 392	76 079	68 930	68 493	69 814	70 711	71 157	74 359	77 705
Fri konstantstrøm(FCF)	125 403	-44 096	6 747	19 694	25 447	29 294	33 352	37 589	39 280	41 048

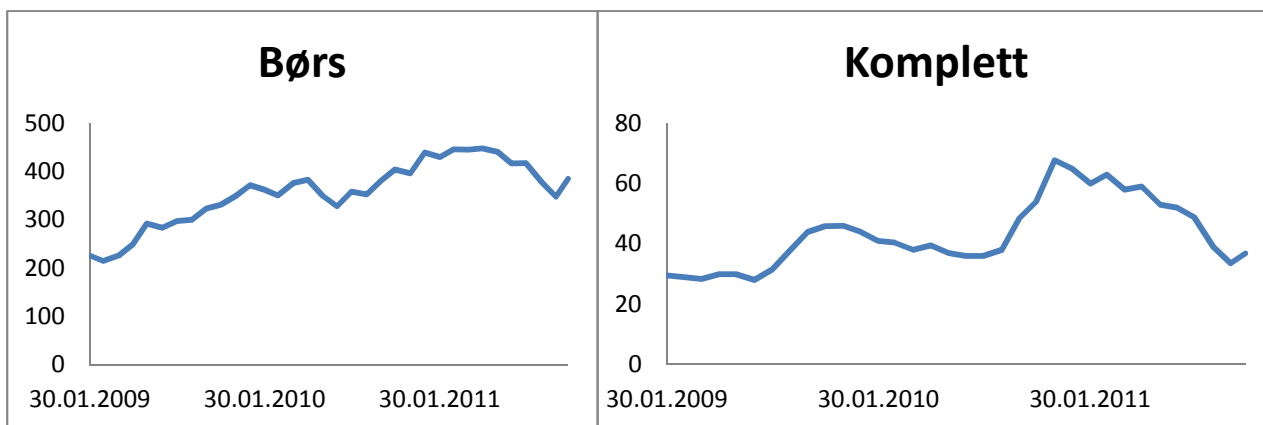
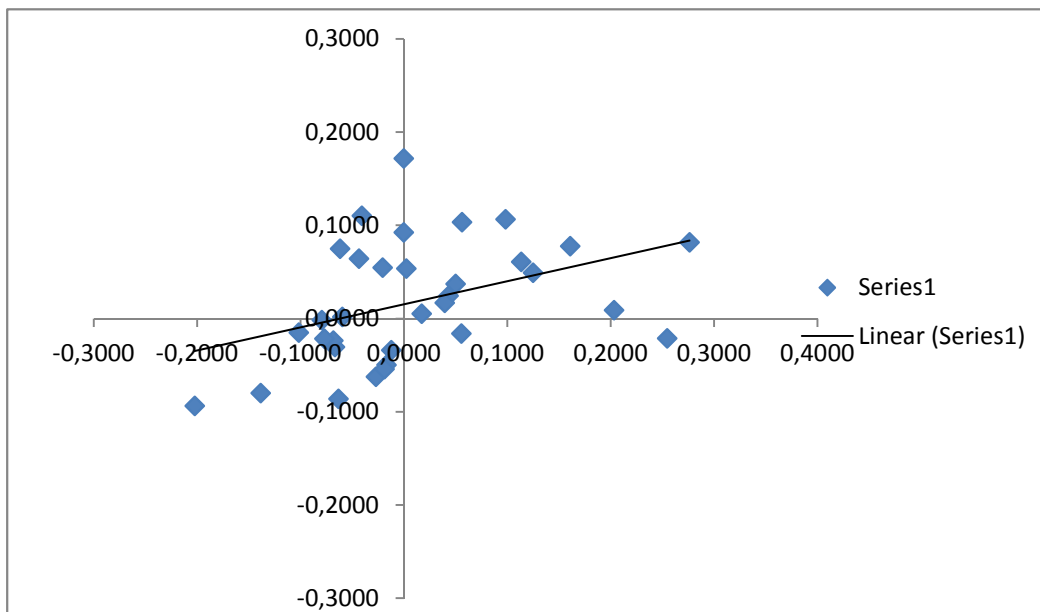
22.12 Vedlegg nr. 12: Diskontert fri kontantstrøm

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPLAT	41 180	52 241	57 465	61 487	65 177	68 761	72 199	75 448	78 843	82 391
Avskrivninger	5 027	6 377	7 015	7 506	7 956	8 393	8 813	9 210	9 624	10 057
Amortiseringer	13 147	16 678	18 346	19 631	20 808	21 953	23 050	24 088	25 172	26 304
Brutto kontantstrøm	59 354	75 296	82 826	88 623	93 941	99 107	104 063	108 746	113 639	118 753
Endring i arbeidskapital	-66 049	119 392	76 079	68 930	68 493	69 814	70 711	71 157	74 359	77 705
Brutto investeringer	-66 049	119 392	76 079	68 930	68 493	69 814	70 711	71 157	74 359	77 705
Fri konstantstrøm (FCF)	125 403	-44 096	6 747	19 694	25 447	29 294	33 352	37 589	39 280	41 048
Diskontering (WACC)	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635	1,0635
Diskontert kontantstrøm	117 913	-38 986	5 609	15 394	18 703	20 244	21 672	22 967	22 567	

(tall i 1000)

22.13 Vedlegg nr. 13. Regresjonsanalyse

Regresjon 3 år månedlig								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multippel R	0,407058							
R-kvadrat	0,165696							
Justert R-kvadrat	0,138783							
Standardfeil	0,098823							
Observasjoner	33							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,060126	0,060126	6,156735478	0,018720663			
Residualer	31	0,302743	0,009766					
Totalt	32	0,362869						
	<i>Koeffisient</i>	<i>standardfe</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	-0,00023	0,017899	-0,0126	0,990029295	-0,03673169	0,036280697	-0,03673169	0,036280697
Beta	0,670393	0,270181	2,481277	0,018720663	0,119355978	1,221430276	0,119355978	1,221430276



Regresjon 3 år ukentlig								
Regresjonsstatistikk								
Multippel R	0,148822298							
R-kvadrat	0,022148076							
Justert R-kvadrat	0,015496022							
Standardfeil	0,059750266							
Observasjoner	149							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,011886663	0,011887	3,3295095	0,070077478			
Residualer	147	0,524803864	0,00357					
Totalt	148	0,536690526						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,001684575	0,00491386	0,342821	0,7322227	-0,008026358	0,011395508	-0,00802636	0,011395508
Beta	0,247301599	0,135530424	1,824694	0,0700775	-0,02053814	0,515141337	-0,02053814	0,515141337

