

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, våren 2006

Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Regnskap og økonomisk styring
Veileder: Lars I. Pettersen

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Expert ASA

av
Trond Sotnakk

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne utredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av det børsnoterte selskapet Expert ASA. I den strategiske analysen analyseres forbrukerelektronikkbransjen og interne forhold i selskapet. I regnskapsanalysen analyseres risiko, lønnsomhet og vekst, og tallene sammenlignes med tidligere år og snittet på børsen.

Innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen danner grunnlaget for fundamental verdsettelse. Et fremtidsregnskap utarbeides ved å budsjettere og fremskrive budsjett drivere og avkastningskrav. Det er dette fremtidsregnskapet som benyttes i selve verdsettelsen. Egenkapitalen til Expert verdsettes så ved bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Innen hver metode finnes flere modeller. Verdiestimatet analyseres for usikkerhet. Verdiestimatet per aksje for Expert ble på 86,27 kroner per 30.6.2006.

Verdiestimatet brukes for å foreslå en handlestrategi for aksjen. Per 30.6.2006 var aksjekursen til Expert 85,00 kroner, og beste strategi vil da muligens være å holde på aksjene.

Forord

Siviløkonomutredningen ved Norges Handelshøyskole er det siste store arbeidet som gjøres før man er ferdig utdannet, og denne oppgaven markerer derfor avslutningen av fire års utdanning. Mitt fordypningsområde på 3. avdeling har vært regnskap og økonomisk styring. Jeg var lenge inne på tanken å skrive om noe innen IFRS, men etter hvert som tiden gikk fant jeg ut at jeg heller ønsket å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av et selskap. Dette var en type oppgave som interesserte meg mer, mye på grunn av de gode og interessante kursene BUS424 og BUS425.

Gjennom arbeidet med oppgaven har jeg lært veldig mye. Oppgaven har krevd mye arbeid, mer enn jeg på forhånd hadde forutsett. Dette gjenspeiles nok også i antall sider. Mye av arbeidet var vanskelig, men da er det ekstra tilfredsstillende når man får det til. Til tross for mye strev, prøving og feiling var det likevel en liten del av oppgaven jeg ikke fikk til. Enkelte steder har jeg også tatt noen forenklerende forutsetninger. Oppgaven bygger kun på ekstern informasjon, og jeg kunne nok alltid innhentet mer informasjon om selskapet og bransjen. Oppgaven kan nok derfor inneholde enkelte svakheter, men jeg mener disse ikke er vesentlige og derfor ikke påvirker konklusjonen og handlestrategien.

Prosessen med oppgaven har vært langvarig, og i skrivende stund har vi kommet et stykke ut i juli 2006. Det aller meste av oppgaven var ferdigskrevet ved utgangen av juni 2006, og det er derfor ikke innhentet noen ny informasjon som har kommet senere enn 30.06.2006.

Arbeidet med oppgaven har gitt meg mye nyttig innsikt både om Expert, strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse. I tillegg til at det har vært lærerikt, har det også vært en veldig morsom prosess. Til slutt ønsker jeg å takke veileder Lars I. Pettersen og kursansvarlig for kursene BUS424 og BUS425, Kjell Henry Knivsflå, som også var behjelpelig i prosessen. Den største takken går likevel til min kjære kone, Anne-Marit, som har vært tålmodig og behjelpelig selv når det har vært som travlest.

Bergen, juli 2006



Trond Sotnakk

Innholdsfortegnelse

1.0 Innledning.....	9
1.1 Bakgrunn	9
1.2 Formål	9
1.3 Struktur.....	9
2.0 Presentasjon av bransjen og Expert ASA.....	10
2.1 Bransjen.....	10
2.1.1 Norge	10
2.1.2 Sverige.....	11
2.1.3 Danmark	11
2.1.4 Estland.....	11
2.1.5 Generelt om fremtiden.....	11
2.2 Expert ASA	12
2.2.1 Kort historikk	12
2.2.2 Expert i dag	12
2.2.3 Experts strategiske rammeverk	13
2.2.4 Omsetning og nøkkeltall	14
3.0 Valg av verdsettelsesteknikk.....	15
3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker	15
3.1.1 Fundamental verdsettelse	15
3.1.2 Komparativ verdsettelse	16
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	16
3.2 Hvilken teknikk passer for verdsettelse av Expert ASA?	17
3.2.1 Forhold som spiller inn på valg av teknikk	17
3.2.2 Valg av teknikk for Expert ASA	19
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	20
3.3.1 Steg 1: Strategisk analyse.....	21
3.3.2 Steg 2: Regnskapsanalyse	21
3.3.3 Steg 3: Fremtidsregnskap	21
3.3.4 Steg 4: Verdsettelse	21
3.3.5 Steg 5: Handling.....	21
4.0 Strategisk analyse.....	22

4.1 Rammeverk for strategisk analyse	24
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse.....	24
4.2.1 Samfunns- og trendanalyse	25
4.2.2 Bransjeanalyse.....	27
4.2.3 Analyse av strategitilpasning	33
4.2.4 Resultat av bransjeorientert analyse	35
4.3 Intern ressursbasert analyse.....	36
4.3.1 Verdikjedeanalyse	37
4.3.2 KIKK-analyse.....	39
4.3.3 SVIMA-analyse.....	41
4.3.4 Strategi og styringssystem.....	45
4.3.5 Resultat av ressursbasert analyse	45
4.4 Innsikt om strategisk risiko og prestasjon – oppsummering	46
4.4.1 Egenkapitalrentabilitet over tid	46
4.4.2 Egenkapitalvekst over tid	46
4.4.3 Strategisk fordel	47
5.0 Regnskapsanalyse.....	48
5.1 Fokus i analysen	48
5.1.1 Analysenivå.....	49
5.1.2 Analyseperiode.....	49
5.1.3 Målestokk	50
5.2 Presentasjon av rapporterte tall	50
5.2.1 Trailing 2006	53
5.3 Omgruppering for investororientert analyse	53
5.3.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital	53
5.3.2 Steg 2: Resultatføring av ”dirty surplus”	54
5.3.3 Steg 3: Omgruppering for å skille mellom normalt og unormalt resultat	54
5.3.4 Steg 4: Omgruppering for å skille drift og finansiering	56
5.4 Analyse og justering av målefeil.....	59
5.4.1 Aktuelle justeringer	60
5.4.2 Aktuelle justeringer for Expert.....	61
5.4.3 Justering av Experts regnskap	63
5.4.4 Omgruppert og justert regnskap	65
5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	66

6.0 Analyse av risiko	68
6.1 Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko.....	68
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen	68
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm.....	70
6.1.3 Forfallsstruktur	71
6.2 Analyse av langsiktig soliditetsrisiko.....	72
6.2.1 Egenkapitalprosent	72
6.2.2 Kapitalstruktur.....	73
6.3 Oppsummering – syntetisk rating	74
6.4 Analyse av krav	74
6.4.1 Egenkapitalkravet.....	75
6.4.2 Krav til netto finansiell gjeld.....	77
6.4.3 Selskapskrav	79
7.0 Analyse av lønnsomhet og vekst.....	82
7.1 Egenkapitalrentabilitet	82
7.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten.....	83
7.2.1 Netto driftsrentabilitet	84
7.2.2 Netto finansiell gearing	87
7.2.3 Netto minoritetsgearing.....	90
7.3 Analyse av vekst.....	90
7.3.1 Strategisk vekst	90
7.3.2 Fundamental vekstanalyse – kapitalvekst	91
7.3.3 Fundamental vekstanalyse – resultatvekst	94
7.4 Oppsummering av lønnsomhets- og vekstanalyse	96
8.0 Fremtidsregnskap	97
8.1 Rammeverket for fremtidsregnskap	97
8.2 Valg av budsjettthorisont.....	98
8.3 Budsjettering til budsjettthorisonten	98
8.3.1 Steg 1: Driftsinntektene.....	100
8.3.2 Steg 2: Netto driftseiendeler.....	100
8.3.3 Steg 3: Netto driftsresultat.....	101
8.3.4 Steg 4: Netto finansiell gjeld	101
8.3.5 Steg 5: Netto finanskostnad.....	102
8.3.6 Steg 6: Minoritetsinteresser	102

8.3.7 Steg 7: Netto minoritetsresultat.....	103
8.4 Fremtidsregnskapet i budsjettperioden.....	103
8.5 Krav over budsjettperioden	104
8.5.1 Egenkapitalkravet.....	104
8.5.2 Minoritetskravet	105
8.5.3 Krav til netto finansiell gjeld.....	106
8.5.4 Netto driftskrav	108
8.5.5 Sysselsatt kapitalkravet	108
8.5.6 Driftsegenkapitalkravet	109
8.6 Fremskriving etter budsjettperioden.....	109
8.6.1 Fremtidsregnskap	109
8.7 Oppsummering	110
9.0 Fundamental verdsettelse	111
9.1 Egenkapitalmetoden	111
9.1.1 NBU-modellen (FKE-modellen).....	112
9.1.2 SPE-modellen.....	112
9.1.3 ΔSPE-modellen	112
9.1.4 Oppsummering egenkapitalmetoden.....	113
9.2 Selskapskapitalmetoden	113
9.2.1 Netto driftskapitalmetoden	113
9.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden	114
9.2.3 FKED-modellen	115
9.3 Oppsummering av verdiestimat	116
10.0 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet.....	117
10.1 Kritiske faktorer for Expert	117
10.2 Sensitivitetsanalyse	118
10.2.1 Driftinntektsveksten	118
10.2.2 Netto driftsmargin	119
10.2.3 Omløpet til NDE	120
10.2.4 Driverne av avkastningskravene	120
10.2.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse	121
10.3 Simulering	122
10.3.1 Kritiske faktorer for Expert	122
10.3.2 Usikkerhet i verdiestimatet.....	123

10.3.3 Statistikk.....	124
10.3.4 "Downside risk"	124
10.3.5 "Upside potential"	125
10.3.6 Kilder til usikkerheten i verdiestimatet	125
10.3.7 Konkurs sannsynlighet	126
10.3.8 Oppsummering av simulering	126
11.0 Konklusjon og handling	127
Litteraturliste	129

1.0 Innledning

1.1 Bakgrunn

Expert ASA er et av de ledende kjedene innen salg av forbrukerelektronikk i Skandinavia. Etter børsnoteringen i 2000 har Expert ASA ekspandert, og fått en mer dominerende rolle i markedet enn tidligere. På grunn av dette, i tillegg til at forbrukerelektronikk omsettes som aldri før¹, har Expert opplevd sterk vekst de siste årene, noe som gjør dem interessante for en analyse. Jeg synes også bransjen og Expert som selskap er spennende, og jeg kunne derfor godt tenke meg mer innsikt om selskapet. Dette er faktorer som motiverte mitt valg av tema i denne utredningen.

1.2 Formål

Målet med utredningen er å komme frem til et verdiestimat på Expert-aksjen, og basert på dette estimatet anbefale en handlestrategi for aksjen. Verdiestimatet baseres på strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse. Metoden blir forklart senere i oppgaven.

1.3 Struktur

Utredningen bygger på fagene jeg har tatt på NHH, spesielt fagene i fordypningsområdet. Hovedtyngden av teori og litteratur er hentet fra fagene BUS424 Strategisk regnskapsanalyse og BUS425 Regnskapsanalyse og verdsettelse. Strukturen i oppgaven følger også den foreslåtte disposisjonen i BUS425².

Etter innledningen følger presentasjon av bransjen og Expert i kapittel 2 og valg av verdsettelsesteknikk i kapittel 3. Den strategiske regnskapsanalysen som danner grunnlaget for fremtidsregnskapet kommer i kapittel 4 til 7. I kapittel 8 utarbeides fremtidsregnskapet, mens i kapittel 9 og 10 finnes verdiestimatet ved fundamental verdsettelse med tilhørende analyse av usikkerhet. Oppgaven avsluttes med forslag til handlestrategi for Expert-aksjen i kapittel 11.

¹ Kilde: http://www.elektronikkbransjen.no/index.php?page_id=4&article_id=1639

² Kilde: <http://portal.undervisning.nhh.no/master/bus425/Opplegget2006/kursgodkjenning.htm>

2.0 Presentasjon av bransjen og Expert ASA

2.1 Bransjen

Expert ASA er et nordisk børsnotert handelsforetak innen forbrukerelektronikk. De har virksomhet i Norge, Sverige, Danmark og Estland. I det følgende vil jeg kort presentere trekk ved forbrukerelektronikkbransjen i de ulike landene hvor Expert er representert.

2.1.1 Norge

Forbrukerelektronikkbransjen i Norge har to store dominerende aktører, Elkjøp og Expert, hvor Elkjøp er den største målt i omsetning. Ellers består markedet av flere mindre aktører. Eksempler på disse er for eksempel Euronics, Siba, Elprice og Lefdal. I tillegg til disse er det en rekke mindre aktører i bransjen som er rene internetbutikker, og som ofte er mer spesialiserte innen enkelte felt.

Markedssituasjonen i Norge er preget av høy konkurranse og fallende gjennomsnittspriser³. Omsetningen av forbrukerelektronikk i Norge økte med ca 8 % fra 2004 til 2005, og den totale omsetningen i 2005 var på ca 25,3 milliarder kroner⁴. Den sterkeste veksten finner man for flatskjermer, innbyggingsprodukter til kjøkken, mobiltelefoner og bærbar datamaskiner. Internet vokste også som distribusjonskanal for forbrukerelektronikk i 2005, men fortsatt har Internet kun en begrenset andel av det totale markedet⁵.

Man opplever ellers en økt grad av bransjegliding i det norske markedet⁶. Det betyr at stadig flere aktører tilbyr de samme produktene som de tradisjonelle elektronikkjedene, for eksempel dagligvarekjeder. Dette er med på å øke konkurransen i bransjen ytterligere. Glidningen går også andre veien, ved at elektronikkjedene prøver seg på nye produktområder. Eksempler på nye produkter som har kommet de siste årene er digital foto med fremkalling og dataspill.

³ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁴ Kilde: http://www.elektronikkbransjen.no/index.php?page_id=4&article_id=1639

⁵ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁶ Kilde: Expert årsrapporter 2004 og 2005

2.1.2 Sverige⁷

I Sverige preges markedet for forbrukerelektronikk av mange små og mellomstore aktører, og konkurransen er meget sterk. Som følge av meget stort prispress fikk man i løpet av 2005 et prisfall på forbrukerelektronikk på ca 20 % i Sverige.

Bransjegliding er større i Sverige enn i Norge. Flere ulike aktører tilbyr produkter innen forbrukerelektronikk, noe som forsterker konkurransen ytterligere. I tillegg ble det i 2005 klart at en av Europas største aktører innen forbrukerelektronikk skal etablere seg i Sverige.

2.1.3 Danmark⁸

Det er en rekke aktører i det danske markedet for forbrukerelektronikk, og konkurransen er hard. 2005 var et år preget av gode økonomiske rammebetingelser og vekst i det danske markedet.

Det danske markedet skiller seg fra det norske og det svenske ved at det er færre stormarkeder, og heller en mer tydelig spesialisering i de ulike forretningene. Noen stormarkeder finnes det likevel, og det er forventet en vekst i etablering av stormarkeder fremover.

2.1.4 Estland⁹

I det estiske markedet er det mange aktører med identiske produkter, noe som har ført til priskrig. Også det estiske markedet har opplevd vekst, men mye av veksten er her drevet av omfattende lånefinansiering. I det siste har bankene strammet inn på utlån, noe som muligens vil føre til en negativ påvirkning på markedet for forbrukerelektronikk.

Estland ble i 2004 medlem av EU. Dette har ført til en liberalisering i markedet og økt konkurranse, spesielt fra varer fra Øst-Europa.

2.1.5 Generelt om fremtiden¹⁰

Markedet i Norden er for tiden preget av optimisme blant forbrukerne og økt kjøpekraft, noe som gjør at man kan forvente fortsatt vekst i bransjen fremover. Nye aktører vil komme til, og

⁷ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁸ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁹ Kilde: Expert årsrapport 2005

¹⁰ Kilde: Expert årsrapport 2005

internetthandelen vil øke. Det er også forventet at spesielt markedene i Sverige og Danmark fortsatt vil gjennomgå en konsolidering fremover.

2.2 Expert ASA¹¹

2.2.1 Kort historikk

Expert ble etablert i 1962. I 1985 kjøper Expert andeler i Expert International som er verdens største sammenslutning av elektrokjeder, og får rettighetene til varemerket Expert i Norge. Utover nittitallet ekspanderte Expert i Norge, og 14. april 2000 ble Expert notert på hovedlisten på Oslo Børs. I mai samme år kjøpte Expert 50 % av nettselskapet BestBuy i Norge. Året etter startet ekspansjonen utenlands ved at Expert i april kjøper 11 % av Expert Danmark og i desember kjøper 51 % av Expert Estland. I 2002 fortsetter oppkjøpene i Danmark i tillegg til at Expert gjør det første oppkjøpet i Sverige. Årene frem til 2005 har vært preget av stadig ekspansjon i Danmark og Sverige.

2.2.2 Expert i dag

Expert er i dag den nest største aktøren i det skandinaviske markedet. I Danmark er Expert markedsleder, mens de i Norge og Sverige er på en klar andre plass. Til sammen er det ca 1000 butikker tilknyttet Expert ASA. Expert er medlem av verdens største salgsorganisasjon innen forbrukerelektronikk, Expert International og Expert Global, og har derigjennom en sterk internasjonal tilknytning. På verdensbasis representerer Expert mer enn 8 300 butikker. Expert ASA har sitt hovedkontor i Norge, nærmere bestemt på Gjelleråsen i Nittedal kommune.

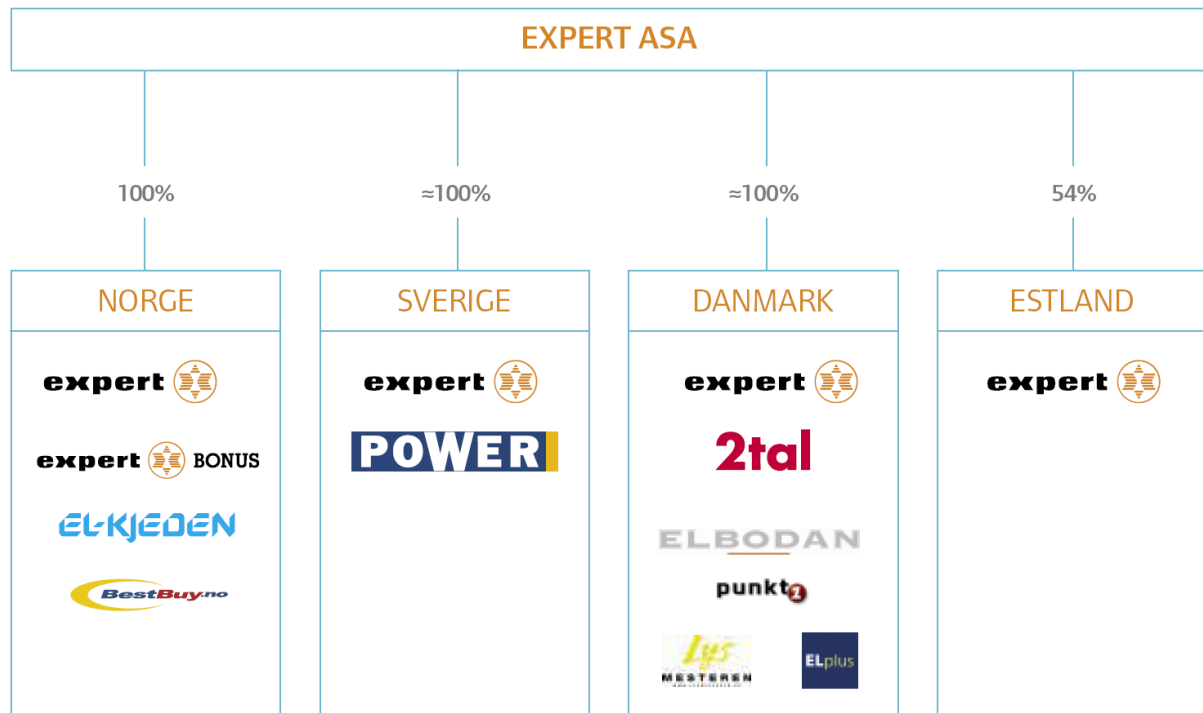
I Norge eier Expert ASA 100 % av Expert Norge AS, 69 % av internettelskapet BestBuy AS og 34 % av Christiania Belysning. De har totalt 263 butikker i Norge, og de bruker varemerkene Expert, Expert Bonus og El-Kjeden.

I Danmark eier Expert ASA 100 % av hvitevarekjeden Elbodan A/S, som ved utgangen av 2005 hadde 224 butikker. Expert eier også 100 % av Expert 2tal Danmark A/S som har 227 butikker. I Danmark forvalter Expert merkevarene Expert, 2tal, Punkt1, Lysmesteren og ElPlus.

¹¹ Kilder: Expert årsrapporter 2001 – 2005 og www.expert.no

I Sverige eier Expert 100 % av Power Hemelektronik i Sverige AB som har 27 stormarkeder og nettbutikken www.power.se. Expert eier også Expert Invest AB og TV-Experten i Motala AB. Totalt er det 205 Expert-butikker i Sverige. De bruker varemerkene Expert og Expert Stormarknad.

I Estland eier Expert 53,8 % av Expert Estonia AS som har 16 butikker.



Figur 2.1: Organisasjonskart¹²

2.2.3 Experts strategiske rammeverk



Figur 2.2: Strategisk rammeverk¹³

¹² Kilde: Expert årsrapport 2005

¹³ Kilde: Expert årsrapport 2005

Det strategiske rammeverket til Expert definerer overordnet retning og fellesnevnerne for strategiutviklingen i konsernet. Visjonen med ledestjernene er grunnleggende. ”Vi ønsker i fellesskap å skape en positiv Expert-historie som kombinerer kundens økende behov for forenkling av hverdagen med nye og spennende produkter. Vi ønsker å gi kunden positive opplevelser gjennom besøk i bransjens beste butikker. I møtet med kunden skal vi etterleve visjonen blant annet gjennom forenkling av butikkinternt arbeid som gjør oss i stand til å bruke mest mulig tid på kunden. Gjennom dette ønsker vi å etablere en positiv spiral hvor kundene elsker oss og kommer tilbake igjen og igjen”, heter det i årsrapporten for 2005.

Forretningsideen, kjerneverdiene og kjernekompetansen er viktig. Gjennom dem ønsker de å definere hva de skal være for hvem, hvilke grunnleggende felles verdier og hva slags unik kompetanse som skal skille Expert fra deres konkurrenter.

2.2.4 Omsetning og nøkkeltall

Omsetningen i 2005 for Expert i Norge, Danmark, Sverige og Estland ble henholdsvis NOK 3 362,3 millioner, NOK 2 351,1 millioner, NOK 685,4 millioner og NOK 73,8 millioner. Nøkkeltall for konsernet i årene 1998 til 2005 er vist i tabellen under.

NØKKELTALL*		Beløp i hele 1000							
	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
Driftsinntekter	6 484 490	5 328 016	3 731 409	4 149 328	4 596 114	3 986 234	3 533 383	3 174 610	
Bruttomargin	1 403 795	1 202 878	871 250	963 686	1 043 881	811 704	644 034	434 207	
EBITDA	254 253	295 301	216 859	214 079	230 970	211 711	206 212	113 783	
Driftsresultat	169 248	241 424	122 101	124 053	146 983	148 156	163 487	81 059	
Resultat før skatt	177 812	240 337	106 977	97 380	101 563	126 266	130 972	57 833	
Årsresultat	131 659	167 290	81 114	69 046	63 455	93 338	93 106	38 139	
Egenkapital	1 210 580	1 132 769	824 354	767 618	848 053	875 346	425 221	275 445	
Arbeidskapital ¹⁾	614 556	456 983	346 536	182 733	453 390	422 385	339 801	163 560	
Netto rentebærende gjeld	-25 329	-107 285	3 333	31 826	816 693	435 033	469 631	304 859	
Sysselsatt kapital ²⁾	1 171 675	1 008 518	813 566	1 232 095	1 487 563	1 102 616	737 578	495 345	

¹⁾ Omløpsmidler minus kortsiktig gjeld ²⁾ Gjennomsnittlig egenkapital pluss gjennomsnittlig netto rentebærende gjeld

* Tall for 2004 og 2005 er iht IFRS. Eldre tall er iht NGAAP.

Figur 2.3: Nøkkeltall for Expert 1998 – 2005¹⁴

¹⁴ Kilde: Expert årsrapport 2005

3.0 Valg av verdsettelsesteknikk

Når man skal verdsette et selskap er det viktig å velge en verdsettelsesteknikk som passer til selskapet og den bransjen selskapet er i. Man har ulike teknikker å velge blant, og det er flere forhold som spiller inn på hvilken metode som er den beste, og om man kanskje bør bruke flere forskjellige metoder. Dette skal jeg se nærmere på i dette kapittelet.

3.1 Oversikt over ulike verdsettelsesteknikker

Når man skal verdsette en bedrift har man flere ulike teknikker man kan benytte seg av. Man kan dele inn teknikkene i tre hovedtyper; *fundamental verdsettelse*, *komparativ verdsettelse* og *opsjonsbasert verdsettelse*. Disse blir kort beskrevet lenger nede. Det er viktig å påpeke at disse teknikkene ikke er alternativer til hverandre, men snarere supplement, der gjerne alle kan benyttes for å få et best mulig verdiestimat.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse baserer seg på analyse av fundamentale forhold ved bedriften¹⁵. Kort fortalt går metoden ut på at man først bruker offentlig tilgjengelig informasjon til å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse av bedriften. Denne analysen gir innsikt i underliggende økonomiske forhold ved bedriften. Innsikten brukes videre til å utarbeide fremtidsbudsjett som igjen gir grunnlaget for et verdiestimat på selskapet. Metoden blir grundigere forklart senere i oppgaven.

Innen fundamental verdsettelse er det to ulike metoder for å finne verdiestimatet på egenkapitalen, og flere ulike modeller innen hver metode. De to metodene er *egenkapitalmetoden* og *selskapskapitalmetoden*¹⁶. I egenkapitalmetoden regner man ut verdiestimatet av egenkapitalen direkte, mens man i selskapskapitalmetoden finner verdiestimatet av egenkapitalen ved å regne verdien av hele selskapet og trekke fra verdien av gjelden til selskapet. De ulike modellene innen hver metode der *utbyttmodellen*, *kontantstrømmmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen*. Disse blir nærmere beskrevet senere i oppgaven.

¹⁵ Kilde: Damodaran (2002)

¹⁶ Kilde: Penman (2003)

3.1.2 Komparativ verdsettelse¹⁷

Komparativ verdsettelse er verdsettelse som bygger på komparativ prising i forhold til tilsvarende bedrifter eller eiendeler. Man har to metoder komparativ verdsettelse; *multiplikatormetoden* og *substansverdimodellen*.

I multiplikatormetoden blir verdier estimert på egenkapitalen funnet ved å sammenligne med børsverdien til komparative selskaper. Det er viktig at man justerer for forskjeller i fundamentale forhold mellom selskapene. Man kan bruke flere forskjellige multiplikatorer eller forholdstall, avhengig av hvilken bedrift man skal verdsette og hvilken bransje den er i. Det mest vanlige forholdstallet er nok P/E (Price/Earnings).

I substansverdimodellen finner man verdien av eiendeler ved å sammenligne med markedsverdien til komparative eiendeler. Ved å bruke denne modellen kommer man fram til et verdier estimat på egenkapitalen ved å ta substansverdien av eiendelene minus den komparative verdien til gjelden.

Komparativ verdsettelse er nok den verdsettelsesmetoden som er mest brukt i praksis på grunn av at den er så enkel og krever forholdsvis lite tid og ressurser å gjennomføre. Den gir nok også stort sett tilfredsstillende verdier estimater.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse¹⁸

I opsjonsbasert verdsettelse setter man en verdi til den fleksibiliteten og de opsjoner et selskap har i sin drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Metoden bruker en fundamentalverdi på selskapet som basis, og legger til verdien på den nevnte fleksibiliteten og de nevnte opsjoner. Slik blir fleksibiliteten og mulighetene på en måte en isolert del av selskapets verdi. Dersom for eksempel et selskap har en mulighet til å etablere seg i et marked i et annet land, er dette en opsjon som har en verdi. Denne verdien legges til selskapets fundamentale verdi. Den fundamentale verdien må normalt finnes gjennom en annen verdsettelsesteknikk, og da gjerne ved fundamental verdsettelse.

¹⁷ Kilde: Damodoran (2002)

¹⁸ Kilde: Damodoran (2002)

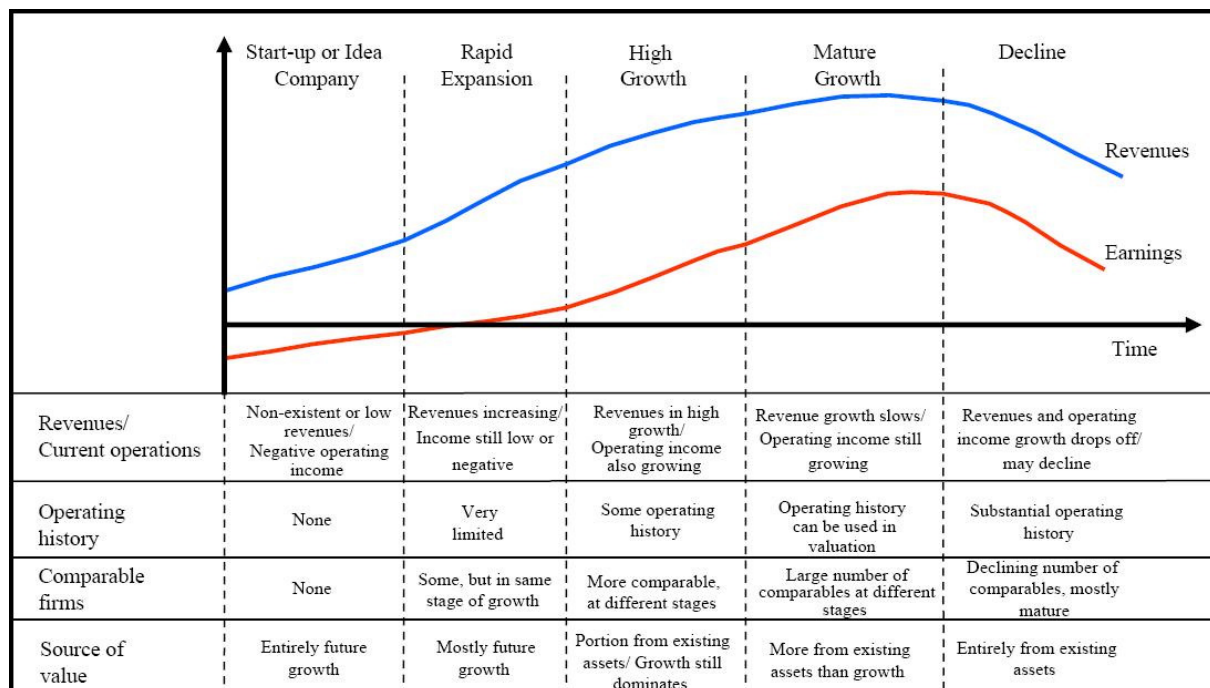
3.2 Hvilken teknikk passer for verdsettelse av Expert ASA?

Valg av verdsettelsesteknikk er som tidligere nevnt avhengig av forhold ved selskapet som skal verdsettes. Forhold ved bransjen selskapet opererer i spiller inn, i hvilken fase av livssyklusen det er i er viktig for valget, og til slutt er det avgjørende om forutsetning om fortsatt drift er til stede, eller virksomheten skal avvikles. Det er også viktig å vurdere hvilken tilgang man har på informasjon, og hvor god kvaliteten er på denne informasjonen.

3.2.1 Forhold som spiller inn på valg av teknikk¹⁹

Trekk ved bransjen til selskapet kan være avgjørende for valg av teknikk. I noen bransjer er det for eksempel lett å finne verdien på komparative eiendeler, for eksempel innen eiendom, noe som gjør substansverdimodellen aktuell. Andre trekk ved bransjen, som for eksempel vekst og fase i livssyklusen spiller også inn.

Hvor selskapet befinner seg i livssyklusen er avgjørende for valg av verdsettelsesteknikk. En oversikt over de ulike fasene i livssyklusen med tilhørende karakteristiske trekk ser vi i figur 3.1.



Figur 3.1: Livssyklusen til et selskap²⁰

¹⁹ Kilde: BUS425 – notat forelesning 16 (K. H. Knivsflå)

²⁰ Kilde: Damodaran (2002)

En bedrift i *oppstartsfasen* kjennetegnes ofte ved at de har lave inntekter og store underskudd. Man har naturlig nok få år med regnskapstall, i tillegg til at de regnskapstallene man har ofte kan ha store målefeil grunnet for eksempel direkte kostnadsføring av immaterielle investeringer. Den mest passende verdsettelsesteknikken for en slik bedrift vil oftest være komparativ verdsettelse ved å bruke ulike multiplikatormodeller. En forholdsvis nystartet bedrift vil ofte ha store vekstmuligheter, altså en opsjon til å vokse, og man har dermed også muligheten til å verdsette bedriften ved å bruke opsjonsbasert verdsettelse. Fundamental verdsettelse er her lite egnet, siden man har så lite fundamentale data å ta utgangspunkt i. Dette gjelder i særlig grad dersom man opererer i en forholdsvis ny bransje. Dersom bransjen derimot er moden, kan man bruke fundamental verdsettelse.

Et selskap som er i *moden fase* har drevet på i en del år, og man har derfor tilgang på regnskapstall fra en lang periode. En slik bedrift er gjerne kjennetegnet ved gode inntekter og positive resultater. For et selskap i denne fasen er hovedteknikken fundamental verdsettelse, siden man har så god tilgang på fundamental informasjon. De to andre verdsettelsesteknikkene er som tidligere nevnt gode supplement som gjerne kan brukes i tillegg for å få et bedre verdiestimat. I praksis ser en ofte at komparativ verdsettelse blir mest brukt også for virksomheter i moden fase, nettopp på grunn av at den er enklere og mindre krevende.

Bedrifter som aldri kom skikkelig i gang, eller som er ferdig med moden fase, er *på vei tilbake*. Disse kjennetegnes ved synkende inntekts- og resultatvekst, eller til og med synkende inntekter og resultat. Tilgangen på regnskapsdata er ofte god for de som er ferdig med moden fase. Dersom tilbakegangen er lønnsom er fundamental verdsettelse hovedteknikken. Dersom det er ulønnsom tilbakegang, og fare for konkurs er komparativ verdsettelse ved bruk av substansverdimodellen hovedteknikk. Man ønsker da å kartlegge hvilke verdier man kan få ut ved en eventuell konkurs. Man kan også bruke opsjonsbasert verdsettelse, ved å prise opsjonen selskapet har til å stoppe driften.

Hvorvidt *forutsetningen om fortsatt drift* er til stede eller ei er av betydning når man skal velge verdsettelsesteknikk. Dersom denne ikke er tilstede, forutsetter man at man skal avslutte virksomheten, eller at man går konkurs. Man bør da bruke enten substansverdimodellen eller eventuelt opsjonsbasert verdsettelse, som nevnt i forrige avsnitt.

Til slutt kan en si at *tilgangen på informasjon* og kvaliteten på denne er av betydning. Fundamental verdsettelse er en teknikk som krever mye informasjon både om bransjen og om selskapet fra flere regnskapsår bakover i tid. Dette gjør at man må vurdere hvor mye informasjon man har tilgjengelig om selskapet før man kan bestemme seg for verdsettelsesteknikk.

3.2.2 Valg av teknikk for Expert ASA

For å begrunne mitt valg av verdsettelsesteknikk for Expert tar jeg utgangspunkt i hvert punkt under diskusjonen under punkt 3.2.1, og ser disse i forhold til Expert.

Expert opererer i en spennende bransje som jeg vil karakterisere som moden. Bransjen er preget av sterk konkurranse mellom noen store aktører. Leverandørene til bransjen er aktører som hør høy grad av innovasjon. Vekstmulighetene til bransjen er store som følge av folks stadig økende forbruk av forbrukerelektronikk.

Expert er et selskap som har drevet på lenge, og kan derfor sies å være en moden bedrift. I tillegg ser man at de vokser gjennom stadige oppkjøp. Dette gjør at jeg vil karakterisere dem som et selskap i en moden vekstfase.

Forutsetningen for fortsatt drift er til stede for Expert. Det er ingenting i regnskapstallene som tyder på noe annet.

Expert ASA er et børsnotert selskap notert på Oslo Børs. Dette gjør at tilgangen på regnskapsdata og annen relevant informasjon er svært god.

Ut fra dette har jeg kommet fram til at *fundamental verdsettelse* som baserer seg på strategisk regnskapsanalyse og fremtidsregnskap passer best for Expert ASA.

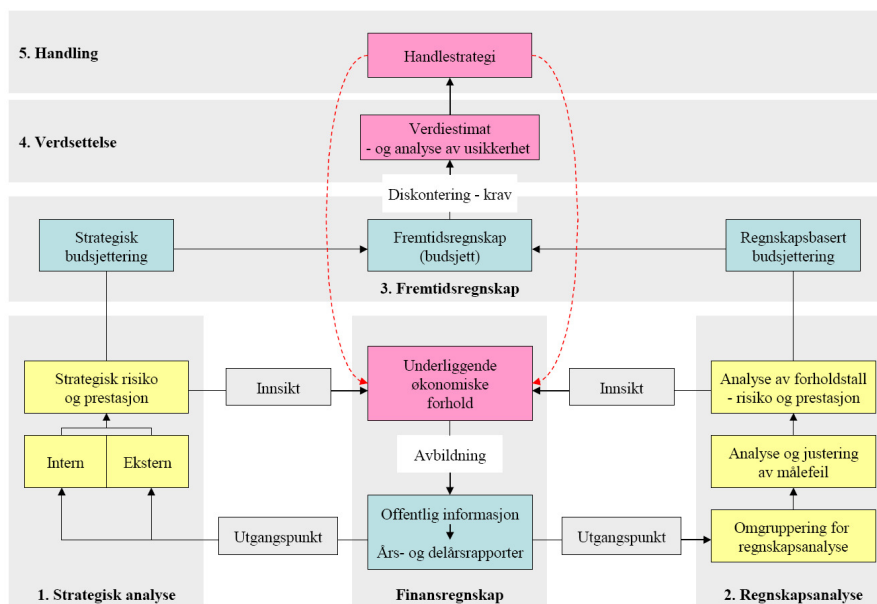
Komparativ verdsettelse kan også være aktuelt som et supplement. Dette kan gjennomføres ved å bruke børsverdien til komparative selskap i Europa, for eksempel DSG international plc, som sammenligningsgrunnlag. Dette sammenligningsgrunnlaget må justeres for forskjeller mellom selskapene. Dersom man ønsker en god verdsettelse, bør man bruke flere selskaper om mulig. Da må alle justeres for forskjeller i forhold til Expert.

DSG²¹ er et britisk selskap som selger forbrukerelektronikk i mange europeiske land. De eier flere kjeder, blant annet Elkjøp, som er en direkte konkurrent til Expert. Egentlig ville det vært mest interessant og brukt tall fra Elkjøp i en komparativ verdsettelse, siden de opererer i samme marked som Expert. Men DSGs rapporterer på konsernnivå, så jeg har ikke tilgang til tall fra Elkjøp. DSG har også avvikende regnskapsår (1.5 – 30.4), og de opererer i veldig mange markeder som er forskjellig fra det skandinaviske markedet. Jeg mener derfor ikke DSG er direkte komparativt med Expert, og mange justeringer måtte altså til. Disse forholdene tatt i betraktning, velger jeg å ikke gjennomføre komparativ verdsettelse av Expert.

Opsjonsbasert verdsettelse kan også være et supplement i verdsettelsen av Expert. Man kan da for eksempel verdsette opsjonen av videre ekspansjon i Estland og eventuelt utvidelse til de andre baltiske landene. På grunn av tidkrevende arbeid og allerede stor arbeidsmengde velger jeg å ikke gjennomføre supplerende verdsettelser, og heller gjøre en så grundig fundamental verdsettelse som mulig. Opsjonene er i fundamental verdsettelse på en måte tatt hensyn til ved at veksten blir budsjettert høyere enn ellers.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Rammeverket for fundamental verdsettelse består av fem steg, og sammenhengene mellom stegene er vist i figuren under.



Figur 3.2: Rammeverket for fundamental verdsettelse²²

²¹ Kilde: <http://www.dsgiplc.com/> og DSG årsrapport 04/05

²² Kilde: BUS425 – plansje 01-28 (K. H. Knivsflå)

Utgangspunktet for fundamental verdsettelse er offentlig informasjon, hovedsakelig års- og delårsrapporter fra selskapet. Nedenfor følger en kort presentasjon av de ulike stegene. Grundigere forklaring vil bli gitt når de ulike stegene gjennomføres senere.

3.3.1 Steg 1: Strategisk analyse

Man bruker offentlig tilgjengelig informasjon til å gjennomføre en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. Analysen brukes til å vurdere selskapets strategiske risiko og posisjon. Dersom selskapet har en strategisk fordel, har det evnen til å generere superprofitt.

3.3.2 Steg 2: Regnskapsanalyse

De offentlig tilgjengelige årsrapportene må omgrupperes for regnskapsanalyse. Dersom man har tilgjengelig delårsrapporter fra inneværende regnskapsår, bruker man disse til å utarbeide trailing årsresultat for siste år. Det må før analysen justeres for mulige målefeil i de offentliggjorte tallene. De omgrupperte og justerte regnskapstallene brukes så i analyse av forholdstall.

3.3.3 Steg 3: Fremtidsregnskap

Strategisk regnskapsanalyse gir innsikt i underliggende økonomiske forhold i selskapet. Funnene i analysen er grunnlaget for budsjettering av fremtidsregnskap. Dette skjer kort fortalt i to steg, først budsjettering over en budsjettthorisont og deretter en fremskriving etter budsjettthorisonen.

3.3.4 Steg 4: Verdsettelse

Egenkapitalen til selskapet blir så verdsatt ved å diskontere fremtidsregnskapet som er utarbeidet i steg 3. Dette kan enten skje gjennom å bruke egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden. Gjennom konvergens blir verdiestimatet det samme uansett hvilken metode som brukes. Usikkerheten i verdiestimatet analyseres gjennom sensitivitetsanalyse og simulering.

3.3.5 Steg 5: Handling

Det endelige verdiestimatet brukes så som grunnlag for en handlestrategi på børsen, eller eventuelt som styringsgrunnlag internt i virksomheten. I mitt tilfelle vil det være handlestrategi i aksjemarkedet som er aktuelt.

4.0 Strategisk analyse²³

Et hvert selskap vil ha en strategi om hvordan man skal drive. Denne strategien vil blant annet ha betydning for selskapets prestasjoner over tid, og vi kan derfor trygt si at regnskapstallene er påvirket av selskapets strategi. En strategisk analyse kan gi innsikt i den strategiske risikoen og prestasjonsevnen til et selskap. Gjennom en ekstern analyse får man innsikt i forhold ved bransjen og markedet som har betydning for hvordan selskapet bør tilpasse seg og hvordan fremtidsutsiktene er. Gjennom intern analyse får en innsikt i interne forhold i selskapet som kan gi svar på hvordan selskapet står i konkurransen med andre i bransjen. Innsikt i de nevnte forholdene er avgjørende for den videre regnskapsanalysen. Blant annet bygger man forutsetningene for budsjetteringen og fremtidsregnskapet i stor grad på funn i den strategiske analysen. Et eksempel er prediksjon av fremtidig vekst i driftsinntekter som er avgjørende for verdsettelsen.

Strategisk analyse kan også si noe om hva man bør komme frem til i regnskapsanalysen. Det vil si at en grundig og god strategisk analyse skal være noenlunde konsistent med en god regnskapsanalyse. Finner man for eksempel at forhold eksternt i bransjen og internt i selskapet tilsier at man kan regne med en superrentabilitet for selskapet, bør man komme til samme resultat i regnskapsanalysen. En god strategisk analyse gir altså et godt bilde på underliggende økonomiske forhold i selskapet.

I fundamental verdsettelse bygger man som sagt på offentlig tilgjengelig informasjon. I den strategiske analysen har man altså ikke tilgang på informasjon fra innsiden av selskapet man skal analysere. For å få til en så god strategisk analyse som mulig er det da viktig at man bruker oppdatert informasjon i analysen. Jo eldre informasjon man bruker, jo mindre presis og pålitelig blir analysen. Eksempler på oppdatert informasjon er siste offentliggjorte kvartalsrapport, pressemeldinger, mv. En tradisjonell strategisk analyse der man har tilgang til innsideinformasjon, vil naturligvis bli mer pålitelig og presis.

Den strategiske posisjonen til en virksomhet er en allokering av ressurser som innenfor en bransjesetting gir en viss evne til å generere en strategisk fordel, og slik en rentabilitet utover kravet. Målet på strategisk fordel er superrentabilitet, altså en egenkapitalrentabilitet (ekr) som er større en kravet (ekk) man har til avkastning på egenkapitalen. Dersom man har en

²³ Kilde: Hill & Jones (2004)

positiv strategisk posisjon har man en strategisk fordel ($e_{kr} > e_{kk}$). Ved fullkommen konkurranse har man ingen strategisk posisjon, og $e_{kr} = e_{kk}$. Dersom man har en negativ strategisk posisjon er man ikke konkurransedyktig, og $e_{kr} < e_{kk}$. Ved langvarig negativ strategisk posisjon, vil man til slutt gå konkurs.

Den strategiske prestasjonen til virksomheten kommer til uttrykk gjennom regnskapstallene. Gjennom finansregnskapet får man informasjon om både strategisk posisjon, prestasjon og risiko. En eventuell superrentabilitet vises i regnskapet som høyere avkastning på egenkapitalen enn kravet. Dette kan komme av at man har en positiv strategisk posisjon, som tidligere nevnt. Men det kan også komme av at regnskapet inneholder målefeil, og at virkeligheten egentlig er annerledes enn det det offentlige regnskapet gir inntrykk av. Strategisk analyse blir derfor nødvendig for å forklare den strategiske posisjonen til virksomheten. En kan også si at den strategiske prestasjonen kommer til uttrykk gjennom aksjekursen til de børsnoterte selskapene. Jo større den strategiske fordel er, jo høyere er aksjekursen og jo høyere er pris/bok-forholdet til virksomheten.

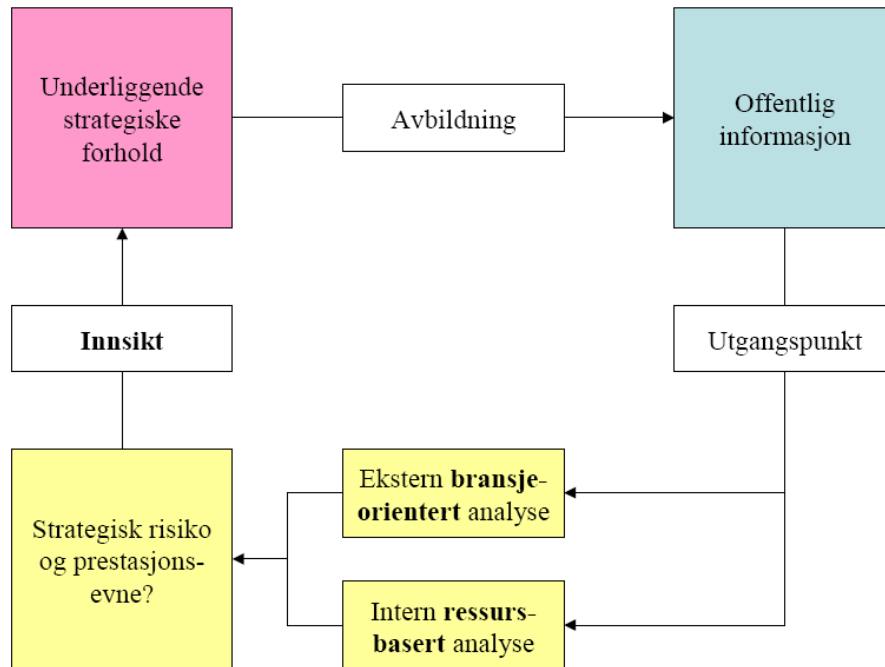
Strategisk risiko vil si faren for at e_{kr} blir mindre enn e_{kk} , og utfordringen til å gjøre e_{kr} større enn e_{kk} . Variansen i rentabiliteten er et mål på den strategiske risikoen eller totalrisikoen. Gjennom strategisk analyse får man innsikt om risikoen til en virksomhet. Eksterne trusler i bransjen og svakheter internt i selskapet er forhold som svekker e_{kr} , og som dermed øker faren for at $e_{kr} < e_{kk}$. På den andre siden kan utfordringer eksternt og sterke sider internt i selskapet virke positivt på e_{kr} , og bidra til at $e_{kr} > e_{kk}$. Dette er forhold jeg kommer tilbake til i selve analysen.

Det er viktig å påpeke at risiko ikke er ensidig negativt for en virksomhet. Risiko kan man se på som fleksibilitet, og fleksibilitet kan man utnytte til å skape verdier i fremtiden.

Strategisk fordel er som tidligere nevnt at egenkapitalrentabiliteten er større enn tilsvarende krav. Den strategiske fordel kan splittes opp i flere komponenter som kan analyseres hver for seg i den strategiske analysen. For det første kan bransjen ha en rentabilitet som er større enn kravet, altså en bransjeorientert strategisk fordel ($e_{kr_B} > e_{kk_B}$). For det andre kan virksomheten ha en rentabilitet som er høyere enn den gjennomsnittlige rentabiliteten i bransjen ($e_{kr} > e_{kr_B}$). Og for det tredje kan det hende at virksomheten som analyseres har et

krav til egenkapitalen som er lavere enn det gjennomsnittlige kravet i bransjen ($ekk_B > ekk$). De to siste faktorene utgjør til sammen en intern ressursbasert strategisk fordel.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 4.1: Rammeverk for strategisk analyse²⁴

Utgangspunktet i den strategiske analysen er offentlig informasjon. Analysen foregår i to hovedtrinn. Først gjennomfører man en ekstern bransjeorientert analyse og deretter en intern ressursbasert analyse. Til sammen vil disse analysene si noe om selskapets strategiske risiko og prestasjonsevne, som gir innsikt i underliggende strategiske forhold i selskapet.

I det følgende vil jeg gjennomføre en strategisk analyse av Expert ASA basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Analysen vil følge rammeverket for strategisk analyse.

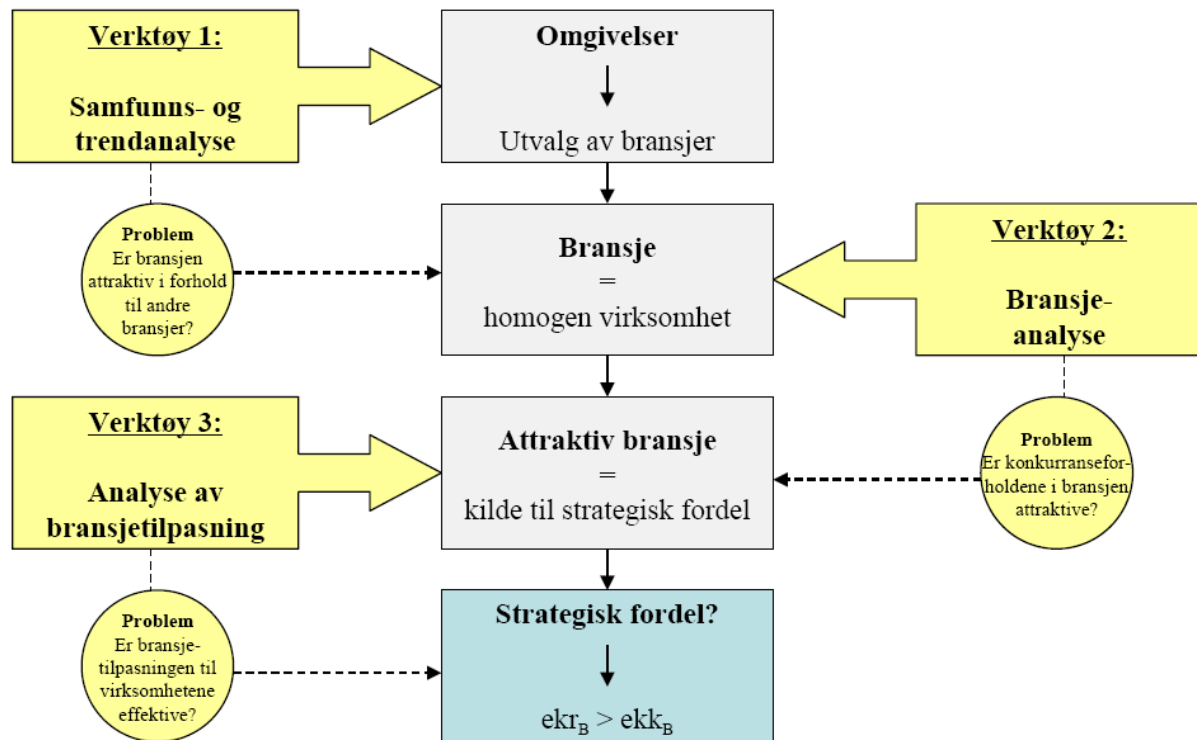
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse²⁵

Den eksterne bransjeorienterte analysen skal avdekke forhold som gir innsikt i om bransjen til Expert har en rentabilitet som er høyere enn kravet, og som dermed også er av betydning for Expert. Bransjemessige utfordringer og trusler i miljøet virker henholdsvis positivt og negativt inn på den bransjeorienterte strategiske fordel. Ved å være bevisst på de eksterne forholdene som omgir virksomheten, og tilpasse seg deretter, kan man ha mulighet til å skape

²⁴ Kilde: BUS425 – plansje 03-17 (K. H. Knivsflå)

²⁵ Kilde: Hill & Jones (2004)

superrentabilitet. Rammeverket for bransjeorientert strategisk analyse er vist i figur 4.2, og vil bli brukt i denne delen av analysen.



Figur 4.2: Rammeverk for bransjeorientert strategisk analyse²⁶

4.2.1 Samfunns- og trendanalyse

Målet med samfunns- og trendanalyse er å identifisere ytre påvirkning på selskapet som kan ha innvirkning på rentabiliteten. Som navnet på analysen tilsier, er det generelle samfunnsforhold og trender i omgivelsene man analyserer. Analysen blir også kalt makroanalyse. Modellen jeg bruker i denne analysen er en utvidet form for PEST-analyse (Political/legal, Economic, Sociocultural og Technological). I tillegg til de fire nevnte områdene, ser jeg også på to områder til; Demographic og Global. Jeg ser altså på seks forskjellige forhold i samfunnet i følgende rekkefølge: Demografiske, Økonomiske, Politiske/Legale, Sosio-kulturelle, Teknologiske og Globale.

Demografiske forhold

Av forhold som virker inn her er populasjonens størrelse, aldersfordeling, geografisk fordeling, etnisk miks og inntektsfordeling i samfunnet. Det er ingen grunn til å tro at demografiske forhold vil endre seg slik at det vil påvirke Expert i vesentlig grad.

²⁶ Kilde: BUS425 – plansje 03-23 (K. H. Knivsfå)

Økonomiske forhold

Her har for eksempel rente, inflasjon, sparerater, BNP, mv. betydning. Expert konkurrerer om folks penger. De nevnte eksemplene er derfor svært viktige faktorer for Expert. Vi opplever i dag en positiv stemning i økonomien, lav inflasjon og lav (men stigende) rente. Disse forholdene tyder på at Expert vil ha gode fremtidsutsikter. Økende rente og dermed økende inflasjon, vil sannsynligvis på sikt kunne svekke folks kjøpekraft og handlevillighet, noe som vil gi redusert vekst for Expert. Frykten for dårligere tider økonomisk, for eksempel på grunn av avisoppslag om 10 % rente²⁷, kan kanskje føre til at folk fremover i større grad velger å bruke mer av overskuddsmidlene til sparing i stedet for forbruksvarer.

Politiske og legale forhold

Her spiller lover og regler som blir pålagt selskapet inn. Eksempler på dette er konkurranselovgivning, skatteregler og regnskapsregler. Selv med forholdsvis hyppige regjeringsskifter i Norge, er det i det aller vesentligste politisk stabilitet i landet. Dette gjelder også de andre skandinaviske landene, som utgjør størstedelen av Experts marked. I forbrukerelektronikkmarkedet er det sterk konkurranse, noe som tilsier at Expert ikke misbruker sin stilling i markedet. Fra og med 2005 ble IFRS innført for alle børsnoterte selskaper²⁸. Overgangen til IFRS har betydning for finansregnskapet, og en kan også oppleve betydelige innkjøringsproblemer som kan påvirke resultatet. Expert har som børsnotert selskap innført IFRS. For Expert omfattet de viktigste effektene ved overgangen til IFRS bortfall av planmessig amortisering av goodwill og reklassifisering av foreslått utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital²⁹. Som forhandler av forbrukerelektronikk blir Expert også påvirket av forbrukerlovgivningen i Norge. Myndighetene og media følger nøye med om reglene blir fulgt, og tvister om for eksempel holdbarheten til mobiltelefoner kan påvirke hvordan man forholder seg til reklamasjoner og lignende.

Sosio-kulturelle forhold

Av forhold som er interessante er for eksempel endringer i preferanser hos kundene, og andre endringer som påvirker konsumatferden. I Experts tilfelle ser man blant annet at kundene i større grad etterspør produkter som flatskjermer og mobiltelefoner. Trolig vil denne trenden fortsette. Kundenens disponible inntekt spiller en betydelig rolle for konsumentatferden når det gjelder forbrukerelektronikk.

²⁷ Kilde: <http://forbruker.no/pengenedine/bankogforsikring/article1320495.ece>

²⁸ Kilde: Ot.prp. nr. 39 (2004-2005)

²⁹ Kilde: Expert årsrapport 2005

Teknologiske forhold

Her spiller FoU, innovasjoner og ny kommunikasjonsteknologi inn. Leverandørene i bransjen Expert opererer i bruker mellom 5 og 10 prosent av sin omsetning på forskning og utvikling³⁰. Dette betyr at innovasjonstakten i bransjen er veldig stor. Nye produkter kommer stadig på markedet, og som forhandler gjelder det derfor å holde seg kontinuerlig oppdatert. Den hyppige tilførselen av nye produkter gjør at kunden oftere trenger kvalifisert veiledning for å treffe riktige beslutninger. Expert må derfor bruke betydelige ressurser på opplæring av personell. Internet som salgskanal har også vokst betydelig, og det er viktig å følge med på utviklingen også på det området.

Globale forhold

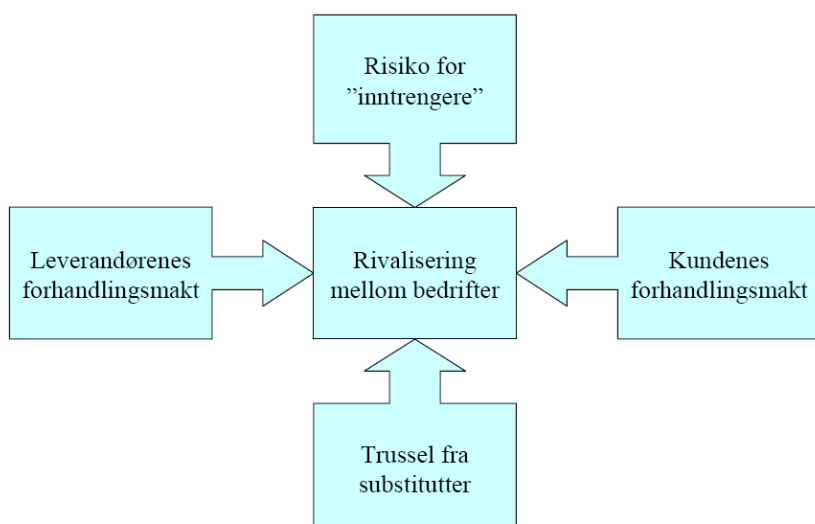
Expert ASA opererer ikke i et globalt marked, men snarere et skandinavisk (samt Estland) marked. Men Expert er tilknyttet internasjonale og globale salgsorganisasjoner, og følgelig vil globale forhold virke inn på Expert. Skandinavia er jo heller ikke isolert fra omverdenen, og i dagens åpne samfunn vil verdensøkonomien virke inn på Expert gjennom renter, valuta og trender.

4.2.2 Bransjeanalyse³¹

Målet med bransjeanalyse er å analysere om bransjen er attraktiv. I en bransje med fri konkurranse, vil rentabiliteten til egenkapitalen være lik kravet, og det vil ikke være så attraktivt å etablere seg. Dersom det derimot er en bransje med monopol, vil man oppleve en rentabilitet som er bedre enn kravet, og det vil være attraktivt for andre å prøve å komme inn på dette markedet dersom inngangsbarrierene ikke er for store. For å analysere bransjen til Expert bruker jeg Porters fem krefter modellen. De fem kreftene jeg vil gå gjennom nedenfor er: risiko for nyetableringer i bransjen, trussel fra substitutter, leverandørens forhandlingsmakt, kundenes forhandlingsmakt og intensiteten av konkurranse innad i bransjen.

³⁰ Kilde: Expert årsrapport 2005

³¹ Kilde: Hill & Jones (2004)



Figur 4.3: Porters fem krefter³²

Risiko for etableringer i forbrukerelektronikkbransjen

Risikoen for at nye konkurrenter skal etablere seg i en bransje vil kunne påvirke lønnsomheten i bransjen. Dersom de faktisk etablerer seg vil konkurransen bli tøffere, og rentabiliteten vil derfor kunne bli dårligere. Selve risikoen for at de etablerer seg kan også gi lavere rentabilitet i bransjen, fordi i en slik situasjon vil allerede etablerte selskaper muligens være hindret fra å utnytte sitt profittpotensial, nettopp for å hindre at andre etablerer seg.

Det er flere forhold som spiller inn på hvor attraktivt det er for eventuelle nye aktører å etablere seg i en bransje. For det første spiller *lønnsomheten* i bransjen inn. Det er mer attraktivt å etablere seg i en lønnsom bransje enn i mindre lønnsomme bransjer. For det andre vil allerede etablerte aktørers *forventede handlestrategi* for å møte konkurransen være medbestemmende. Dersom de signaliserer priskrig dersom "inntrengere" velger å etablere seg, vil det være mindre attraktivt å etablere seg siden det da vil bli lav lønnsomhet. For det tredje er størrelsen på *inngangsbarrierene* avgjørende. Faktorer som spiller inn her er skalafordeler, produktdifferensiering, kostnadmessige fortrinn, kapitalinvesteringer, byttekostnader, reguleringer fra myndighetene og tilgang til distribusjonskanaler og lokalisering.

Bransjen for forbrukerelektronikk er preget av sterk konkurranse og press på pris, og lønnsomheten i bransjen er lav. Til tross for dette melder Expert om god lønnsomhet, noe som skyldes stordriftsfordeler som Expert har som en av to dominerende aktører. Driftsmarginen

³² Kilde: Hill & Jones (2004)

til Expert de siste årene er relativt lav. Siden det er behov for stort volum for å kunne drive lønnsomt, taler dette imot at det er attraktivt for nye aktører å etablere seg. Likevel er det en viss fare for at allerede store kjeder som driver i stor skala, og som opererer i andre markeder innen samme bransje kan velge å etablere seg i Skandinavia dersom de ser et potensial for lønnsom drift.

Det er allerede sterk priskrig på forbrukerelektronikk. Dette gjør at nyetablerte uansett vil møte sterk konkurranse på pris, og det vil være mindre attraktivt å etablere seg.

Innen bransjen for forbrukerelektronikk er det også forholdsvis store inngangsbarrierer. De store kjedene som Expert og Elkjøp har vesentlige skalafordeler og kostnadsfordeler, ved at de kjøper inn i store kvanta og har gode avtaler med leverandørene. Markedet domineres også stort sett av kjente merkevarer som tilbys av de fleste aktørene. Man kan altså vanskelig differensiere produktene, i så fall beveger man seg over i mer nisjepregete butikker. Det er å anta at den rasjonelle kunde vil velge å kjøpe sitt produkt i den butikken der det er billigst. Byttekostnadene er altså forholdsvis små for kundene, og merkeloyaliteten med tanke på forhandler likeså. Dette taler for at en ny aktør har en sjanse overfor kundene dersom prisene er konkurransedyktige. Man må likevel anta at en del kunder er lojale mot butikken de alltid har handlet, og også føler at det er tryggere å handle en kjent butikk fremfor for eksempel en nystartet nettbutikk.

En kan ut fra dette anta at det er forholdsvis lav risiko for inntrengere i forbrukerelektronikkbransjen. Det vil alltid være nye aktører som kommer på markedet, men det er lite sannsynlig at de nye vil true de store aktørenes posisjon, i hvert fall på kort sikt. Internettbutikker vil nok fortsette å vokse, og vil muligens være en reell trussel på sikt. De er kostnadseffektive, og kan slik konkurrere på pris. Det finnes også flere nettsteder som sammenligner priser på ulike varer inne forbrukerelektronikk³³, og det er derfor enkelt for kunden å finne billigste alternativ. Etter hvert som internetthandel blir mer vanlig, vil nok dette ta mer og mer over for tradisjonell handel i butikk. Likevel vil det nok ta en stund før folk flest velger å handle hvitevarer, som for eksempel komfyr og vaskemaskin, på nettet.

³³ Eksempler er www.akam.no, www.amobil.no, www.kelkoo.no

Trussel fra substitutter

Substitutter vil si produkter fra andre typer tilbydere som tilfredsstillende lignende behov hos kunden. Når det gjelder forbrukerelektronikk kan det for eksempel være å gå på kino i stedet for å kjøpe hjemmekinoanlegg. Dersom det finnes flere nære substitutter til en bransje, kan man ikke ta så høy pris som ellers, siden kundene da lettere vil ”hoppe over” til substituttene.

Expert tilbyr kunden produkter av veldig variert slag, og dekker følgelig mange ulike behov hos kunden. De selger eksempelvis alt fra mobiltelefoner og mp3-spillere til vaskemaskiner og støvsugere. Substitutter til disse kan for eksempel være at man går på konsert i stedet for å lytte til mp3-spilleren, at man bruker vaskeri i stedet for egen vaskemaskin eller at man leier inn vaskehjelp i stedet for å støvsuge selv. I de aller fleste tilfeller er ikke dette reelle substitutter for folk flest. De fleste vil nok prioritere å ha både egen vaskemaskin, støvsuger og en eller annen form for musikkspiller. Mange ser nok på slike tjenester mer som komplementar som kan benyttes av og til som en avveksling.

Det er nok heller mer nærliggende å tenke seg substitutter innen samme bransje ved produkt differensiering og nisjeforretninger. Expert er derfor avhengig av å kunne holde lave priser på sine produkter, slik at kundene ikke bytter over til slike forretninger. Et eksempel kan være stereoanlegg, der for eksempel Hi-Fi Klubben³⁴ tilbyr produkter fra produsenter som spesialiserte seg på lyd og stereoanlegg, mens Expert har et bredt utvalg av mer ”generelle” merker som tilbyr det meste innen forbrukeelektronikk.

Ut fra dette vil jeg si at trusselen fra beslektede produkter er større enn trusselen fra tjenester som dekker noenlunde samme behov hos kunden. Kjeder som Expert må derfor passe seg for å sette prisene for høyt.

Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt vil si den muligheten leverandørene har til å ta høyere priser på grunn av sin relativt sterkere posisjon i forhold til innkjøperne. En leverandør vil ha stor forhandlingsmakt dersom produktet som leveres er viktig for selskapet og har få eller ingen substitutter, når selskapet er lite viktig for leverandøren, når selskapet har store byttekostnader ved å bytte leverandør, når leverandøren kan true med selv å etablere seg i

³⁴ Kilde: www.hifiklubben.no

kundens bransje for å bli en direkte konkurrent, og når selskapene ikke har mulighet til å true med å gå inn i leverandørens bransje.

Innen forbrukerelektronikk er det forholdsvis få og store produsenter og leverandører. Produktene de ulike leverandørene leverer er ofte forholdsvis nære substitutter av ulike merker. For leverandørene innen forbrukerelektronikk vil det være viktig å sikre seg kontrakter med de store kjedene som handler inn i store kvanta. Expert er en stor og dominerende aktør på verdensbasis gjennom innkjøpsorganisasjonene Expert International og Expert Global³⁵, og er derfor en viktig kunde for leverandørene. På den annen side er leverandørene også viktig for Expert, og det er viktig å ha gode betingelser med alle de store merkene for å sikre et bredt og konkurransedyktig utvalg. Leverandørene har til en viss grad mulighet til å ha egne detaljistbutikker der de går inn som direkte konkurrenter mot de andre i bransjen, men dette er neppe en reell trussel som har betydning for leverandørens forhandlingsmakt. På den annen side ser jeg svært begrensede muligheter for vertikal integrasjon andre veien, ved at for eksempel Expert går inn i leverandørens virksomheter.

Kort oppsummert vil jeg si at Expert gjennom sin dominerende markedsposisjon og sin innkjøpskraft gjennom store innkjøpsorganisasjoner vil ha gode muligheter til å oppnå gode betingelser i forhandlinger med leverandørene. Mye tyder på at aktørene med størst innkjøpsvolum, best logistikk og bredest distribusjon vil være viktigst for leverandørene, og dermed være vinnerne i bransjen.

Kundenes forhandlingsmakt

Kundene har forhandlingsmakt overfor et selskap når de er i en posisjon der de har mulighet til å forhandle prisen på produktet ned eller kan kreve bedre kvalitet eller service. Kundene har stor forhandlingsmakt når det er mange og små tilbydere og relativt få og store kunder, når kundene kjøper inn i store kvanta, når kundens kjøp utgjør en stor andel av totale ordrer, når kundenes byttekostnader i forhold til leverandør er lave, når kundene har flere valgmuligheter når det gjelder leverandør, og når kunden kan true med vertikal integrasjon for selv og bli leverandør og konkurrere mot de andre i bransjen.

Experts kunder er i siste ledd forbrukerne. Disse opptrer som mange små individuelle kjøpere, som handler inn i liten skala, og de vil følgelig ha liten forhandlingsmakt. Det er dog også

³⁵ Kilde: Expert årsrapport 2005

forhold som taler for at forbrukerne har litt makt. De har svært lave eller ingen byttekostnader i forhold til å velge en alternativ leverandør. For eksempel vil man ofte finne flere forhandlere av forbrukerelektronikk innen samme geografiske område, og de fleste forbrukerne vil handle der det er billigst og best service. Dette gjør at prisene presses ned, og at forhandlerne må fokusere på pris og service for å vinne kunder.

Butikker som ikke er eid av Expert, men som bruker merkenavnet Expert, er også kunder av Expert. For å få bruke dette merkenavnet, står disse i et kontraktsforhold med Expert. Det er lite sannsynlig at disse kundene har noe særlig forhandlingsmakt overfor Expert.

Konkurranse innad i bransjen

I en bransje med flere aktører vil det alltid være konkurranse mellom aktørene. Det vil i en bransje med sterk konkurranse bli en kontinuerlig jag etter å drive kostnadseffektivt og ha god kvalitet og tilfredse kunder. Graden av konkurranse i en bransje er avhengig av hovedsakelig tre faktorer; antall aktører og størrelsen på disse, graden av etterspørsel fra kundene og hvilke utgangsbarrierer som finnes for aktørene i bransjen.

Forbrukerelektronikkbransjen i Skandinavia er hovedsakelig dominert av to store aktører, Expert og Elkjøp. I tillegg finnes det noen mellomstore aktører, som for eksempel Siba, Euronics, Elprice, Komplet.no, mv., samt at det er en rekke mindre aktører, spesielt internetbutikker. Dette gjør at det er sterk konkurranse i markedet og høyt prispress. Jeg vil karakterisere bransjen som konsolidert, siden den er dominert av få større aktører, og siden det er grunn til å tro at disse aktørene kan hente ut en høyere fortjeneste på grunn av skalafordeler. Det er likevel grunn til å regne med ytterligere konsolidering i årene fremover.

I den siste tiden har økonomien vært preget av lav rente, lav inflasjon og optimisme i markedet. Siden salget av forbrukerelektronikk er følsomt for konjunktursvingninger, har dette ført til at etterspørselen etter forbrukerelektronikk nå er relativt høy. Høy etterspørsel virker svekkende på konkurransen i bransjen. Etter hvert som renten vil stige, noe som er svært sannsynlig, vil nok etterspørselen avta, og konkurransen hardne til.

Utgangsbarrierer påvirker som sagt konkurransen. Dersom det er knyttet høye kostnader til å avslutte virksomheten og gå ut av en bransje, vil det føre til at man blir lengre i bransjen enn ellers. Ofte får man da overskuddsproduksjon og økt konkurranse. Jeg vil anta at det i

bransjen for forbrukerelektronikk er forholdsvis høye utgangsbarrierer for de større aktørene som har vært lenge i bransjen. De har gjort store investeringer, får kanskje høye faste kostnader ved å legge ned og det vil også være vanskelig rent følelsesmessig å slutte en virksomhet man har drevet med over lang tid. For de mer ferske internetbutikkene er nok disse barrierene vesentlig mindre, både på grunn av lavere kostnader og investeringer, og at det er mindre følelser inne i bildet.

Kort oppsummert vil jeg si at det er meget sterk konkurranse innen bransjen for forbrukerelektronikk. Det er viktig med både lave priser og god kvalitet og service for å holde på kundene. Konkurransen vil nok fortsette å være sterk i tiden fremover, og kanskje også tilta som følge av flere aktører og kanskje relativt sett lavere etterspørsel.

Oppsummering av bransjeanalyse

Jeg har nå analysert forbrukerelektronikkbransjen ved hjelp av Porters modell. Ut fra analysen er det lav risiko for inntrengere i bransjen som er av vesentlig betydning for Expert. Internettbutikker vil nok vokse noe fremover, men vil sannsynligvis ikke true Experts posisjon i markedet, i hvert fall ikke på kort sikt. Trusselen fra substitutter er til stede, men er størst fra beslektede produkter, og kan sannsynligvis kontrolleres ved å fokusere på pris og kvalitet. Leverandørene er forholdsvis få og store, og har dermed makt. Men de er også avhengig av de store aktørene i bransjen, som for eksempel Expert. Dette begrenser deres mulighet til å utøve forhandlingsmakt overfor disse, og det er grunn til å tro at det er de store bransjeaktørene som sitter med de beste "kortene". Forbrukerkundene opptrer individuelt og har liten makt overfor forhandlerne alene. Men de har lave byttekostnader, og dermed må forhandlerne være bevisste på både pris, kvalitet og service. Konkurransen innad i bransjen er meget sterk, noe som fører til prispress og redusert lønnsomhet.

Alle disse forholdene til sammen tilsier at det er lav lønnsomhet i bransjen. Det er likevel grunn til å tro at de store aktørene som Expert kan oppnå bedre lønnsomhet, siden de er i en bedre forhandlingssituasjon overfor leverandørene, og slik kan oppnå lavere kostnader.

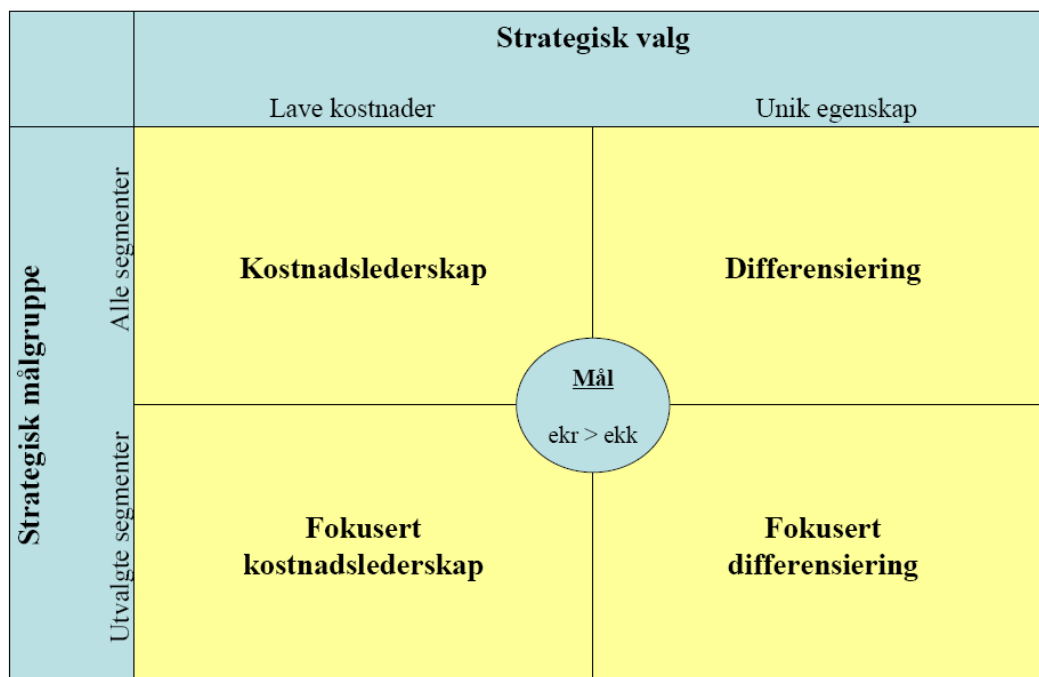
4.2.3 Analyse av strategitilpasning³⁶

Forhold i bransjen kan gi et selskap grunnlag for en midlertidig eller varig strategisk fordel. Dersom forholdene i bransjen ligger til rette for en slik fordel, kommer det an på selskapets

³⁶ Kilde: Hill & Jones (2004)

strategiske tilpasning om de klarer å gjøre seg nytte av fordelene. Selskapet må klare å tilpasse seg internt slik at de kan utnytte bransjeforholdene til egen fordel, noe som innebærer tre ting. For det første må selskapet ha en effektiv strategi for å utnytte imperfekte forhold i bransjen til egen fordel. For det andre må det være i besittelse av ressurser, kunnskap og kompetanse til å gjennomføre den planlagte strategien, og for det tredje må det kunne gjennomføre strategien på en effektiv måte gjennom gode styringssystemer for driften.

Det er fire ulike "rene" strategiske tilpasninger som er mulig. Dersom man ikke har noen spesiell målgruppe, men retter seg inn mot alle segmenter i markedet, og samtidig fokuserer på å ha så lave kostnader som mulig, har man *kostnadslederskap*. Hvis man fokuserer på alle segmenter, men satser på å ha unike produkter fremfor lave kostnader, har man *differensiering*. Ved å fokusere på utvalgte segmenter i markedet og samtidig lave kostnader, har man *fokusert kostnadslederskap*. Den fjerde måten å tilpasse seg på er når man retter seg inn mot utvalgte segmenter og samtidig satser på unike egenskaper ved produktene. Da har man *fokusert differensiering*. De ulike tilpasningene er illustrert i figuren nedenfor.



Figur 4.4: Strategisk tilpasning³⁷

Experts strategiske rammeverk er vist tidligere i oppgaven. Deres visjon er å gjøre livet enklere og mer spennende. De ønsker å gi kunden gode opplevelser ved å ha de beste butikkene, og ved å bruke så mye tid som mulig på kunden. Slik ønsker de å oppnå at kundene kommer igjen og igjen. De ønsker også å skille seg fra konkurrentene ved unik

³⁷ Kilde: BUS424 – plansje 03-38 (K. H. Knivsfå)

kompetanse på produktene. Expert tror at den raske innovasjonstakten i bransjen med stadig nye produkter kan gjøre at det blir vanskeligere for kundene å følge med i utviklingen. Derfor mener de det blir viktig med faghandler som har høy produktkompetanse i tillegg til de typiske stormarkedene³⁸. Noe av Experts strategi er å kombinere nettopp faghandler og stormarkeder. Disse forholdene kan tyde på at Expert ønsker å differensiere seg i forhold til konkurrentene. Produktene som selges er i all hovedsak de samme, men butikkene, og måten de driver på gjør at de heller mot en differensiert strategi.

Gjennom sin størrelse har Expert betydelig innkjøpsmakt. Dette gjør at de oppnår gode priser. Det er viktig for Expert å holde kostnadene nede, og tilby så lave priser som mulig for å være konkurransedyktige. Dette tyder på at de har kostnadslederskap.

Jeg mener Expert ikke fokuserer på noe spesielt segment. I følge årsrapporten i 2005 har de også en markedsprofil om å være en forbrukerelektronikkjede for "folk flest". De har mange ulike produktkategorier, men det er stort sett produkter for alle.

I sum vil dette si at jeg vil plassere Expert et sted mellom kostnadslederskap og differensiering. Lave kostnader er helt essensielt i forbrukerelektronikkbransjen som har så sterk konkurranse. Jeg vil nok si Expert har en kostnadslederskapsstrategi der de forsøker å bevege seg mot differensiering for å skaffe seg en unik posisjon i markedet.

4.2.4 Resultat av bransjeorientert analyse

Det viktigste trekket i samfunnet som påvirker lønnsomheten til Expert er for tiden det lave rentenivået og optimismen i økonomien. Dette er trekk som tyder på at man kan oppleve en superprofitt i bransjen fremover. Det er dog ventet at renten vil stige noe fremover, og vi kan kanskje oppleve en situasjon der folk vil bruke relativt mindre penger på forbrukerelektronikk på sikt. Folk får nok generelt stadig høyere disponibel inntekt, og den høye innovasjonstakten innen forbrukerelektronikk, gjør at det stadig vil være interessante produkter for kunden.

Bransjen er preget av sterk konkurranse og høyt prispress. Dette påvirker lønnsomheten negativt. Trusler fra inntrengere som vil utfordre Experts markedsposisjon er relativt lav, i hvert fall på kort sikt. Flere aktører, spesielt på Internet, vil nok dukke opp, og de som klarer å etablere seg vil kunne bidra til å opprettholde prispresset. Experts markedsposisjon gjør at de

³⁸ Kilde: Expert årsrapport 2005

oppnår gunstige betingelser gjennom innkjøp i stor skala. I årsrapporten for 2005 står det at Expert er i en tidlig fase når det gjelder å samordne innkjøpene som konsern, og at de anser potensialet på dette området som stort³⁹. Dette gjør at de kan ha lavere kostnader enn snittet i bransjen, og slik ha muligheten til å generere en superprofitt.

Expert har en strategisk tilpasning der de fokuserer på gode relasjoner til kunden i tillegg til lave kostnader. Dette er en posisjon som kan skille dem fra aktører som har rent kostnadslederskap. Lykkes de med strategien kan de oppnå lojale kunder, som verdsette god service i tillegg til konkurransedyktige priser (ikke nødvendigvis billigst). Dette er forhold som også kan gi grunnlag for en viss superprofitt.

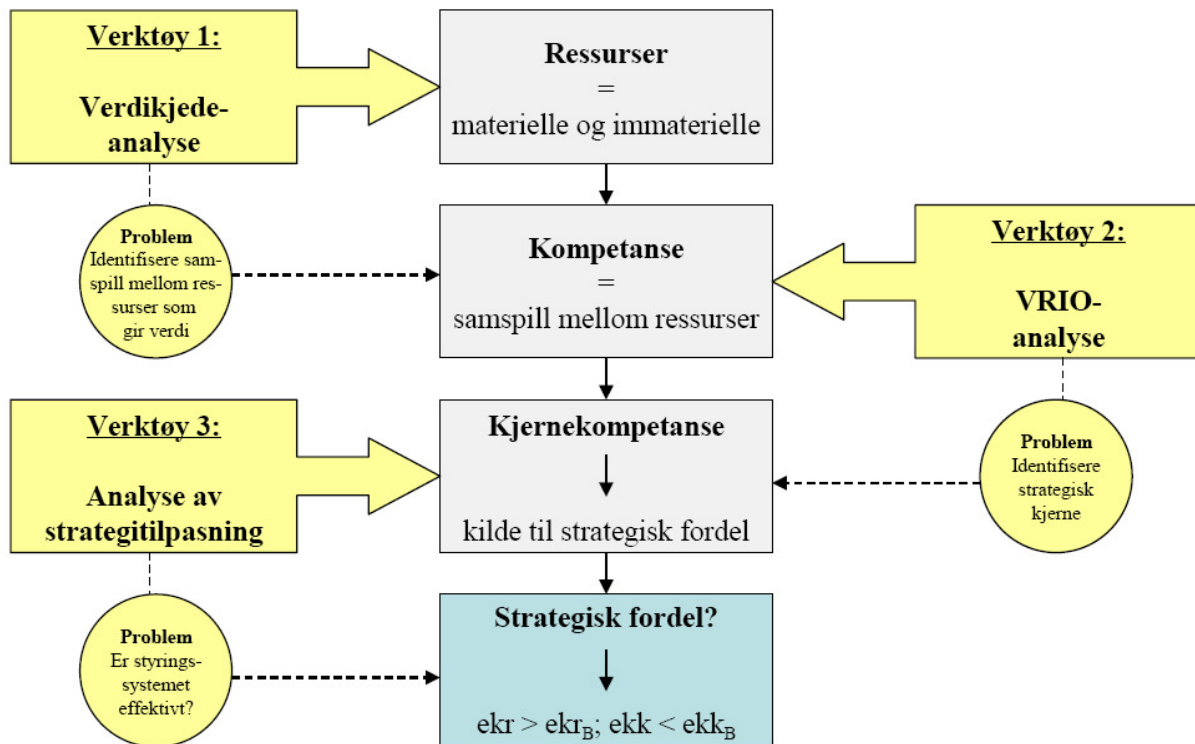
Alt i alt vil jeg si at forholdene i bransjen gjør at Expert kan oppnå en superprofitt. Å tallfeste denne i prosent blir vanskelig, men konkurranseforholdene tatt i betraktning vil jeg tro at den ikke er så veldig høy, kanskje 1 – 2 %. Dette er på kort eller mellomlang sikt. På lengre sikt er det mer usikkert, mye på grunn av utviklingen i økonomien generelt. Dersom Expert klarer å opprettholde sin sterke markedsposisjon, vil de sannsynligvis kunne holde en høyere rentabilitet enn gjennomsnittet i bransjen også på lengre sikt.

4.3 Intern ressursbasert analyse⁴⁰

Utgangspunktet i den interne strategiske analysen er strategiske ressurser selskapet er i besittelse av. Gjennom analysen kartlegges hvilke sterke og svake ressurser selskapet har som kan påvirke rentabiliteten og eventuelt gi grunnlag for en superprofitt. Sterke sider internt vil øke den strategiske fordelene, og motsatt for svake sider. Strategiske ressurser er økonomiske eiendeler selskapet har. En kan egentlig si at en bedrift består av en portefølje av ressurser som enten er sterke eller svake. Disse ressursene kan være både immaterielle, materielle eller finansielle, og er uttrykt eller målt gjennom balansen i regnskapet. I figur 4.5 er rammeverket som jeg bruker i den interne analysen illustrert.

³⁹ Kilde: Expert årsrapport 2005

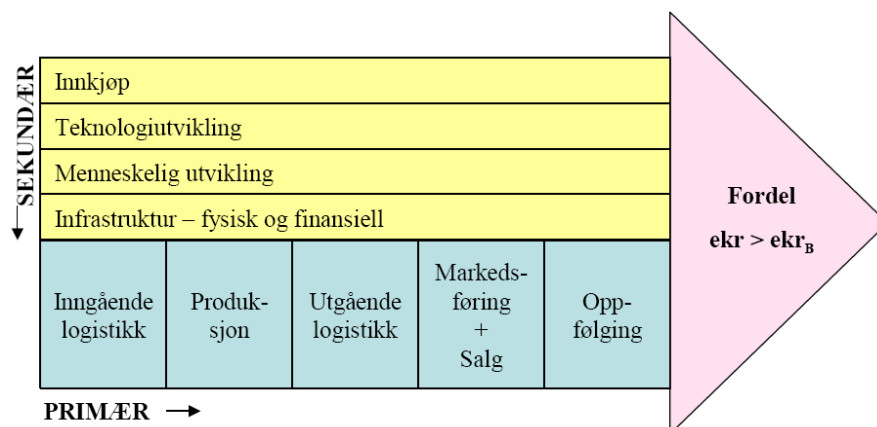
⁴⁰ Kilde: Hill & Jones (2004)



Figur 4.5: Rammeverk for ressursbasert strategisk analyse⁴¹

4.3.1 Verdikjedeanalyse⁴²

Verdikjeden til et selskap er det settet av aktiviteter som må gjennomføres for å kunne levere en komplett vare eller tjeneste til kunden. Disse aktivitetene kan deles inn i primære og sekundære aktiviteter, som er vist i figur 4.6. Målet med verdikjedeanalyse er å identifisere hvor i verdikjeden til selskapet en eventuell superrentabilitet blir skapt eller kan skapes, for deretter å analysere om selskapet har en strategi for å sikre eller øke egen evne til å generere superprofitt i forhold til bransjen.



Figur 4.6: Verdikjeden til selskapet⁴³

⁴¹ Kilde: BUS425 – plansje 03-44 (K. H. Knivsflå)

⁴² Kilde: Hill & Jones (2004)

⁴³ Kilde: BUS425 – plansje 03-47 (K. H. Knivsflå)

Expert er en stor aktør innen forbrukerelektronikk, og har muligheter for å oppnå stordriftsfordeler. Når det gjelder de primære aktivitetene jobber Expert med å samordne lager- og logistikksystemer i Skandinavia. I Norge har de et sentrallager i Skien som forsyner alle butikkene i Norge, i Danmark fikk de samordnet lager og logistikk i løpet av 2005, og i Sverige skal de gjennomføre tilsvarende samordning i løpet av 2006. I løpet av en femårsperiode vil de jobber for å samordne disse aktivitetene ytterligere⁴⁴. Nettopp varekostnader er den største kostnadsposten for Expert, og et godt samordnet og effektivt lager- og logistikksystem vil kunne redusere kostnadene og være en mulig kilde til superrentabilitet.

Markedsføring er ekstremt viktig innen bransjen for forbrukerelektronikk, og de er derfor også blant bransjene med høyest markedsføringsbudsjett. Expert markedsfører seg gjennom blant annet TV-reklame og avisinnstikk, men har også satset på mer utradisjonelle metoder som ”Elektrofil”-messen i Oslo Spektrum med suksess, og en kampanje med rallykjører Henning Solberg og Team Expert i 2006⁴⁵. Dette er tiltak som skaper gjenkjennelse hos kundene, og som kan virke positivt inn i forhold til de mer tradisjonelle metodene.

Produksjon, utgående logistikk, salg og oppfølging henger for Experts vedkommende mye sammen, og kan oppsummeres under paraplyen kundekontakt. Produksjonen foregår på en måte i butikken gjennom kontakt med den enkelte kunden, og produksjonen er ikke ferdig før kunden har fått produktet hjem til seg og er fornøyd. Expert har høyt fokus på kundene, og ønsker å gi dem gode opplevelser i butikkene gjennom blant annet kvalifisert veiledning fra selgerne. Expert er bevisst på at kundefokus, høy troverdighet og etisk standard er kritiske suksessfaktorer. De fleste seriøse aktører er nok bevisst på dette, og ønsker nok å fremstå med god kundeservice. Det er derfor uvisst om Expert kan generere noen superprofitt som følge av sitt kundefokus, men det er i hvert fall en forutsetning for at de skal klare å opprettholde sin sterke markedsposisjon.

Av de sekundære aktivitetene er nok innkjøp og menneskelig utvikling de viktigste i forhold til å generere superrentabilitet for Expert. Gjennom sin størrelse kan de samordne oppkjøp og oppnå gunstigere betingelser enn andre. Experts varemerke, ”vi er hva vi heter; Expert på

⁴⁴ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁴⁵ Kilde: Expert årsrapport 2005

produktene”⁴⁶, gjør at de bruker store ressurser på utvikling av butikkmedarbeiderne. Kompetente medarbeidere verdsettes av kundene, spesielt ved innkjøp der veiledning er nødvendig. Ved å ha et generelt høyere kompetansenivå på sine ansatte enn konkurrentene har, kan Expert vinne kunder og dermed kunne generere en superrentabilitet.

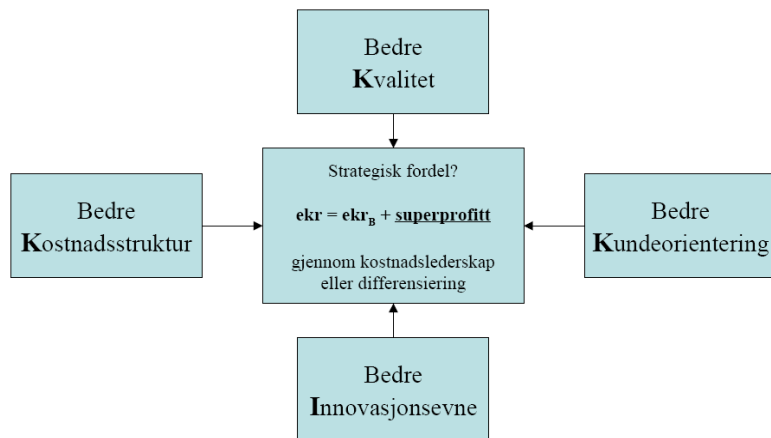
Den viktigste kilden til superrentabilitet synes og skyldes Experts størrelse og muligheter for skalafordeler. Dette gjelder spesielt kostnadsbesparelser og effektivisering innen logistikk og innkjøp. De satser også tungt på ulike former for markedsføring, som er en fordel spesielt i forhold til de mindre aktørene. I tillegg har de fokus på utvikling av medarbeidere og god kundeservice, noe som er en forutsetning for å beholde deres posisjon i markedet, og som muligens også er en kilde til superrentabilitet.

4.3.2 KIKK-analyse⁴⁷

Konkurransefortrinn kommer til uttrykk gjennom høyere rentabilitet enn konkurrentene i bransjen. Bedre lønnsomhet kommer av at selskapet er flinkere enn konkurrentene til å skape verdier. Verdier skapes enten gjennom lavere kostnader og likeverdige produkter, bedre produkter og moderate kostnader, eller både lavere kostnader og bedre produkter. Ifølge KIKK-modellen er det fire kilder til konkurransefortrinn; Kostnadsstruktur, Innovasjon, Kvalitet og Kundeorientering. Konkurransefortrinn oppnås gjennom ressurser, aktiviteter og kapabiliteter. Ressurser er som tidligere nevnt noe selskapet er i besittelse av. Disse anvendes i aktiviteter i selskapet, og skaper konkurransefortrinn og superprofitt dersom aktivitetene er effektive. Kapabiliteter går på selskapets evne til å organisere de ulike ressursene slik at de kan nyttegjøre seg dem på en effektiv måte. Dette kan for eksempel forklare hvorfor enkelte tilsynelatende ressursvake bedrifter noen ganger klarer å utkonkurrere ressurssterke bedrifter. Nedenfor vil jeg gå gjennom de fire ulike kildene til konkurransefortrinn for Expert.

⁴⁶ Jamfør Experts strategiske rammeverk, figur 2.2

⁴⁷ Kilde: Hill & Jones (2004)



Figur 4.7: KIKK-modellen⁴⁸

Kostnadsstruktur

Gjennom sin størrelse og markedsposisjon har Expert betydelig forhandlingsmakt når det gjelder innkjøp, noe som gjør at de har lavere kostnader enn mange andre på dette området. Effektivisering og samordning av lager og logistikk vil også føre til skalafordeler som gir lavere kostnader. I årsrapporten for 2005 skriver Expert selv også at god lønnsomhet i en periode preget av sterk omsetningsvekst, store oppkjøp og omfattende interne prosjekter viser at kostnadsdisiplinen er godt innarbeidet og at de gradvis klarer å realisere stordriftsfordeler⁴⁹. Dette tyder på at de har en bedre kostnadsstruktur enn snittet i bransjen.

Innovasjonsevne

Produktene som Expert selger er i det vesentligste de samme som konkurrentene selger. Innovasjonsevne går altså ikke på produktene her, men heller på måten å drive forretning. Expert har prøvd å være innovative ved å satse på en kombinasjon av stormarkeder og fagforretninger. De satser også mye på kompetanseutvikling, slik at de til en hver tid skal være i forkant og oppdatert når nye produkter kommer på markedet. Også når det gjelder markedsføring har de forsøkt nye, spennende ting som "Elektrofil"-messen i Oslo spektrum. Expert var også tidlig ute når det gjelder handel av forbrukerelektronikk på Internet, gjennom datterselskapet Best-Buy AS⁵⁰. Dette viser at Expert forsøker å være innovative og utvikle seg hele tiden.

⁴⁸ Kilde: BUS425 – plansje 03-51 (K. H. Knivsfå)

⁴⁹ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁵⁰ Kilde: Expert årsrapport 2005

Kvalitet

Expert er forhandler av kjente merkevarer innen forbrukerelektronikk, og det er å anta at kvaliteten på produktene jevnt over er høy. Konkurrentene tilbyr stort sett de samme produktene, så de skiller seg nok ikke ut her. Men kvalitet går også på kundens kjøpsopplevelse, og Experts fokus på å gi kunden gode opplevelser i butikken gjør at jeg tror kvaliteten på totalproduktet ”Expert” er høyere enn snittet i bransjen. Merkenavnet Expert er også velkjent for forbrukerne, og i seg selv et kvalitetstegn.

Kundeorientering

Dette punktet henger sammen med det siste momentet jeg nevnte på kvalitet. Expert har fokus på kundene, at de skal få gode opplevelser, at de skal få kvalifisert veiledning og oppfølging, og at de slik skal ønske å komme tilbake til Expert⁵¹. Kundene er altså en prioritert gruppe for Expert, og den posisjonen Expert har fått i markedet tyder på at kundene er fornøyde og at Expert er bedre enn snittet i bransjen på dette punktet.

Kort oppsummert vil jeg si at Expert har både god kostnadsstruktur, innovasjonsevne, kvalitet og kundeorientering relativt til bransjen, og det er derfor å anta at de har muligheter til å generere en superrentabilitet. De viktigste faktorene er nok kostnadsstrukturen gjennom skalafordeler i innkjøps- og logistikkprosesser, kvaliteten gjennom kombinasjonen av gode produkter og god kjøpsopplevelse for kundene, merkevaren ”Expert”, og fokuset på kundene.

4.3.3 SVIMA-analyse⁵²

Målet med en SVIMA-analyse er å finne ut om ressurser kan skape varige konkurransefortrinn, og dermed være en strategisk kjernekompetanse for selskapet. Ressurser kan deles inn på flere ulike måter. En måte er å dele dem inn i fysiske, finansielle, organisatoriske, relasjonsbaserte og kompetansebaserte ressurser. De tre siste kategoriene kommer inn under immaterielle ressurser. Et selskap består av en portefølje av ulike ressurser, men ikke alle ressursene har evnen til å gi selskapet varige konkurransemessige fortrinn. En ressurs som har evnen til dette er kjennetegnet ved å ha følgende fem egenskaper: den er Sjelden, Verdifull, Ikke-imiterbar, Mobilisert og Appropriert, herav SVIMA. Hva som ligger i de ulike egenskapene kommer jeg nærmere inn på nedenfor. Verdien av en ressurs som enten har eller ikke har de ulike egenskapene er vist i figur 4.8.

⁵¹ Kilde: Expert årsrapport 2005

⁵² Kilde: Hill & Jones (2004)

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Approprierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Figur 4.8: SVIMA-analyse⁵³

Sjelden

En ressurs som alle konkurrentene har tilgang til, vil ikke kunne gi noen konkurransefortrinn. For at den skal kunne gjøre det må den være sjelden både blant nåværende og potensielle konkurrenter.

Viktig

Dersom en ressurs ikke er viktig, vil den heller ikke kunne bidra til konkurransefortrinn. Selskapet kunne klart seg like godt uten. For at en ressurs skal kunne gi selskapet et konkurransefortrinn er det en forutsetning at den er verdifull og viktig.

Ikke-imiterbar

En ressurs som lett kan kopieres av konkurrentene vil bare kunne gi et midlertidig konkurransefortrinn. For at ressursen skal kunne være kilde til varig konkurransefortrinn må den være vanskelig eller umulig for konkurrentene å kopiere.

Mobiliserbar

En ressurs må være mobilisert av selskapet for at den skal kunne gi konkurransefortrinn. Det betyr at selskapet klarer å utnytte ressursen slik at den skaper økonomiske verdier. Dersom en ressurs ikke er mobilisert er den kun et potensielt konkurransefortrinn.

Approprierbar

For at en ressurs skal kunne gi selskapet konkurransefortrinn, er det viktig at det er selskapet som nyter godt av den verdiskapningen som kommer fra ressursen. Dersom verdiskapningen faller på for eksempel leverandørene, er det ikke et konkurransefortrinn for selskapet.

Alle disse egenskapene må være tilstede samtidig for at en ressurs er kilde til varig konkurransefortrinn for selskapet, og dermed varig superprofitt. Det er disse ressursene som

⁵³ Kilde: STR210 – forelesning 25.1.2005 (I. Stensaker)

det naturlig nok er viktigst å identifisere og ta vare på for et selskap. Jeg vil nå bruke funnene fra KIKK-analysen for å analysere om noen av de ressursene som bidrar til konkurransefortrinn i dag kan gi varige konkurransefortrinn for Expert.

Forhandlingsmakt

Gjennom sin størrelse og posisjon i markedet har Expert som tidligere nevnt forhandlingsmakt overfor leverandørene. Dette er ikke unikt i bransjen, men det er nok kun Elkjøp i det skandinaviske markedet som har tilsvarende forhandlingsmakt, og derfor vil jeg si det er en sjelden ressurs. I bransjen for forbrukerelektronikk der konkurransen er hard, er det klart at en slik ressurs er viktig. Den er til en viss grad imiterbar, men det vil være vanskelig og ta lang tid for de mindre aktørene å opparbeide seg en posisjon som kan gi dem tilsvarende forhandlingsmakt. Dette gjør at jeg mener ikke-imiterbarhetskravet også er oppfylt. Ressursen er mobilisert for Expert, ved at de nyter godt av lavere innkjøpskostnader. Det er også Expert som får gevinstene fra denne ressursen, slik at den også kan sies å være appropriert. I sum vil dette si at forhandlingsmakten Expert har er kilde til et varig konkurransefortrinn i forhold til andre i bransjen, bortsett fra Elkjøp.

Organisasjonsstruktur

Expert har et stort nettverk av butikker i Skandinavia, og de har en skandinavisk struktur. Gjennom samordning av viktige funksjoner som lager og logistikk kan de oppnå vesentlige kostnadsbesparelser. Denne organiseringen er en strategisk ressurs for Expert, som også er sjelden. Det er nok bare Elkjøp som har muligheten til en tilsvarende samordning. Siden kostnadsminimering er såpass viktig i denne bransjen, er også dette en viktig ressurs. Men denne ressursen er nok imiterbar. Det er fullt mulig for andre aktører å etablere gode logistikk-løsninger som er kostnadsbesparende. Ressursen er appropriert, men kanskje ikke fullt ut mobilisert ennå for Experts del. I årsrapporten for 2005 står det at de regner med å utvikle seg på dette området i løpet av en femårsperiode⁵⁴. Dette gjør at denne ressursen er kilde til et midlertidig konkurransefortrinn, selv om den ikke er fullt utnyttet.

Kompetanse hos medarbeidere

De ansatte hos Expert er en viktig strategisk ressurs. Først og fremst er det selgerne som er Experts ansikt utad i møte med kundene, og de er viktige for Experts suksess. De bruker da også store ressurser på kontinuerlig opplæring, og produkt ekspertise er Experts

⁵⁴ Kilde: Expert årsrapport 2005

kjernekompetanse. Godt kvalifiserte medarbeidere er derfor svært viktig for Expert, og ressursen er både mobilisert og appropriert. Jeg vil si at medarbeidere med produktspertise ikke kan imiteres eller kopieres direkte, det trengs grundig opplæring. Dette gjør at ikke-imiterbarhetskriteriet er oppfylt. I denne bransjen har jeg et inntrykk av at godt kvalifiserte selgere med god kunnskap om produktene er sjelden. De fleste av konkurrentene stiller nok også krav til sine medarbeideres kompetanse, men kompetansenivået kan nok sjelden måle seg. Expert har derfor et mulig varig konkurransefortrinn her.

Varemerket Expert

Varemerket Expert er godt kjent i markedet, og de aller fleste vil kjenne til Expert som en kjede som forhandler forbrukerelektronikk. Dette er en veldig viktig ressurs for Expert, og det er sjeldent med et så godt varemerke. Det er ikke mulig for andre å kopiere det, og gjennom mange år i bransjen og gjennom kontinuerlig markedsføring kan en trygt si at det er både en mobilisert og appropriert ressurs. Varemerket er derfor en ressurs som kan gi varig konkurransefortrinn for Expert.

Bransjeerfaring

Expert har vært i bransjen lenge, og har klart å opparbeide seg en sterk posisjon. De kjenner markedet og kundenes behov, og klarer kanskje lettere å forutse svingninger i kundepreferanser og trender. Dette betyr at erfaringen deres både er en sjelden og viktig ressurs for Expert. Konkurrentene kan også ha erfaring, men den kan ikke imiteres, den må opparbeides over tid. Erfaringen til Expert er både mobilisert og appropriert. Dette gjør at den i alle fall kan gi midlertidig konkurransefortrinn. Ingen av de yngre aktørene kan nå igjen Expert når det gjelder erfaring, så det kan argumenteres for at dette også kan gi varig konkurransefortrinn. Det er likevel usikkert om for eksempel ti års forskjell i erfaring mellom to konkurrenter utgjør den store forskjellen dersom begge aktørene har relativt lang erfaring.

Jeg kunne her gått gjennom en rekke andre ressurser, både finansielle materielle og immaterielle. Når jeg ikke velger å gjøre det, er jeg fordi jeg mener jeg her har dekket de viktigste. Resultatet av analysen er oppsummert i figur 4.9 nedenfor.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Appropriert	Utfall
Forhandlingsmakt	Ja	Ja	Delvis (nei)	Ja	Ja	Varig/midlert. fortrinn
Organisasjonsstruktur	Ja	Ja	Nei	Delvis	Ja	Midlertidig fortrinn
Kompetanse	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Varemerke	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig fortrinn
Bransjeerfaring	Ja	Ja	Tja	Ja	Ja	Varig/midlert. fortrinn

Figur 4.9: Oppsummering av SVIMA-analyse

Som vi ser i tabellen ser det ut til at varemerket Expert og kjernekompetansen til medarbeiderne ser ut til å være de viktigste ressursene å forvalte. I tillegg er erfaringen viktig, mens forhandlingsmakt også kan være et varig fortrinn dersom de klarer å beholde sin sterke markedsposisjon samtidig som de klarer å hindre at andre aktører vokser seg like store. Organisasjonsstrukturen blir nok bare et midlertidig fortrinn, men hvor mange år de kan klare å utnytte ressursen som konkurransefortrinn er usikkert.

4.3.4 Strategi og styringssystem

Interne forhold alene er ikke nok for å kunne generere midlertidig eller varig superrentabilitet. For å kunne gjøre dette må selskapet også befinne seg i en bransje der det er mulig å høste superrentabilitet, jamfør den bransjeorienterte analysen. Dette betyr at selskapet må ha en effektiv strategi for å utnytte ressurser, kunnskap og den strategiske kjernen i en bransje som gjør dette mulig, og den må ikke minst ha et styringssystem som kan gjennomføre strategien effektivt gjennom operativ drift.

I bransjeanalysen fant jeg at det er grunnlag for å kunne hente ut superrentabilitet i forbrukerelektronikkbransjen. Expert har fokus på produkt ekspertise i sin strategi. De er også bevisste sitt sterke merkenavn, og bruker dette aktivt. I tillegg jobber de med samordning av lager og logistikk, og opprettholder gode innkjøpsavtaler gjennom sin sterke posisjon i markedet. Dette tilsier at de har en strategi som utnytter de ressursene som gir konkurransefortrinn for dem. I tillegg viser gode resultater, kanskje spesielt gjennom lønnsomhet i en periode preget av sterk omsetningsvekst, store oppkjøp og omfattende interne prosjekter, at de må ha et styringssystem som sikrer effektiv gjennomføring av strategien gjennom operativ drift.

4.3.5 Resultat av ressursbasert analyse

I KIKK-analysen ble det identifisert kilder til konkurransefortrinn for Expert, og i SVIMA-analysen ble ressurser identifisert i KIKK-analysen analysert videre med det mål for øyet å identifisere ressurser som kan bidra til varige konkurransefortrinn for selskapet. Resultatet av analysene ble at Expert ser ut til å være godt posisjonert med noen viktige ressurser som kan gi varig konkurransefortrinn overfor konkurrentene. Dette gjelder spesielt merkenavnet, forhandlingsmakten overfor leverandørene, og den unike kompetansen til medarbeiderne. Ut fra dette vil jeg anta at Expert har mulighet til å oppnå en superrentabilitet i forhold til

bransjen på kanskje 1 – 2 %. På kort og mellomlang sikt har de sannsynligvis muligheten til en del høyere superprofitt på grunn av ressurser som kan gi midlertidig, men ikke varig, konkurransefortrinn.

4.4 Innsikt om strategisk risiko og prestasjon – oppsummering

Strategien til et selskap er med på å påvirke regnskapstallene. For eksempel kan økt konkurranse svekke driftsmarginen til et selskap. Dette påvirker driftsrentabiliteten negativt. For å svare på den økte konkurransen kan selskapet da effektivisere driften og dermed øke omløpshastigheten til driftseiendelene. Dette vil virke positivt på driftsrentabiliteten, og gjøre at den kanskje kan opprettholdes på samme nivå som før, til tross for den økte konkurransen.

4.4.1 Egenkapitalrentabilitet over tid⁵⁵

I utgangspunktet er forventningen at konkurransen i bransjen vil drive egenkapitalrentabiliteten mot kravet til egenkapitalen eller mot gjennomsnittsrentabiliteten i bransjen over tid. Denne hypotesen støttes av empiriske undersøkelser. Alternativt vil en forvente at man kan ha en varig superrentabilitet, dersom dette blir konklusjonen i den strategiske analysen. Da vil rentabiliteten gå mot kravet, men med tillegg av den eventuelle varige superrentabiliteten man forventer.

4.4.2 Egenkapitalvekst over tid⁵⁶

Veksten et selskap opplever vil ofte være avhengig av hvor det befinner seg i livssyklusen. Nyetablerte selskaper som overlever starten, opplever ofte rask vekst den første perioden. Deretter flater veksten ut, og man kommer i en moden fase med konstant vekst. En eventuell tilbakegang kommer etter den modne fasen. Lengden på de ulike fasene er individuelt, og avhenger også av hvilken bransje selskapet opererer i. Ikke alle selskapene går igjennom alle fasene heller. Mange kan gjennom stadige fornyelser forhindre stagnasjon og tilbakegang. Selskapene som vokser raskt, kan ikke vokse like mye inn i evigheten. En øvre grense for hvor mye veksten kan være på lang sikt er den generelle veksten i økonomien som helhet. Denne øvre grensen tilsvarer realveksten i den samlede økonomien pluss forventet inflasjon i dag. Generelt kan en si at også veksten går mot gjennomsnittet over tid.

⁵⁵ Kilde: Penman (2003)

⁵⁶ Kilde: Damodoran (2002)

4.4.3 Strategisk fordel

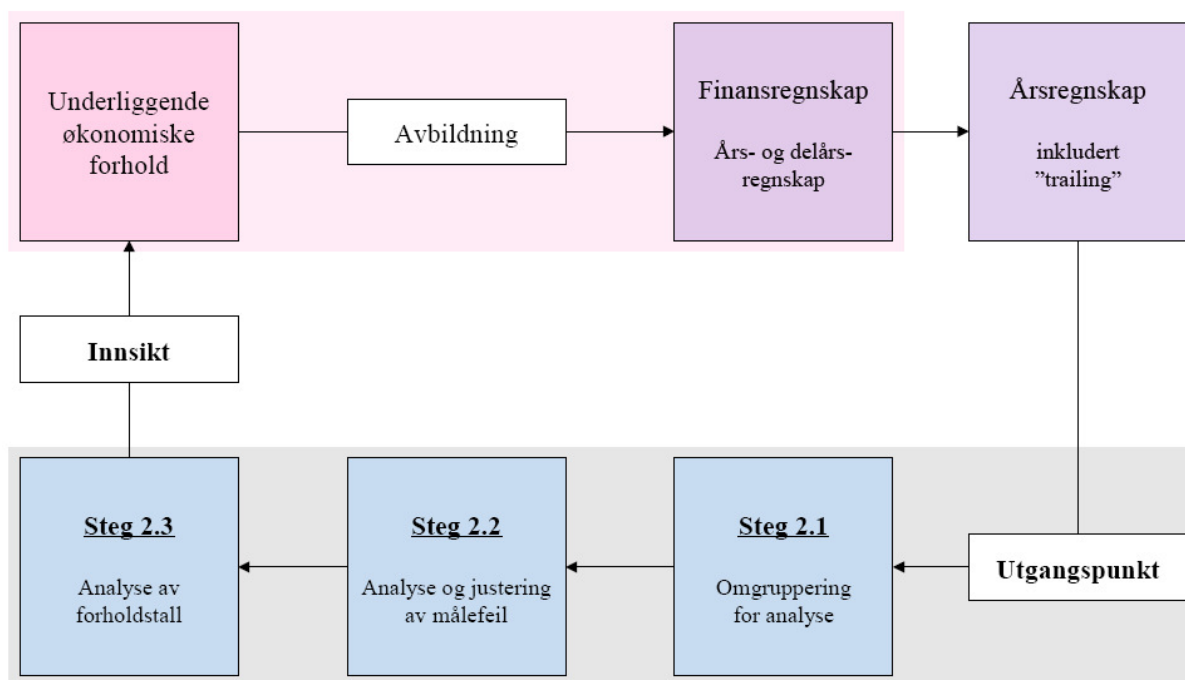
Gjennom resultatene av den strategiske analysen mener jeg at det er grunn til å tro at Expert vil kunne generere en superrentabilitet på kanskje 1 – 2 % på horisonten. Denne superrentabiliteten mener jeg vil være høyere de nærmeste årene, både på grunn av ekspansjon i noen markeder og på grunn av ressurser som på kort sikt kan gi superrentabilitet. Optimismen i økonomien og det lave rentenivået er også faktorer som antas å virke positivt inn på rentabiliteten til Expert på kort sikt.

Den strategiske analysen gir innsikt i hva forholdstallene til Expert bør være, både i historiske og budsjetterte tall. Det er viktig å påpeke at dette er usikre estimat, og at det ikke er usannsynlig at man opplever avvik i forholdstallene man finner i regnskapet. Slike avvik kan skyldes to ting. For det første kan det hende den strategiske analysen ikke fanger opp forhold som er reflekterte i regnskapstallene. For det andre kan det hende at regnskapstallene inneholder målefeil som gjør at de ikke fanger opp forhold som kommer frem i den strategiske analysen.

Videre i oppgaven kommer nå regnskapsanalysen, som vil gi ytterligere innsikt om hva forholdstallene er og bør være i fremtiden.

5.0 Regnskapsanalyse⁵⁷

I regnskapsanalyse tar en utgangspunkt i de offentlig tilgjengelige regnskapstallene fra selskapet som skal analyseres. De siste offentliggjorte tallene er ofte kvartalstall. Disse brukes til å utarbeide såkalt trailing årsregnskap med de siste oppdaterte tallene. Dette kommer jeg tilbake til senere. Regnskapstallene må omgrupperes for analyse og justeres for eventuelle målefeil før man kan bruke dem til analyse. Analysen gir innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Sammenhengene er vist i figur 5.1 nedenfor.



Figur 5.1: Rammeverket for regnskapsanalyse (investororientert)⁵⁸

5.1 Fokus i analysen

Fokuset i analysen er avhengig av hva analysen skal brukes til. Det finnes to hovedformer for bruk; avgjørelser og kontroll. Informasjon man får fra regnskapene brukes som grunnlag til å fatte økonomiske beslutninger og økonomisk kontroll i selskapet. Regnskapsinformasjon brukes også av eksterne interessenter for å bestemme handlestrategi. Et selskap har flere ulike eksterne interessenter som har interesse av regnskapstallene som blir presentert. Disse kan deles i fire hovedkategorier; kapitalinnskytere, styresmakter, interessenter i driftssyklusen og samfunnet ellers. De ulike interessentene har også ulike informasjonsbehov, og man skiller mellom kreditororientert analyse og investororientert analyse.

⁵⁷ Kilde: Penman (2003)

⁵⁸ Kilde: BUS425 – plansje 04-32 (K. H. Knivsflå)

Det offentliggjorte finansregnskapet er i utgangspunktet kreditororientert. Oppstillingen er tilpasset finansielle långivere, både dagens långivere og potensielle långivere. Disse ønsker en relativt konservativ regnskapsføring, og verdsetter pålitelig informasjon høyt, til en viss grad også høyere enn relevant informasjon for å vurdere fremtidens resultatpotensial. Långiverne bruker regnskapet til å vurdere kredittrisikoen til selskapet, altså risikoen for at lånet blir misligholdt slik at långiver taper penger.

Investororientert analyse er egnet for egenkapitalinvestorer. Disse er potensielle investorer og dagens eiere i selskapet. Egenkapitalinvestorer ønsker en mer verdirelevant regnskapsføring, og de verdsetter verdirelevant informasjon høyt, til en viss grad høyere enn pålitelig eller konservativ informasjon. Målet med regnskapsanalyse for investorene er finne gode estimat på verdien av egenkapitalen og inntjeningen i fremtiden slik at de kan fatte effektive økonomiske beslutninger og kontrollere ledelsen i selskapet. Rentabiliteten til selskapet sammenlignes med et krav investorene har, og verdiskapning gjennom superrentabilitet blir derfor av avgjørende betydning for egenkapitalinvestorer.

I denne oppgaven har jeg et investororientert syn, og ønsker å finne verdien av egenkapitalen til Expert per utestående aksje. Jeg bruker derfor investororientert analyse.

Før selve analysen kan begynne, er det tre viktige forhold som må avklares; analysenivå, analyseperiode og målestokk.

5.1.1 Analysenivå

Analysenivå vil si om man skal analysere selskapet samlet, eller delt opp i ulike forretningsområder. Expert driver stort sett innen ett og samme forretningsområde, og kan slik sett analyseres samlet. En kunne delt opp i for eksempel hvitevarer, brunevarer etc., men dette har jeg ikke nok regnskapsinformasjon om. Hovedforretningsområdet er forbrukerelektronikk, og den regnskapsinformasjonen jeg har tilgjengelig er på konsernnivå. Analysen blir derfor samlet.

5.1.2 Analyseperiode

Man må velge hvor langt bakover i tid man skal analysere. Valget er avhengig av hvor stabil selskapet har vært over tid. Stabile selskaper bør ha en relativt lang analyseperiode, for

eksempel 10 år, mens mer turbulente selskaper bør ha en relativt kort periode, ca 4 år. Expert har gått gjennom vesentlig ekspansjon gjennom oppkjøp de senere årene. Selskapet ble børsnotert i år 2000, og markerte på mange måter et skille for Expert. Jeg mener likevel at starten på ekspansjonen utenfor Norge i 2001⁵⁹ markerer Experts nye retning, og jeg velger derfor 2001 som begynnelsen på min analyseperiode. Analyseperioden blir da fra 2001 til 2005, 5 år. Siden det bare er offentliggjort en kvartalsrapport så langt i år, velger jeg å ikke utarbeide trailing regnskap for 2006. Dette ville vært basert på tall med stor usikkerhet, og derfor ikke bidra til en vesentlig bedre analyse. Den seneste informasjonen som er å finne i siste kvartalsrapport er likevel tatt hensyn til i analysen og budsjetteringen.

5.1.3 Målestokk

I regnskapsanalysen fungerer andre komparative selskaper i bransjen som en målestokk. For Experts del ville det da være naturlig å bruke deres største konkurrent Elkjøp som målestokk. Elkjøp er eiet av DSG international plc⁶⁰, som er en av Europas ledende forhandlerkjede av forbrukerelektronikk. DSG rapporterer kun på konsernnivå, slik at tall fra Elkjøps virksomhet i Norden har jeg ikke tilgjengelig. De har også avvikende regnskapsår, 1.5 – 31.4, noe som gjør tallene lite komparative⁶¹.

Komplett.com er et selskap notert på Oslo Børs som selger mange av produktene Expert selger. De opererer kun på Internet, og har bare det norske og det svenske markedet til felles med Expert, i tillegg til at de opererer i Irland, England, Belgia og Nederland⁶². Jeg anser derfor tallene til komplett.com og ikke være spesielt sammenlignbare. Dette gjør at jeg ikke har sammenlignbare bransjedata, og velger derfor å sammenligne data mot tidligere år, for slik å se utviklingen over tid. I tillegg sammenligner jeg enkelte steder Expert med handelsbransjen på Oslo Børs og børsen generelt.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

Nedenfor er har jeg stilt opp tabellerte årsregnskap for Expert for årene 2000 til 2005⁶³. Regnskapet for 2005 er rapportert etter IFRS, mens de andre årene er etter NGAAP. I årsrapporten for 2005 oppgir Expert IFRS-tall også for 2004, men siden rapporteringen i 2004 var etter NGAAP, velger jeg å bruke NGAAP-tallene i stedet for IFRS. Oppstillingen er noe

⁵⁹ Kilde: Expert årsrapport 2005 - historikk

⁶⁰ Kilde: <http://www.elkjop.no/>

⁶¹ Jamfør diskusjon under avsnitt 3.2.2

⁶² Kilde: <http://www.komplett.com/>

⁶³ Har brukt de seneste oppdaterte tallene

endret i forhold til fremstillingen i årsrapportene, ved at jeg har prøvd å skille driftsposter fra finansposter og normale fra unormale poster. Dette fordi det er nyttig for omgrupperingen som kommer senere. Kommentarer til enkelte av de ulike postene kommer senere i oppgaven. Alle beløp er oppgitt i 1000 NOK.

Resultatregnskap	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Salg av forbrukerelektronikk	2 714 110	2 738 902	3 189 975	3 647 559	5 231 919	6 322 753
+ Salg av elektrotekniske produkter	1 268 295	1 853 336	914 073	-	-	-
+ Utleie av fast eiendom	124	1 330	15 686	30 947	32 997	30 860
+ Andre driftsinntekter	3 705	2 546	29 594	52 903	52 837	130 877
= Driftsinntekter	3 986 234	4 596 114	4 149 328	3 731 409	5 317 753	6 484 490
Vareforbruk	3 174 530	3 552 233	3 185 642	2 860 159	4 119 884	5 080 695
+ Lønn og andre personalkostnader	234 196	351 518	320 524	271 024	379 271	491 274
+ Andre salgs- og adm. kostnader	365 797	461 399	428 736	383 367	517 078	658 268
+ Ordinære avskrivninger	63 555	83 981	90 373	94 758	100 243	85 005
= Driftskostnader	3 838 078	4 449 131	4 025 275	3 609 308	5 116 476	6 315 242
Driftsresultat før engangsposter	148 156	146 983	124 053	122 101	201 277	169 248
- Nedskrivning anlegg	-	-	-	-	-	-
- Andre engangskostnader knyttet til drift	-	-	-	-	-	-
= Driftsresultat	148 156	146 983	124 053	122 101	201 277	169 248
+ Ordinært nettoresultat tilknyttede selskaper	(2)	(1 167)	(3 960)	(6 565)	(15 622)	2 500
+ Unormalt nettoresultat tilknyttede selskaper	-	-	-	-	-	-
+ Ordinære finansinntekter	22 113	27 072	36 165	30 517	25 016	10 879
- Ordinære finanskostnader	37 271	69 761	64 514	44 446	14 728	17 535
+ Unormalt finansresultat	(6 730)	(1 564)	5 636	5 370	(1 872)	12 720
= Ordinært resultat før skatt	126 266	101 563	97 380	106 977	194 071	177 812
- Skattekostnad	32 928	38 108	28 334	23 710	62 068	46 153
= Ordinært resultat	93 338	63 455	69 046	83 267	132 003	131 659
+ Resultat avhendelse av virksomhetsområder	-	-	-	(2 153)	-	-
= Årsoverskudd	93 338	63 455	69 046	81 114	132 003	131 659
- Herav minoritetsinteresser	-	(504)	(2 042)	1 163	15 573	25 317
= Årsoverskudd etter minoritetsinterss	93 338	63 959	71 088	79 951	116 430	106 342

Figur 5.2: Resultatregnskap 2000 – 2005

Eiendeler	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Utsatt skattefordel	-	-	-	16 681	24 218	18 775
+ Goodwill/Immatrielle eiendeler	440 732	448 145	344 055	303 334	310 064	464 493
= Sum immatrielle eiendeler	440 732	448 145	344 055	320 015	334 282	483 268
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	218 595	215 670	212 888	129 784	153 601	146 482
+ Transportmidler, inventar, kontormaskiner o.l.	144 546	161 356	167 308	155 895	216 828	199 952
= Sum varige driftsmidler	363 141	377 026	380 196	285 679	370 429	346 434
Langsiktige fordringer	117 693	98 220	125 054	147 312	52 817	37 216
+ Aksjer i tilknyttet selskap	5 301	52 264	44 723	75 676	22 575	19 674
+ Investeringer i aksjer og andeler	1 001	747	451	531	642	34 478
= Sum finansielle anleggsmidler	123 995	151 231	170 228	223 519	76 034	91 368
→ Sum anleggsmidler	927 868	976 402	894 479	829 213	780 745	921 070
Varer	538 798	588 236	451 320	458 814	828 951	1 042 282
Kundefordringer	482 806	553 527	310 618	335 792	484 899	516 415
+ Andre fordringer	164 156	10 905	68 043	22 355	119 944	105 207
= Sum fordringer	646 962	564 432	378 661	358 147	604 843	621 622
Finansielle investeringer	22 046	16 991	-	-	-	-
Bankinnskudd, kontanter og lignende	148 876	54 099	161 967	244 982	380 249	416 408
→ Sum omløpsmidler	1 356 682	1 223 758	991 948	1 061 943	1 814 043	2 080 312
→ Sum eiendeler	2 284 550	2 200 160	1 886 427	1 891 156	2 594 788	3 001 382

Figur 5.3: Eiendeler i balansen 2000 – 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Egenkapital og gjeld						
Aksjekapital	160 724	160 724	160 724	160 724	160 724	160 724
+ Egne aksjer	(7 396)	(14 202)	(7 202)	(7 177)	(11 098)	(3 866)
+ Innskutt annen egenkapital	74	-	-	-	-	-
+ Overkursfond	-	-	-	-	-	315 200
= Sum innskutt egenkapital	153 402	146 522	153 522	153 547	149 626	472 058
Foreslått utbytte	-	-	-	-	-	66 332
+ Annen egenkapital	721 944	701 055	610 086	665 411	659 634	509 382
= Sum opptjent egenkapital	721 944	701 055	610 086	665 411	659 634	575 714
Minoritetsinteresser	-	476	4 010	5 396	185 626	162 808
→ Sum egenkapital	875 346	848 053	767 618	824 354	994 886	1 210 580
Pensjonsforpliktelse	-	-	9 117	9 105	1 208	5 847
+ Utsatt skatt	26 958	13 089	1 785	-	4 570	30 648
+ Annen langsiktig gjeld	447 949	568 650	298 692	342 290	318 602	288 551
= Sum langsiktig gjeld	474 907	581 739	309 594	351 395	324 380	325 046
Kassekreditt	245 426	393 662	20 155	45 870	33 974	3 805
+ Leverandørgjeld	412 623	140 644	351 148	350 437	887 430	1 044 748
+ Betalbar skatt	16 304	37 667	36 710	49 703	60 972	34 248
+ Skyldige offentlige avgifter med mer	17 251	18 001	24 483	22 227	47 829	71 695
+ Utbytte	24 109	32 145	32 145	40 181	64 290	-
+ Annen kortsiktig gjeld	218 584	148 249	344 574	206 989	181 027	311 260
= Sum kortsiktig gjeld	934 297	770 368	809 215	715 407	1 275 522	1 465 756
→ Sum gjeld	1 409 204	1 352 107	1 118 809	1 066 802	1 599 902	1 790 802
→ Sum egenkapital og gjeld	2 284 550	2 200 160	1 886 427	1 891 156	2 594 788	3 001 382

Figur 5.4: Egenkapital og gjeld i balansen 2000 – 2005

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Kontantstrømsanalyse						
Kont.str. fra operasjonelle virk.:						
Resultat før skattekostnad	126 266	101 563	97 380	106 977	194 071	177 812
+ Periodens betalbare skatter	(15 313)	(30 360)	(37 667)	(25 892)	(68 894)	(53 275)
+ Resultater fra datter- og tilknyttede selsk. (Gevinst)/Tap ved salg av anleggsmidler	2	1 167	3 960	6 565	15 622	(2 500)
+ Ordinære avskrivninger	706	956	(1 558)	1 258	(328)	(2 816)
+ Endring i varelager	63 555	83 981	90 373	94 758	100 243	85 005
+ Endring i kundefordringer	(164 129)	(49 438)	136 916	(7 494)	(110 783)	(213 331)
+ Endring i leverandørgjeld	(123 419)	(70 721)	242 909	(25 174)	1 736	(27 670)
+ Endring i leverandørgjeld	315 641	(271 979)	210 504	(711)	206 581	157 317
+ Endring av andre kortsiktige fordringer	(129 719)	153 251	(61 215)	45 688	(46 644)	17 034
+ Endring i andre tidsavgrensingsposter	6 402	27 084	30 251	(9 121)	(8 873)	2 803
= Netto kont.str. operasj. aktiviteter	79 992	(54 496)	711 853	186 854	282 731	140 379
Kont.str. fra investeringsaktiviteter:						
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	6 787	5 213	353 702	103 110	1 356	5 456
+ Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	(102 504)	(112 715)	(305 993)	(28 745)	(51 993)	(102 687)
+ Utbetalinger ved kjøp av aksjer i andre foretak	(1 015)	(51 996)	(32 626)	(33 037)	(1 385)	(3 035)
+ Inn- og utbetalinger i forb. med andre inv.	(372 104)	3 558	(26 834)	(22 258)	26 438	16 793
+ Tilgang driftsmidler ved fusjon	-	-	-	-	-	-
= Netto kont.str. invest.aktiviteter	(468 836)	(155 940)	(11 751)	19 070	(25 584)	(83 473)
Kont.str. fra finansieringsaktiviteter:						
Innbetalinger ved opptak av ny langsiktig gjeld	16 684	120 701	(269 958)	43 598	(25 107)	101 510
+ Innbetalinger ved opptak av ny kortsiktig gjeld	32 069	(69 585)	18 072	21 388	(57 694)	2 105
+ Utbetaling ved nedsettelse av overkursfond	-	-	-	(184 228)	-	-
+ Netto endring i kassekreditt	59 503	148 236	(373 507)	25 715	(11 896)	(30 169)
+ Innbetalinger av ny egenkapital	432 724	-	-	1 470	-	-
+ Utbetalinger av utbytte	(14 273)	(23 302)	(29 682)	(30 693)	(38 621)	(63 710)
+ Utbetalinger ved kjøp av egne aksjer	(72 947)	(80 889)	(48 774)	(435)	(74 363)	(28 050)
+ Innbetalinger ved salg av egne aksjer	1 872	20 498	111 615	276	13 681	518
= Netto kont.str. finansieringsakt.	455 632	115 659	(592 234)	(122 909)	(194 000)	(17 796)
Netto endring i kontanter og kontantekv.	66 788	(94 777)	107 868	83 015	63 147	39 110
+ Effekt valutakursendr. kontanter og kontantekv.	-	-	-	-	-	(2 975)
+ Beholdn. kontanter datterselsk. på kjøpstidsp.	-	-	-	-	72 120	-
+ Beholdn. kontanter og kontantekvivalent 01.01	82 088	148 876	54 099	161 967	244 982	380 273
= Beholdn. kontanter og kontantekv. 31.12	148 876	54 099	161 967	244 982	380 249	416 408

Figur 5.5: Kontantstrømsoppstilling 2000 – 2005

Salg av elektrotekniske produkter (resultatregnskapet) ble avvirket som virksomhetsområde i 2002.

I kontantstrømsoppstillingen er det et avvik mellom beholdning kontanter og kontantekvivalenter 31.12.2004 og 1.1.2005. Dette skyldes at tallet i 2004 er ut fra NGAAP, mens det i 2005 er justert til IFRS.

5.2.1 Trailing 2006

Jeg har som tidligere nevnt valgt og ikke utarbeide trailing regnskap for 2006. Dette fordi den siste offentlige kvartalsrapporten er for første kvartal 2006, og jeg mener at trailingen da blir utarbeidet på et for tynt grunnlag i forhold til å gjøre analysen og verdsettelsen vesentlig bedre. I stedet tar jeg hensyn til de nyeste tallene og den nyeste informasjonen i utarbeidelsen av budsjettet for 2006 senere i oppgaven.

5.3 Omgruppering for investororientert analyse⁶⁴

Første steg i den videre prosessen er å omgruppere regnskapet slik at det er forberedt for investororientert regnskapsanalyse. Oppstillingsplanene bør være sentrert rundt normalisert verdiskapning og verdiutdeling, særlig til egenkapitalinvestorene, og de må kunne forklare kildene til normalisert verdiskapning. Selve omgrupperingen skjer gjennom fire steg. Jeg går gjennom hvert av de fire stegene i avsnittene nedenfor.

5.3.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital

Avsatt utbytte ble etter NGAAP ført som kortsiktig gjeld⁶⁵. I investororientert analyse har vi et eiersyn, og da er ikke foreslått utbytte gjeld fordi eierne verken har til gode eller krav på penger fra seg selv. Avsatt utbytte er derfor egenkapital, og må omgrupperes fra kortsiktig gjeld. Etter IFRS er det ikke avsatt for foreslått utbytte⁶⁶, så ingen omgruppering trengs i 2005. Oppstillingen av egenkapital og gjeld etter omgrupperingen av utbytte er vist i figur 5.6.

Egenkapital og gjeld	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Aksjekapital	160 724	160 724	160 724	160 724	160 724	160 724
+ Egne aksjer	(7 396)	(14 202)	(7 202)	(7 177)	(11 098)	(3 866)
+ Innskutt annen egenkapital	74	-	-	-	-	-
+ Overkursfond	-	-	-	-	-	315 200
= Sum innskutt egenkapital	153 402	146 522	153 522	153 547	149 626	472 058
Utbytte	24 109	32 145	32 145	40 181	64 290	66 332
+ Annen egenkapital	721 944	701 055	610 086	665 411	659 634	509 382
= Sum opptjent egenkapital	746 053	733 200	642 231	705 592	723 924	575 714
Minoritetsinteresser	-	476	4 010	5 396	185 626	162 808
→ Sum egenkapital	899 455	880 198	799 763	864 535	1 059 176	1 210 580
Pensjonsforpliktelsler	-	-	9 117	9 105	1 208	5 847
+ Utsatt skatt	26 958	13 089	1 785	-	4 570	30 648
+ Annen langsiktig gjeld	447 949	568 650	298 692	342 290	318 602	288 551
= Sum langsiktig gjeld	474 907	581 739	309 594	351 395	324 380	325 046
Kassekreditt	245 426	393 662	20 155	45 870	33 974	3 805
+ Leverandørgjeld	412 623	140 644	351 148	350 437	887 430	1 044 748
+ Betalbar skatt	16 304	37 667	36 710	49 703	60 972	34 248
+ Skyldige offentlige avgifter med mer	17 251	18 001	24 483	22 227	47 829	71 695
+ Annen kortsiktig gjeld	218 584	148 249	344 574	206 989	181 027	311 260
= Sum kortsiktig gjeld	910 188	738 223	777 070	675 226	1 211 232	1 465 756
→ Sum gjeld	1 385 095	1 319 962	1 086 664	1 026 621	1 535 612	1 790 802
→ Sum egenkapital og gjeld	2 284 550	2 200 160	1 886 427	1 891 156	2 594 788	3 001 382

Figur 5.6: Egenkapital og gjeld 2000 – 2005 (omgruppert steg 1)

⁶⁴ Kilde: Penman (2003)

⁶⁵ Jamfør god regnskapsskikk (GRS)

⁶⁶ Kilde: Ot.prp. nr. 39 (2004-2005) (IAS 10)

5.3.2 Steg 2: Resultatføring av "dirty surplus"

Kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3 sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. "Dirty surplus" er brudd på dette kongruensprinsippet⁶⁷. Inntekter og kostnader som er ført direkte mot egenkapital, eller som ikke er regnskapsført i det hele tatt, inngår i "dirty surplus". Egenkapitalen endrer seg av kun to forhold; opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet, og kapitalendring. "Dirty surplus" må derfor omgrupperes fra endring i egenkapital til en egen unormal post i resultatet, slik at det inngår i fullstendig nettoresultat. Figur 5.7 viser endring i egenkapital og fullstendig nettoresultat for Expert i årene 2000 til 2005.

Endring i egenkapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Egenkapital 01.01	439 494	899 455	880 198	799 763	864 535	1 059 176
+ Årsresultat	93 338	63 455	69 046	81 114	132 003	131 659
+ "Dirty surplus"	(7 259)	-	407	13 041	(6 700)	55 395
- Netto betalt utbytte	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Egenkapital 31.12	899 455	880 198	799 763	864 535	1 059 177	1 210 580

Fullstendig nettoresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Rapportert årsresultat	93 338	63 455	69 046	81 114	132 003	131 659
+ "Dirty surplus"	(7 259)	-	407	13 041	(6 700)	55 395
= Fullstendig nettoresultat	86 079	63 455	69 453	94 155	125 303	187 054

Figur 5.7: Endring i EK og fullstendig nettoresultat 2000 – 2005

Egenkapitalen 1.1.2005 er i oppstillingen etter NGAAP. Endringen som følge av overgangen til IFRS er tatt inn i "dirty surplus", slik at egenkapitalen 31.12.2005 er korrekt etter IFRS. Denne måten å gjøre det på fant jeg som både mest hensiktsmessig og mest oversiktlig i dette tilfellet. På grunn av at det er så mange ulike poster de forskjellige årene, har jeg valgt å ikke ta med oppstillingen av postene som inngår i "dirty surplus" og netto betalt utbytte. Jeg forutsetter at alt "dirty surplus" er driftsrelatert.

5.3.3 Steg 3: Omgruppering for å skille mellom normalt og unormalt resultat

Normale poster er poster som man forventer skal komme igjen periode etter periode, og er derfor relevante for fremtiden. Unormale poster er derimot poster som forekommer kun en eller få perioder, og er derfor lite relevante for fremtiden. Disse postene bør derfor skilles ut fra det normale resultatet.

Unormale poster kan deles inn i ekstraordinære, diskontinuerlige og andre unormale poster. Det stilles strenge krav til at en post kan være ekstraordinær; den må være uvanlig, uregelmessig og vesentlig. Ved omgruppering bør slike poster inngå i enten unormalt netto driftsresultat eller unormalt netto finansresultat. Diskontinuerlige poster er resultat fra

⁶⁷ Kilde: Johnsen og Kvaal (1999)

virksomhet som er eller skal bli avvirket. Mye taler for at nettoresultat fra slik virksomhet er finansiell, og skal derfor inngå i unormalt netto finansresultat. Andre unormale poster skal også inngå enten unormalt netto drifts- eller finansresultat.

Expert solgte i 2002 Eilag Teknikk⁶⁸, og avsluttet dermed dette virksomhetsområdet. Resultatet fra virksomhetsområdet er lite relevant for fremtiden, og jeg anser det derfor som diskontinuerlig. I 2003 hadde Expert også en post knyttet til resultat ved avhendelse av virksomhetsområde, som jeg anser som diskontinuerlig. Beregningen av resultatet fra disse virksomhetene de ulike årene er vist i figur 5.8. Jeg anser resultatene som finansielle og før skatt siden ikke annet er oppgitt, og de vil dermed inngå i beregningen for unormalt netto finansresultat.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Diskontinuerlig resultat						
Sum driftsinntekter	1 268 295	1 853 336	914 073	-	-	-
- Driftskostnader	1 231 673	1 806 102	866 091	-	-	-
- Avskrivning varige driftsmidler	8 514	13 039	7 430	-	-	-
- Avskrivning immatrielle eiendeler	5 627	18 673	8 549	-	-	-
= Diskontinuerlig resultat	22 481	15 522	32 003	(2 153)	-	-

Figur 5.8: Resultat fra diskontinuerlig virksomhet (før skatt)

Kostnadstallene er fra årsrapporten for 2002, men for driftsinntekter har jeg brukt tallene som er gjengitt i resultatregnskapet for virksomhetsområdet. Disse avviker noe fra tilsvarende oppstilling i årsrapporten for 2002, men ikke vesentlig. Postene regnes som unormale, og må derfor i det omgrupperte resultatregnskapet trekkes fra de oppgitte beløpene på disse postene. Dette er ikke gjort i det tabellerte regnskapet lenger oppe. Siden jeg regner resultatet fra diskontinuerlig virksomhet som finans, trekkes det 28 % skatt fra dette. Dette er en forutsetning jeg tar, siden jeg fant dette mest rimelig.

I tillegg til diskontinuerlig resultat har Expert noen andre unormale poster. Jeg mener andre finansinntekter og finanskostnader er såpass vanskelig og forutsi da de varierer mye, at de kan regnes som unormale poster. Gevinst og tap ved salg av anleggsmidler er unormale driftsinntekter og driftskostnader.

I beregningen av unormalt netto finans- og driftsresultat har man bruk for driftsskattesatsen (dss), den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) og unormal driftsskattesats. Disse er vist i figur 5.9.

⁶⁸ Kilde: Expert årsrapport 2002

Driftsskattesats	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Driftsskattesats	22,11 %	31,40 %	20,74 %	21,87 %	29,67 %	26,27 %
Normalisert driftsskattesats	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Normalisert driftsskattesats	25,34 %	25,34 %	25,34 %	25,34 %	25,34 %	25,34 %
Unormal driftsskattesats	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Driftsskattesats	22,11 %	31,40 %	20,74 %	21,87 %	29,67 %	26,27 %
- Normalisert driftsskattesats	25,34 %	25,34 %	25,34 %	25,34 %	25,34 %	25,34 %
= Unormal driftsskattesats	-3,23 %	6,06 %	-4,60 %	-3,47 %	4,32 %	0,92 %

Figur 5.9: Skattesatser for beregning av unormalt nettoresultat

I figur 5.10 er beregningene av unormalt netto finansresultat (UNFR) og unormalt netto driftsresultat (UNDR) vist.

Unormalt netto finansresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Unormale finansinntekter	832	-	13 001	13 617	6 440	30 771
- Unormale finanskostnader	7 562	1 564	7 365	8 247	8 312	18 051
+ Resultat diskontinuerlig virksomhet	22 481	15 522	32 003	(2 153)	-	-
= Unormalt finansresultat	15 751	13 958	37 639	3 217	(1 872)	12 720
- 28% skatt på unormalt finansresultat	4 410	3 908	10 539	901	(524)	3 562
+ Ekstraordinært netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-
+ Finansielt "Dirty surplus"	-	-	-	-	-	-
= Unormalt netto finansresultat	11 341	10 050	27 100	2 316	(1 348)	9 158
Unormalt netto driftsresultat	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Gevinst/Tap ved salg av anleggsmidler	706	956	(1 558)	1 258	(328)	(2 816)
= Unormalt driftsresultat	706	956	(1 558)	1 258	(328)	(2 816)
- dss% skatt på unormalt driftsresultat	156	300	(323)	275	(97)	(740)
+ Unormalt nettoresultat fra driftstilknnyttede selskaper	-	-	-	-	-	-
+ Ekstraordinært netto driftsresultat	-	-	-	-	-	-
+ Driftsrelatert "Dirty surplus"	(7 259)	-	407	13 041	(6 700)	55 395
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	(4 764)	8 843	(5 779)	(4 192)	8 714	1 587
= Unormalt netto driftsresultat	(1 945)	(8 188)	4 951	18 216	(15 645)	51 732

Figur 5.10: Unormalt netto finans- og driftsresultat

5.3.4 Steg 4: Omgruppering for å skille drift og finansiering

I investororientert analyse ønsker en å skille klart mellom drift og driftsinvestering, og mellom finansiering og finansiell investering. Dette for å finne ut hvor stor avkastningen er på driften og hvor mye finansieringen koster. Balansen omgrupperes fra å ha et fokus på likviditet til å ha fokus på driftskapital i forhold til finansiell kapital.

I den omgrupperte resultatoppstillingen skal det skilles mellom drift og finansiering, og mellom normalt og unormalt resultat. Derfor må også skattekostnaden fordeles. Fordelingen av skattekostnaden hos Expert er vist i figur 5.11.

Fordeling av skattekostnad	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Rapportert skattekostnad	32 928	38 108	28 334	23 710	62 068	46 153
- Skatt på finansinntekt	6 192	7 580	10 126	8 545	7 004	3 046
+ Skatt på finanskostnad	10 436	19 533	18 064	12 445	4 124	4 910
- Skatt på unormalt finansresultat	4 410	3 908	10 539	901	(524)	3 562
= Skatt på driftsresultat	32 762	46 153	25 733	26 709	59 712	44 455
- Skatt på unormalt driftsresultat	156	300	(323)	275	(97)	(740)
= Skatt på normalt driftsresultat	32 606	45 852	26 056	26 434	59 809	45 195
- Unormal skatt på normalt driftsresultat	(4 764)	8 843	(5 779)	(4 192)	8 714	1 587
= Normal driftsskattekostnad	37 370	37 009	31 835	30 626	51 095	43 608

Figur 5.11: Fordeling av skattekostnad

Resultat fra tilknyttede selskaper forutsetter jeg er driftsrelatert, og er derfor ført som dette i den omgrupperte resultatoppstillingen. Netto minoritetsresultat er i dette tilfellet med i

nettoresultat til egenkapitalen, og vises derfor ikke i oppstillingen. Dette fordi Expert har regnet med minoritetsinteressene i egenkapitalen. Jeg har forsøkt å gjøre om på dette, men det er kun når jeg har gjort det på denne måten at tallene stemmer. Når man vet hva som ligger i tallene, skulle det ikke ha noe å si for den videre analysen. Figur 5.12 viser det omgrupperte resultatoppstillingen.

Omgruppert resultatoppstilling	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Salg av forbrukselektronikk	2 714 110	2 738 902	3 189 975	3 647 559	5 231 919	6 322 753
+ Salg av elektrotekniske produkter	-	-	-	-	-	-
+ Utleie av fast eiendom	124	1 330	15 686	30 947	32 997	30 860
+ Andre driftsinntekter	2 999	1 590	31 152	51 645	53 165	133 693
= Driftsinntekter	2 717 233	2 741 822	3 236 813	3 730 151	5 318 081	6 487 306
Vareforbruk	3 174 530	3 552 233	3 185 642	2 860 159	4 119 884	5 080 695
+ Lønn og andre personalkostnader	234 196	351 518	320 524	271 024	379 271	491 274
+ Andre salgs- og adm. kostnader	365 797	461 399	428 736	383 367	517 078	658 268
+ Ordinære avskrivninger	63 555	83 981	90 373	94 758	100 243	85 005
= Driftskostnader	2 592 264	2 611 317	3 143 205	3 609 308	5 116 476	6 315 242
Driftsresultat fra egen virksomhet	124 969	130 505	93 608	120 843	201 605	172 064
- Driftsrelatert skattekostnad	37 370	37 009	31 835	30 626	51 095	43 608
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	87 599	93 496	61 773	90 217	150 510	128 456
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	(2)	(1 167)	(3 960)	(6 565)	(15 622)	2 500
= Netto driftsresultat	87 597	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956
+ Netto finansinntekt	15 921	19 492	26 039	21 972	18 012	7 833
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	103 519	111 821	83 852	105 624	152 900	138 789
- Netto finanskostnad	26 835	50 228	46 450	32 001	10 604	12 625
= Nettoresultat til egenkapital	76 684	61 593	37 402	73 623	142 296	126 164
+ Unormalt netto driftsresultat	(1 945)	(8 188)	4 951	18 216	(15 645)	51 732
+ Unormalt netto finansresultat	11 341	10 050	27 100	2 316	(1 348)	9 158
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	86 079	63 455	69 453	94 155	125 303	187 054
- Netto betalt utbytte	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Endring i egenkapital	459 961	(19 257)	(80 435)	64 772	194 642	151 404

Figur 5.12: Omgruppert resultatoppstilling

Den omgrupperte balanseoppstillingen kan ha tre alternative fokus; fokus på total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital⁶⁹. I moderne regnskapsanalyse er det vanlig å fokusere på enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Jeg tar med begge disse oppstillingene i henholdsvis figur 5.13 og 5.14. Kontantstrømsoppstillingen skal omgrupperes med fokus på fri kontantstrøm til egenkapitalen. Denne er vist i figur 5.15.

Sysselsatt kapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Driftsrelaterte anleggsmidler	809 174	877 435	768 974	681 370	727 286	849 376
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	26 958	13 089	10 902	9 105	5 778	36 495
= Netto anleggsmidler	782 216	864 346	758 072	672 265	721 508	812 881
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 185 760	1 152 668	829 981	816 961	1 433 794	1 663 904
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	664 762	344 561	756 915	629 356	1 177 258	1 461 951
= Driftsrelatert arbeidskapital	520 998	808 107	73 066	187 605	256 536	201 953
→ Netto driftseiendeler	1 303 214	1 672 453	831 138	859 870	978 044	1 014 834
Finansielle anleggsmidler	118 694	98 967	125 505	147 843	53 459	71 694
+ Finansielle omløpsmidler	170 922	71 090	161 967	244 982	380 249	416 408
= Finansielle eiendeler	289 616	170 057	287 472	392 825	433 708	488 102
→ Sysselsatte eiendeler	1 592 830	1 842 510	1 118 610	1 252 695	1 411 752	1 502 936
Egenkapital	899 455	879 722	795 753	859 139	873 550	1 047 772
Minoritetsinteresser	-	476	4 010	5 396	185 626	162 808
Langsiktig finansiell gjeld	447 949	568 650	298 692	342 290	318 602	288 551
+ Kortsiktig finansiell gjeld	245 426	393 662	20 155	45 870	33 974	3 805
= Finansiell gjeld	693 375	962 312	318 847	388 160	352 576	292 356
→ Sysselsatt kapital	1 592 830	1 842 510	1 118 610	1 252 695	1 411 752	1 502 936

Figur 5.13: Omgruppert balanse med fokus på sysselsatt kapital

⁶⁹ Kilde: Penman (2003)

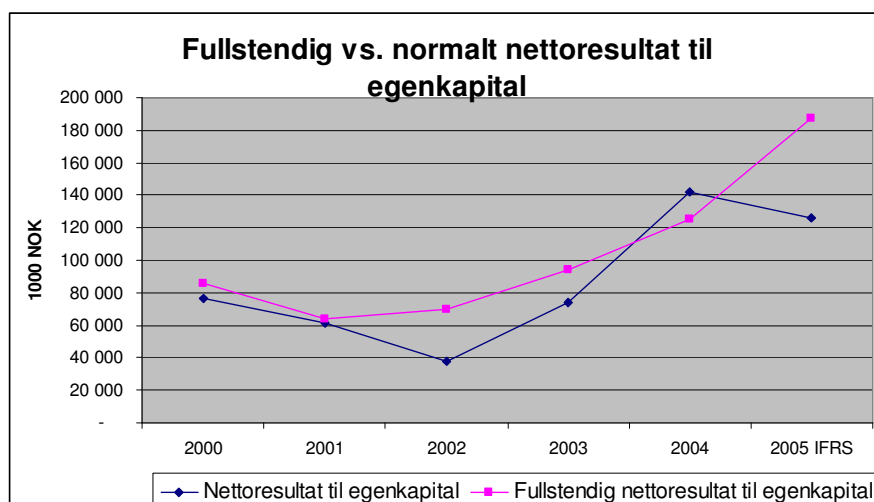
	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Netto driftskapital						
Driftsrelaterte anleggsmidler	809 174	877 435	768 974	681 370	727 286	849 376
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	26 958	13 089	10 902	9 105	5 778	36 495
= Netto anleggsmidler	782 216	864 346	758 072	672 265	721 508	812 881
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 185 760	1 152 668	829 981	816 961	1 433 794	1 663 904
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	664 762	344 561	756 915	629 356	1 177 258	1 461 951
= Driftsrelatert arbeidkapital	520 998	808 107	73 066	187 605	256 536	201 953
→ Netto driftseiendeler	1 303 214	1 672 453	831 138	859 870	978 044	1 014 834
Egenkapital	899 455	879 722	795 753	859 139	873 550	1 047 772
Minoritetsinteresser	-	476	4 010	5 396	185 626	162 808
Langsiktig finansiell gjeld	447 949	568 650	298 692	342 290	318 602	288 551
- Finansielle anleggsmidler	118 694	98 967	125 505	147 843	53 459	71 694
= Langsiktig netto finansiell gjeld	329 255	469 683	173 187	194 447	265 143	216 857
Kortsiktig finansiell gjeld	245 426	393 662	20 155	45 870	33 974	3 805
- Finansielle omløpsmidler	170 922	71 090	161 967	244 982	380 249	416 408
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	74 504	322 572	(141 812)	(199 112)	(346 275)	(412 603)
= Netto finansiell gjeld	403 759	792 255	31 375	(4 665)	(81 132)	(195 746)
→ Netto driftskapital	1 303 214	1 672 453	831 138	859 870	978 044	1 014 834

Figur 5.14: Omgruppert balanse med fokus på netto driftskapital

	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Fri kontantstrøm						
Netto driftsresultat	87 597	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956
+ Unormalt netto driftsresultat	(1 945)	(8 188)	4 951	18 216	(15 645)	51 732
- Økning i netto driftseiendeler	398 181	369 239	(841 315)	28 732	118 174	36 790
= Fri kontantstrøm fra drift	(312 529)	(285 098)	904 079	73 136	1 069	145 898
+ Netto finansinntekter	15 921	19 492	26 039	21 972	18 012	7 833
+ Unormale netto finansinntekter	16 785	11 176	32 403	8 254	4 637	22 155
- Økning i finansielle eiendeler	137 434	(119 559)	117 415	105 353	40 883	54 394
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	(417 256)	(134 871)	845 106	(1 991)	(17 165)	121 492
- Netto finanskostnad	26 835	50 228	46 450	32 001	10 604	12 625
- Unormale netto finanskostnader	5 445	1 126	5 303	5 938	5 985	12 997
+ Økning i finansiell gjeld	75 654	268 937	(643 465)	69 313	(35 584)	(60 220)
= Fri kontantstrøm til egenkapital	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 338)	35 650
- Netto betalt utbytte	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Differanse	-	-	-	-	1	-

Figur 5.15: Omgruppert kontantstrøm med fokus på fri kontantstrøm til egenkapital

I kontantstrømsoppstillingen er ikke netto minoritetsresultat og økning i minoritetsinteresser tatt med, av samme grunn som netto minoritetsresultat ikke er tatt med i den omgrupperte resultatoppstillingen. Avviket på 1 mellom fri kontantstrøm til egenkapital og netto betalt utbytte i 2004 skyldes sannsynligvis avrundingsfeil eller avvik i rapporterte tall.



Figur 5.16: Sammenligning fullstendig mot normalt nettoresultat til egenkapitalen

I figur 5.16 ser vi at det normale nettoresultatet til egenkapitalen faktisk svinger mer enn det fullstendige nettoresultatet. I årene frem til 2002 skyldes dette først og fremst at resultatet fra

den diskontinuerlige virksomheten er regnet som unormalt. Det store avviket i 2005 skyldes at jeg på grunn av overgangen til IFRS førte egenkapitalendringen fra NGAAP til IFRS som ”dirty surplus”. Det gode resultatet i 2004 skyldes sterk omsetningsvekst.

5.4 Analyse og justering av målefeil⁷⁰

De rapporterte tallene i regnskapet er ført etter reglene i regnskapsloven og god regnskapsskikk for årene 2000 til 2004 og etter IFRS for 2005. Denne føringen er som nevnt kreditororientert, og representerer ikke nødvendigvis det virkelige nettoresultatet og de virkelige verdiene. De kan inneholde målefeil som enten kan være utilsiktet eller tilsiktet. Tilsiktet målefeil kommer av det vi kaller kreativ regnskapsføring. Målefeil kan deles i tre hovedtyper, samt at det finnes en fjerde type som egentlig ikke har noe med regnskapsføringen å gjøre. Feil av type 1 kommer av avvik mellom regnskapsføring etter korrekt historisk kost⁷¹ og verdibasert regnskapsføring. Etter IFRS har man en opsjon til å bruke verdimodellen dersom virkelig verdi kan måles pålitelig, mens den bare kan brukes unntaksvis etter NGAAP. Målefeil av type 2 kommer av avvik mellom regnskapsføring etter god regnskapsskikk⁷² og korrekt historisk kost. Feil av type 3 kommer av at rapporterte tall avviker fra de tallene som skulle vært rapportert etter god regnskapsskikk, altså kreativ regnskapsføring. Den fjerde typen målefeil kommer av at det er avvik mellom børsverdien og den underliggende fundamentalverdien, også kalt ”boble” i aksjemarkedet.

Siden det rapporterte regnskapet inneholder potensielle målefeil, gir det ikke nødvendigvis et korrekt bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Målefeilene kan da justeres, med mål om at dette kan føre til at regnskapet gir et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Slik justering er vanskelig, og en svært ambisiøs målsetting. Dette fordi en som ekstern analytiker har tilgang til dårligere og mindre informasjon om de underliggende økonomiske forholdene enn økonomiavdelingen i selskapet har.

Synet på justering er delt. Mange mener at en ikke bør justere offentliggjorte regnskapstall. De mener at justering sannsynligvis bare tilfører tallene mer ”støy”. Et argument mot justering er at dersom en aksepterer historisk kost, er det en tendens at målefeil av type 2 i sum visker hverandre ut, spesielt i store selskaper som befinner seg i ”steady state”. I tillegg

⁷⁰ Kilde: Young & O’Byrne (2000) og White, Sondhi & Fried (2003)

⁷¹ Kilde: Johnsen og Kvaal (1999)

⁷² Kilde: Johnsen og Kvaal (1999)

kan en si at verdsettelse er uavhengig av graden av målefeil i budsjetterte regnskapstall, siden man kan verdsette selskapet på basis av budsjettert kontantstrøm uten periodisering og verdimåling. Argumentene for justering er at regnskapet kan inneholde store målefeil, og enhver justering av disse som er godt fundert vil være positivt for analysen. Målefeilene i regnskapet kan påvirke regnskapsanalysen som er med i grunnlaget for budsjetteringen, og derfor påvirker målefeil verdsettelsen indirekte.

Målet for justering er å oppnå en verdibasert regnskapsføring. Dette er så å si umulig, og må derfor karakteriseres som et mer prinsipielt mål. Man må derfor ha mer praktiske og realistiske mål for justeringen. Finansielle eiendeler og gjeld blir i større og større grad regnskapsført til virkelig verdi⁷³. Økt bruk av markedsverdier gjør det mer realistisk å ha verdibasert regnskapsføring som mål for justeringen finansielle eiendeler og gjeld. For driftsrelaterte eiendeler og gjeld finnes det sjeldne likvide markeder, og det vil derfor være vanskelig å justere til verdibasert regnskapsføring. Målet her bør derfor være å justere til korrekt historisk kost, for å få fram netto driftsrentabilitet.

5.4.1 Aktuelle justeringer

Det finnes en rekke justeringer som er mulig å gjøre det offentliggjorte regnskapet. Konsulentselskapet Stern Stewart & Co⁷⁴ har laget en lang liste over mulige justeringer ved utregningen av EVA (Economic Value Added, varemerke eiet av Stern Stewart)⁷⁵. Ifølge Stern Stewart bør både balansen og resultatet justeres mot korrekt historisk kost. I faget strategisk regnskapsanalyse (BUS424) er det foreslått en alternativ justering⁷⁶. Her mener man at netto driftseiendeler bør justeres mot korrekt historisk kost og netto finansiell gjeld bør justeres mot virkelig verdi. Resultatet bør normaliseres. Jeg velger å ta utgangspunkt i justeringene foreslått i BUS424 når jeg skal justere regnskapet til Expert.

I BUS424 er det foreslått en lang liste over aktuelle justeringer. Jeg vil nå gå nærmere inn på de justeringene jeg mener kan være aktuelle for Expert. De øvrige går jeg ikke inn på. I utgangspunktet mener jeg at det er svært vanskelig for ekstern analytiker å gjennomføre vesentlige justeringer på det offentliggjorte regnskapet, og er enig i prinsippet om at bare åpenbare målefeil bør justeres. Dette vil påvirke antallet justeringer jeg velger å gjennomføre.

⁷³ Jamfør RL §§ 5-8 og 5-9, og IAS 39

⁷⁴ Kilde: www.sternstewart.com

⁷⁵ Kilde: Young & O'Byrne (2000)

⁷⁶ Kilde: BUS424 – plansje 08-19 (K. H. Knivsfå)

5.4.2 Aktuelle justeringer for Expert⁷⁷

Pensjonskrav og pensjonsmidler

Pensjonskrav og pensjonsmidler bør vurderes til nåverdi, og pensjonskostnaden bør være endring i nåverdi i perioden, justert for unormale forhold. Regnskapsføring etter NGAAP og IFRS har en åpning for utjevning eller såkalt ”smoothing”. Reglene sier at dersom avkastningen på pensjonsfondet er mindre eller mer enn forventet, kan selskapet inntektsføre den forventede endringen i pensjonsfondet og ikke den faktiske. Mindreinntjening blir balanseført som eiendel, mens merinntjening blir balanseført som gjeld og avskrevet over gjenværende opptjeningstid. Dersom pensjonskravet øker på grunn av estimatendring, kan tapet balanseføres som gjeld og periodiseres over gjenværende opptjeningstid. Virkningen av disse reglene er at en ikke tar tap og gevinst med en gang, men periodiserer virkningen. Det kan argumenteres for at den utjevningen eller ”smoothingen” som skjer er en måte å justere for unormale forhold ved at verdien av pensjonsmidlene svinger.

Den aktuelle justeringen er altså her å balanseføre ikke-balanseført gjeld på grunn av ”smoothing”, for slik å få frem den virkelige verdien i balansen. For Expert utgjør dette justering for årene 2002 og 2003, og beløpene er ikke store. Jeg anser det likevel som relevant, og gjennomfører derfor justeringen. Selve justeringen, og virkningen av denne, er vist i neste avsnitt.

Opsjonslønn

En annen aktuell justering for Expert er balanseføring og periodisering av opsjonslønn. I 2002 startet Expert med et opsjonsprogram for ledende ansatte og nøkkelpersoner. En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe aksjer i selskapet på et fremtidig tidspunkt til en på forhånd fastsatt pris. Før ble ikke opsjoner regnskapsført, og de er da å regne for såkalt ”hidden dirty surplus”. Etter innføring av IFRS skal opsjoner regnskapsføres til virkelig verdi. For 2005 er altså opsjonene i Expert regnskapsførte, men ikke i årene før. Justeringen som er aktuell er altså å balanseføre og periodisere opsjonslønn for årene 2002 til 2004. Dette anser jeg som en vanskelig justering, da det er komplisert å vurdere verdien av opsjoner. Jeg velger derfor å ikke gjennomføre denne justeringen for Expert da det sannsynligvis vil medføre mer usikkerhet og ”støy”.

⁷⁷ Kilde: White, Sondhi & Fried (2003)

Goodwill

Goodwill oppstår ved oppkjøp av en virksomhet, og er differansen mellom anskaffelseskost og virkelig verdi av identifiserbare eiendeler og gjeld i virksomheten. Etter regnskapsloven skal goodwill balanseføres, og avskrives over forventet levetid etter en fornuftig avskrivningsplan dersom levetiden er begrenset. Etter IFRS skal ikke goodwill avskrives, men testes årlig for nedskrivning. Dersom verdien ikke har falt, blir balanseført goodwill altså som året før etter IFRS. Egengenerert goodwill blir ikke balanseført, og det er dette som er argumentet for å tilbakeføre avskrevet goodwill. Dersom selskapet genererer mye goodwill selv, bør kanskje ikke kjøpt goodwill avskrives for å kompensere for den egengenererte goodwillen. Denne justeringen er omdiskutert.

Expert har gjennom mange oppkjøp ervervet store mengder goodwill som er avskrevet. De balanseførte verdiene av goodwill for Expert utgjør ca halvparten av verdien av varige driftsmidler (inkludert goodwill). Akkumulerte avskrivninger av goodwill var 31.12.2005 på ca 220 millioner kroner, og ved en tilbakeføring av disse ville goodwill vært balanseført med ca 643 millioner kroner, noe som vil være ca 65 % av de varige driftsmidlene (inkludert goodwill). Til tross for at Expert har et sterkt merkenavn, mener jeg at de ikke genererer nok goodwill til at det er grunnlag for å tilbakeføre avskrivningene som er gjennomført. Dette selv om Expert ikke fant grunnlag for nedskrivning i 2005. Justeringen blir derfor ikke gjennomført.

Utsatt skatt

Utsatt skatt og utsatt skattefordel er i balansen ført til nominelle verdier. Den nominelle verdien er høyere enn nåverdien, altså er utsatt skatt og skattefordel overvurderte. Virkningen av dette er at egenkapitalen blir undervurdert dersom det er utsatt skatt, og overvurdert dersom det er utsatt skattefordel. Justeringen som gjøres er å nedjustere netto utsatt skatt for å få bedre samsvar med den neddiskonterte verdien. Denne justeringen er aktuell for Expert, og vil derfor bli gjennomført. Hvordan det gjøres, og virkningen av justeringen er vist i neste avsnitt.

Kreativ regnskapsføring

Kreativ regnskapsføring vil jeg ikke drøfte nærmere. Jeg kan ikke se at Expert har noen klare incentiver til kreativ regnskapsføring. Expert fremstår også som et solid og "stuerent" selskap med godt rykte.

5.4.3 Justering av Experts regnskap

Justering av pensjon

I notene for pensjon i årsrapporten til Expert for årene 2002 og 2003 er følgende presisert: ”Ved beregning av selskapets pensjonsforpliktelse pr. 31.12.2002 er det lagt til grunn lineær opptjening av fripoliser og utstedelse av fripoliser etter 12 måneder. Tidligere ble benyttet tradisjonell opptjening og 2 års opptjeningstid for utstedelse av fripoliser. Denne effekten utgjør pr. 1.1.2003 NOK 3,0 millioner og er i regnskapet behandlet som en planendring. Det innebærer at NOK 3,0 millioner er periodisert over gjennomsnittlig gjenværende opptjeningstid på 2,78 år.”⁷⁸ Planendringen er ført med 2 millioner kroner i 2002 og 1 million i 2003. Dette anser jeg som ikke balanseført gjeld på grunn av ”smoothing”. Justeringen jeg gjennomfører er vist i figur 5.17.

Balansen	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Virkelig verdi av pensjonskrav	63 682	73 698	88 051	59 245	64 980	59 379	67 794
- Virkelig verdi av pensjonsfond	66 148	110 272	103 751	48 128	54 875	58 171	61 947
= Netto pensjonskrav til virkelig verdi	(2 466)	(36 574)	(15 700)	11 117	10 105	1 208	5 847
- Ikke balanseført gjeld pga "smoothing"	-	-	-	2 000	1 000	-	-
= Balanseført netto pensjonskrav	(2 466)	(36 574)	(15 700)	9 117	9 105	1 208	5 847
<i>Virkning på:</i>							
Netto driftseiendeler før skatt	-	-	-	(2 000)	(1 000)	-	-
- Utsatt skatt	-	-	-	(560)	(280)	-	-
= Netto driftseiendeler	-	-	-	(1 440)	(720)	-	-
Egenkapital	-	-	-	(1 440)	(720)	-	-
Resultatet	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
<i>Virkning på:</i>							
Unormalt driftsresultat	-	-	-	(2 000)	1 000	1 000	-
- Endring i utsatt skatt	-	-	-	(560)	280	280	-
= Unormalt netto driftsresultat	-	-	-	(1 440)	720	720	-

Figur 5.17: Justering av pensjon

Virkingen av justeringen ser vi er at utsatt skatt reduseres med henholdsvis 560 000 kroner og 280 000 kroner i 2002 og 2003, og netto driftseiendeler og egenkapitalen reduseres med 1 440 000 kroner i 2002 og 720 000 kroner i 2003. Justeringen påvirker det unormale netto driftsresultatet med 1 440 000 kroner i 2002, og 720 000 kroner i 2003 og 2004.

Justering av utsatt skatt

Utsatt skatt er ifølge årsrapportene til Expert ikke neddiskontert til nåverdi. Nåverdien av latent skatt knyttet til varige driftsmidler som blir saldoavskrevet kan tilnærmes ved følgende

formel:

$$NUS' = \frac{gss}{gss + ndi} \times NUS$$

NUS' er netto utsatt skatt etter justering, gss er den gjennomsnittlige saldossatsen, ndi er beste estimat på underliggende internrente fra driften etter skatt og NUS er netto utsatt skatt før justering. Expert har mye av driftsmidlene i form av goodwill, men også en del inventer og bygninger. Jeg vurderer den gjennomsnittlige saldossatsen (gss) for Expert til skjønnsmessig å

⁷⁸ Kilde: Expert årsrapporter 2002 og 2003

være ca 15 %. Mitt beste estimat på underliggende internrente fra driften er 5 % basert på skjønn. Dette gjør at justeringsfaktoren for netto utsatt skatt blir 75 %. Justeringen er vist i figur 5.18.

Balansen	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Utsatt skatt	19 183	26 958	13 089	1 785	-	4 570	30 648
- Utsatt skattefordel	-	-	-	-	16 681	24 218	18 775
= Netto utsatt skatt	19 183	26 958	13 089	1 785	(16 681)	(19 648)	11 873
+ Virkning av å justere netto pensjonskrav	-	-	-	(560)	(280)	-	-
= Netto utsatt driftsskatt	19 183	26 958	13 089	1 225	(16 961)	(19 648)	11 873
* Justeringsfaktor	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %	75 %
= Justert netto utsatt driftsskatt	14 387	20 219	9 817	919	(12 721)	(14 736)	8 905
Virkning på:							
Netto driftseiendeler	4 796	6 740	3 272	306	(4 240)	(4 912)	2 968
Egenkapital	4 796	6 740	3 272	306	(4 240)	(4 912)	2 968
Resultatet	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Virkning på:							
Unormalt netto driftsresultat		1 944	(3 467)	(2 966)	(4 547)	(672)	7 880
= Unormalt nettoresultat til egenkapital		1 944	(3 467)	(2 966)	(4 547)	(672)	7 880

Figur 5.18: Justering av utsatt skatt

Justeringen får betydning alle årene. Virkningen på netto driftseiendeler er positiv i årene 1999 til 2002, samt i 2005, og negativ i 2003 og 2004. Størst er virkningen i 2000, der netto driftseiendeler og egenkapitalen øker med 6 740 000 kroner som følge av justeringen. Justeringen virker positivt inn på unormalt nettoresultat til egenkapitalen i 2000 og i 2005, mens den virket negativt inn i årene 2001 til 2004. Resultatvirkningen var størst i 2005 med en økning i unormalt nettoresultat til egenkapitalen på 7 880 000 kroner.

Oppsummering av justeringene

De gjennomførte justeringene og virkningene av dem er oppsummert i figur 5.19.

Nettoresultat	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Virkning av å justere netto pensjonskrav		-	-	(1 440)	720	720	-
+ Virkning av å justere netto utsatt skatt		1 944	(3 467)	(2 966)	(4 547)	(672)	7 880
= Virkning på fullstendig nettoresultat til EK		1 944	(3 467)	(4 406)	(3 827)	48	7 880
Egenkapital	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Virkning av å justere netto pensjonskrav		-	-	(1 440)	(720)	-	-
+ Virkning av å justere netto utsatt skatt	4 796	6 740	3 272	306	(4 240)	(4 912)	2 968
= Virkning på egenkapital	4 796	6 740	3 272	(1 134)	(4 960)	(4 912)	2 968

Figur 5.19: Oppsummering av justeringer

Som vi ser har justeringene ført til endringer alle årene både i balansen og resultatet. Endringene er ikke vesentlige med tanke på størrelsen på postene i det opprinnelige regnskapet, men de gir forhåpentligvis et mer korrekt bilde av underliggende økonomiske forhold i Expert. Flere justeringer kunne sikkert vært gjort, men jeg vurderer det dit hen at justeringer vurdert på et usikkert grunnlag kan gjøre tallene dårligere, og dermed virke mot sin hensikt.

5.4.4 Omgruppert og justert regnskap

Figur 5.20, 5.21, 5.22 og 5.23 viser henholdsvis omgruppert og justert resultatregnskap, balanse med fokus på sysselsattkapital, balanse med fokus på netto driftskapital og fri kontantstrøm til egenkapitalen. Regnskapet er nå klart til videre analyse.

Omgruppert og justert resultatoppstilling	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Salg av forbrukselektronikk	2 714 110	2 738 902	3 189 975	3 647 559	5 231 919	6 322 753
+ Salg av elektrotekniske produkter	-	-	-	-	-	-
+ Utleie av fast eiendom	124	1 330	15 686	30 947	32 997	30 860
+ Andre driftsinntekter	2 999	1 590	31 152	51 645	53 165	133 693
= Driftsinntekter	2 717 233	2 741 822	3 236 813	3 730 151	5 318 081	6 487 306
Vareforbruk	3 174 530	3 552 233	3 185 642	2 860 159	4 119 884	5 080 695
+ Lønn og andre personalkostnader	234 196	351 518	320 524	271 024	379 271	491 274
+ Andre salgs- og adm. kostnader	365 797	461 399	428 736	383 367	517 078	658 268
+ Ordinære avskrivninger	63 555	83 981	90 373	94 758	100 243	85 005
= Driftskostnader	2 592 264	2 611 317	3 143 205	3 609 308	5 116 476	6 315 242
Driftsresultat fra egen virksomhet	124 969	130 505	93 608	120 843	201 605	172 064
- Driftsrelatert skattekostnad	37 370	37 009	31 835	30 626	51 095	43 608
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	87 599	93 496	61 773	90 217	150 510	128 456
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	(2)	(1 167)	(3 960)	(6 565)	(15 622)	2 500
= Netto driftsresultat	87 597	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956
+ Netto finansinntekt	15 921	19 492	26 039	21 972	18 012	7 833
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	103 519	111 821	83 852	105 624	152 900	138 789
- Netto finanskostnad	26 835	50 228	46 450	32 001	10 604	12 625
= Nettoresultat til egenkapital	76 684	61 593	37 402	73 623	142 296	126 164
+ Unormalt netto driftsresultat	(1)	(11 655)	545	14 390	(15 597)	59 612
+ Unormalt netto finansresultat	11 341	10 050	27 100	2 316	(1 348)	9 158
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	88 023	59 988	65 047	90 329	125 351	194 934
- Netto betalt utbytte	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Endring i egenkapital	461 905	(22 724)	(84 841)	60 946	194 690	159 284

Figur 5.20: Omgruppert og justert resultatregnskap

Sysselsatt kapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	788 956	867 618	756 938	667 305	716 596	815 849
+ Driftsrelatert arbeidskapital	520 998	808 107	73 066	187 605	256 536	201 953
= Netto driftseiendeler	1 309 954	1 675 725	830 004	854 910	973 132	1 017 802
+ Finansielle eiendeler	289 616	170 057	287 472	392 825	433 708	488 102
= Sysselsatte eiendeler	1 599 570	1 845 782	1 117 476	1 247 735	1 406 840	1 505 904
Egenkapital	906 195	882 994	794 619	854 179	868 638	1 050 740
+ Minoritetsinteresser	-	476	4 010	5 396	185 626	162 808
+ Finansiell gjeld	693 375	962 312	318 847	388 160	352 576	292 356
= Sysselsatt kapital	1 599 570	1 845 782	1 117 476	1 247 735	1 406 840	1 505 904

Figur 5.21: Omgruppert og justert balanse med fokus på sysselsatt kapital

Netto driftskapital	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	788 956	867 618	756 938	667 305	716 596	815 849
+ Driftsrelatert arbeidskapital	520 998	808 107	73 066	187 605	256 536	201 953
= Netto driftseiendeler	1 309 954	1 675 725	830 004	854 910	973 132	1 017 802
Egenkapital	906 195	882 994	794 619	854 179	868 638	1 050 740
+ Minoritetsinteresser	-	476	4 010	5 396	185 626	162 808
+ Netto finansiell gjeld	403 759	792 255	31 375	(4 665)	(81 132)	(195 746)
= Netto driftskapital	1 309 954	1 675 725	830 004	854 910	973 132	1 017 802

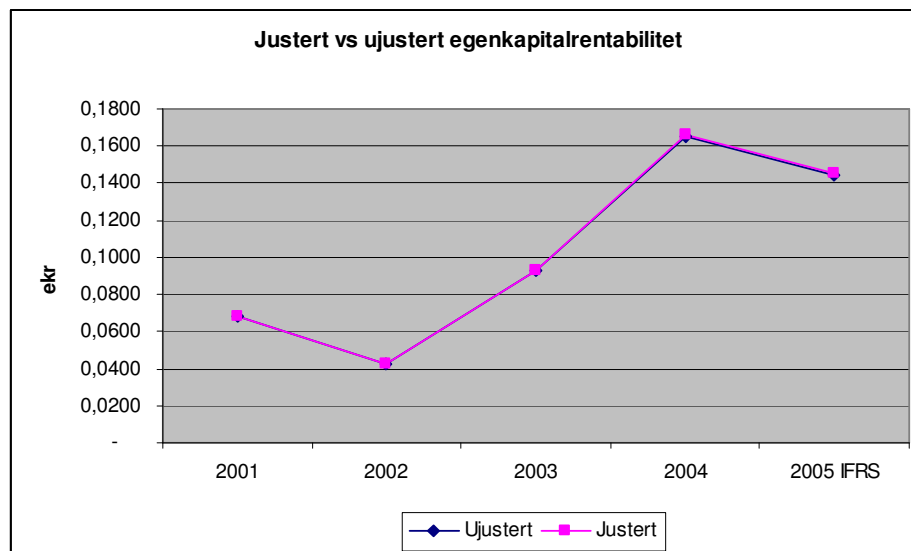
Figur 5.22: Omgruppert og justert balanse med fokus på netto driftskapital

Fri kontantstrøm	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Netto driftsresultat	87 597	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956
+ Unormalt netto driftsresultat	(1)	(11 655)	545	14 390	(15 597)	59 612
- Økning i netto driftseiendeler	400 125	365 772	(845 721)	24 906	118 222	44 670
= Fri kontantstrøm fra drift	(312 529)	(285 098)	904 079	73 136	1 069	145 898
+ Netto finansinntekter	15 921	19 492	26 039	21 972	18 012	7 833
+ Unormale netto finansinntekter	16 785	11 176	32 403	8 254	4 637	22 155
- Økning i finansielle eiendeler	137 434	(119 559)	117 415	105 353	40 883	54 394
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	(417 256)	(134 871)	845 106	(1 991)	(17 165)	121 492
- Netto finanskostnad	26 835	50 228	46 450	32 001	10 604	12 625
- Unormale netto finanskostnader	5 445	1 126	5 303	5 938	5 985	12 997
+ Økning i finansiell gjeld	75 654	268 937	(643 465)	69 313	(35 584)	(60 220)
= Fri kontantstrøm til egenkapital	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 338)	35 650
- Netto betalt utbytte	(373 882)	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Differanse	-	-	-	-	1	-

Figur 5.23: Omgruppert og justert kontantstrømsoppstilling

Justeringen påvirker ikke den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, men nettoperiodiseringen er endret. Avviket på 1 i 2004 skyldes mest sannsynlig avrundingsfeil i

rapporterte tall. Et viktig poeng er at justeringene kun påvirker det unormale nettoresultatet til egenkapitalen, og dermed bare fullstendig nettoresultat. Normalisert nettoresultat er dermed uforandret. Dette gjør at den normaliserte egenkapitalrentabiliteten kun forandres av endringer i egenkapitalen. Endringen i egenkapitalrentabiliteten er som vi ser i figur 5.24 minimal. Rentabiliteten er her for enkelhets skyld beregnet på inngående balanse.



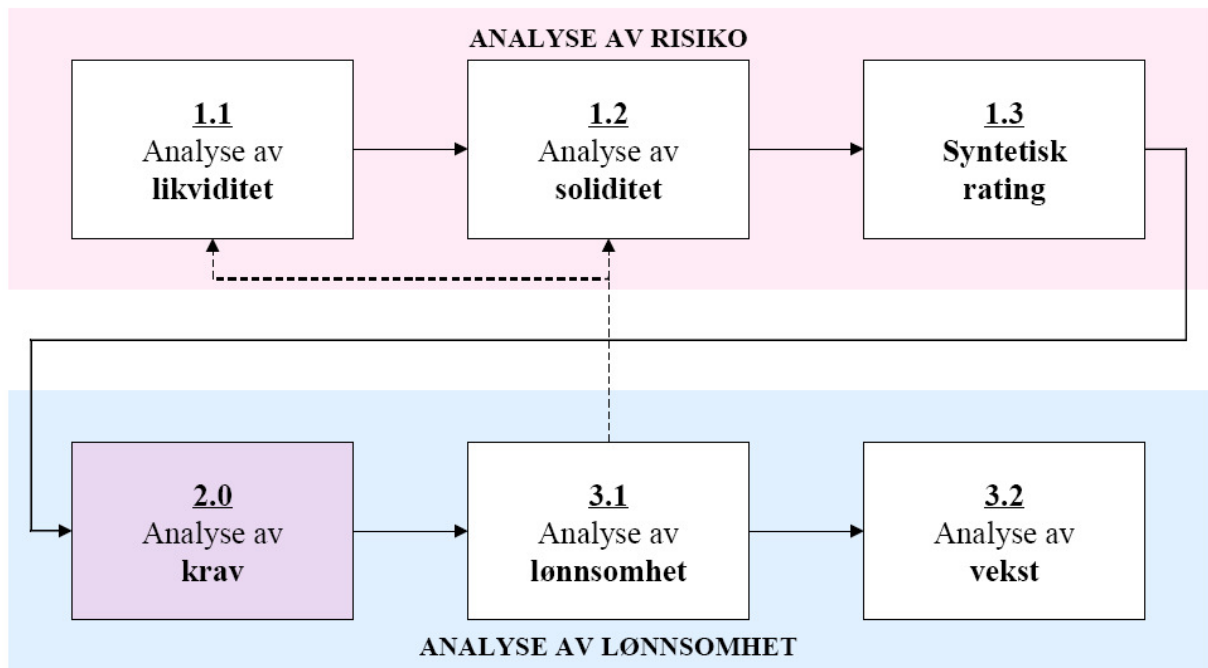
Figur 5.24: Justert vs ujustert egenkapitalrentabilitet (normalisert)

I fortsettelsen av oppgaven følger nå analyse av forholdstall. Denne analysen bygger på de omgrupperte og justerte tallene.

5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse⁷⁹

Et forholdstall er et relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir innsikt i underliggende forhold. Forholdstallanalysen kan deles i to hovedkategorier. Den ene er analyse av risiko, som omfatter analyse av likviditet (kortsiktig kredittrisiko) og soliditet (langsiktig kredittrisiko). Kredittrisikoen oppsummeres i en syntetisk rating. Den andre hovedkategorien av forholdstallsanalyse er analyse av lønnsomhet. Denne omfatter analyse av krav, lønnsomhet og vekst. Rammeverket er vist i figur 5.25.

⁷⁹ Kilde: Penman (2003) og White, Sondhi & Fried (2003)



Figur 5.25: Rammeverk for forholdstallsanalyse⁸⁰

Ved forholdstallsanalyse er det to ulike analyseteknikker som kan brukes. Den ene er tidsserieanalyse og den andre er bransjeanalyse. Man kan velge den ene av dem, eller man kan bruke begge. Tidsserieanalyse innebærer at forholdstallene blir analysert bakover i tid ved å se på tidstrenden i forhold til det tidsvektede snittet. Bransjeanalyse innebærer at forholdstallene blir analysert i forhold til de samme forholdstallene for den komparative bransjen.

Siden jeg ikke har komparative bransjetall, som nevnt tidligere, kommer jeg til å bruke tidsserieanalyse. På grunn av forholdsvis store endringer hos Expert de siste årene, blant annet på grunn av ekspansjon, velger jeg å legge mest vekt på de seneste årene. Vektingen for de ulike årene er skjønnsmessig fastsatt, og er vist i figur 5.26.

Tidsvekter	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Prosent	15 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Figur 5.26: Tidsvekter

I tillegg kommer jeg enkelte steder til å sammenligne forholdstall med handelsbransjen på Oslo Børs og børsen generelt.

⁸⁰ Kilde: BUS425 – plansje 09-5 (K. H. Knivsflå)

6.0 Analyse av risiko

Risikoen til et selskap kan deles opp i to komponenter; systematisk og usystematisk risiko. For veldiversifiserte egenkapitalinvestorer er det bare den systematiske risikoen som er relevant, fordi den usystematiske, selskapsspesifikke risikoen blir diversifisert bort. Men mange investorer er ikke veldiversifiserte, og diversifisering kan også være vanskelig å få til på grunn av imperfeksjoner i markedet. For disse er selskapsspesifikk risiko relevant, og det er derfor også relevant med regnskapsbasert risikoanalyse for å avdekke selskapsspesifikke risikofaktorer.

For kreditorer er selskapsspesifikk risiko alltid relevant. Den selskapsspesifikke risikoen påvirker kredittrisikoen, og gjennom forholdstallsanalyse kan man få innsikt om denne. Kredittrisiko vil si den faren som långivere har for at lånet pluss rentebetalinger blir misligholdt og dermed påfører långiverne tap. Kredittrisikoen er derfor en kostnad som långiverne må legge til lånerenten for å få kostnadsdekning.

6.1 Analyse av kortsiktig likviditetsrisiko

Målet med kortsiktig likviditetsanalyse er å undersøke om Expert har nok likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller. Tre ulike analyser er relevante; analyse av gjeldsdekning i balansen, analyse av gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm, og analyse av forfallsstruktur.

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Målet er å undersøke om Expert har nok midler til å dekke gjeld. Kortsiktig gjeldsdekning analyseres ved å se på likviditetsgrad. Likviditetsgrad 1 er driftsrelaterte og finansielle omløpsmidler dividert med kortsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld. Langsiktig gjeldsdekning analyseres ved å se på finansiell gjeldsdekningsgrad. Finansiell gjeldsdekningsgrad er finansielle eiendeler dividert med finansiell gjeld. Figur 6.1 og 6.2 viser henholdsvis likviditetsgrad 1 og finansiell gjeldsdekningsgrad for Expert.

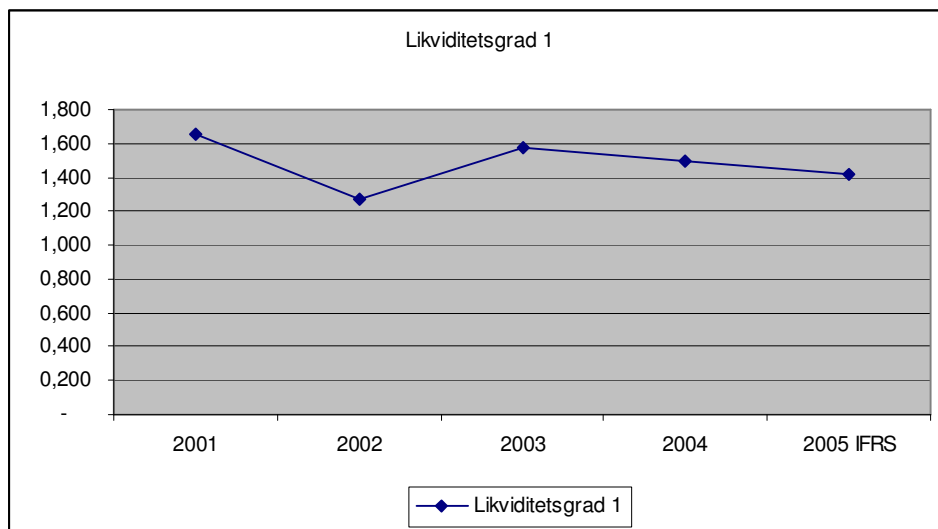
Likviditetsgrad		2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
*	Driftsrelatert likviditetsgrad	3,345	1,097	1,298	1,218	1,138	1,515
*	Vekt KDG i forhold til KG	0,467	0,974	0,932	0,972	0,997	0,895
+	Likviditetsgrad 2 (utradisjonell)	0,096	0,208	0,363	0,314	0,284	0,268
=	Likviditetsgrad 1	1,658	1,277	1,573	1,498	1,419	1,484

Figur 6.1: Likviditetsgrad 1

Finansiell gjeldsdekningsgrad		2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
	Finansiell gjeldsdekningsgrad	0,177	0,902	1,012	1,230	1,670	1,089

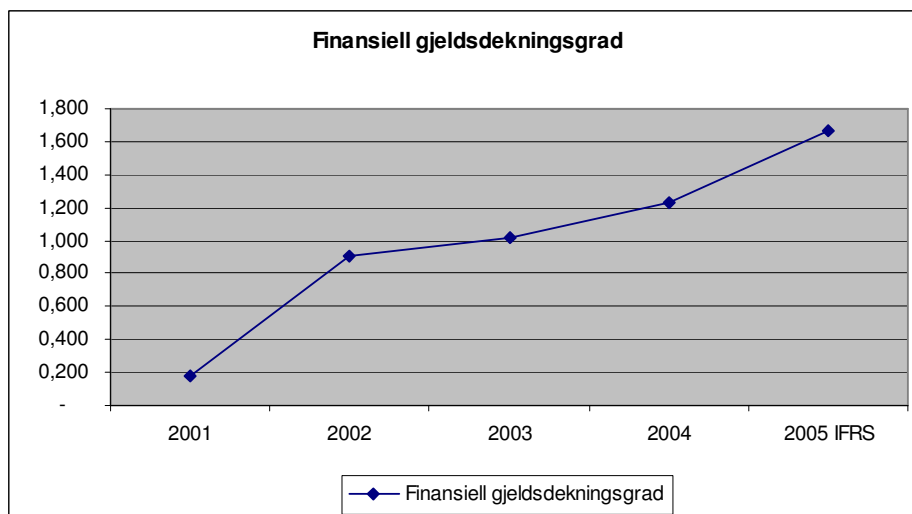
Figur 6.2: Finansiell gjeldsdekningsgrad

Likviditetsgrad 1 ligger på et forholdsvis lavt nivå for Expert. Det vektete snittet er 1,484 som er litt under medianen på Oslo Børs (2000 – 2004) som er på 1,545⁸¹. Medianen for handelsbransjen på Oslo Børs i årene 1993 – 2004 var på 1,755⁸². Utviklingen fra 2003 til 2005 har også vært negativ, noe som ikke er bra. Expert har altså en forholdsvis dårlig kortsiktig gjeldsdekning. Utviklingen over tid er vist i figur 6.3.



Figur 6.3: Likviditetsgrad 1

Den finansielle gjeldsdekningsgraden har utviklet seg positivt fra år til år, og det vektete snittet er på 1,089 som er blant den beste tredjedelen på Oslo Børs (2000 – 2004)⁸³. Dette viser at Expert har mye finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld, og den langsiktige gjeldsdekningen er god. Utviklingen over tid er illustrert i figur 6.4.



Figur 6.4: Finansiell gjeldsdekningsgrad

⁸¹ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 09-37)

⁸² Kilde: Oslo Børs 1993 – 2004: 2159 selskapsår (totale observasjoner) (BUS425 – plansje 09-32)

⁸³ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 09-40)

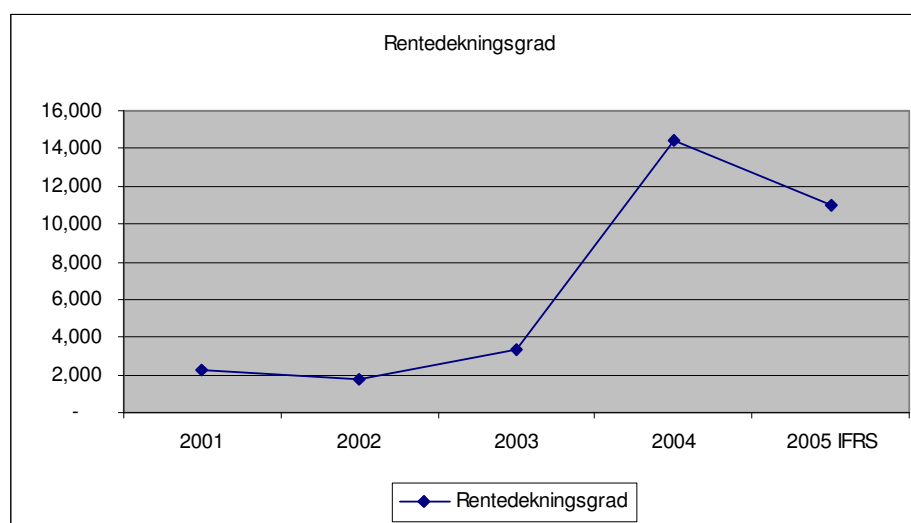
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom resultatet kan analyseres gjennom rentedekningsgrad. Rentedeckningsgrad er nettoresultat til sysselsatt kapital dividert med netto finanskostnad. I utregningen brukes normaliserte tall, siden disse antas å være best for konkursprediksjon for fremtiden. Et problem med rentedeckningsgrad er den ikke tar med dekning av avdrag, kun netto finanskostnad. Rentedeckningsgraden for Expert er vist i figur 6.5.

Rentedekningsgrad	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Rentedekningsgrad	2,226	1,805	3,301	14,419	10,993	7,618

Figur 6.5: Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden til Expert har utviklet seg meget positivt siden 2002, og det vektede snittet er på 7,618. Fra 2004 til 2005 har riktig nok rentedeckningsgraden utviklet seg negativt, men den er fortsatt på over 10, som er et høyt nivå. Til sammenligning er medianen på Oslo Børs for perioden 2000 – 2004 på 1,798⁸⁴. For handelsbransjen på Oslo Børs var medianen i årene 1999 – 2004 på 2,070⁸⁵, altså godt under Experts vektete snitt. Utviklingen i rentedeckningsgrad er vist i figur 6.6.



Figur 6.6: Rentedekningsgrad

Ved analyse av kontantstrøm er det spesielt to kontantstrømsoppstillinger som er relevante; forklaring av endring i likviditet og forklaring av behovet for opptak av finansiell gjeld. Disse oppstillingene er vist i figur 6.7 og 6.8.

⁸⁴ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 09-44)

⁸⁵ Kilde: Oslo Børs 1999 – 2004: 1412 selskapsår (totale observasjoner) (BUS425 – plansje 09-45)

Fokus på finansielle eiendeler	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Netto driftsresultat	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956
+ Unormalt netto driftsresultat	(11 655)	545	14 390	(15 597)	59 612
- Økning i netto driftseiendeler	365 772	(845 721)	24 906	118 222	44 670
= Fri kontantstrøm fra drift	(285 098)	904 079	73 136	1 069	145 898
- Netto finanskostnad	50 228	46 450	32 001	10 604	12 625
- Unormale netto finanskostnader	1 126	5 303	5 938	5 985	12 997
+ Økning i finansiell gjeld	268 937	(643 465)	69 313	(35 584)	(60 220)
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	(67 515)	208 861	104 510	(51 103)	60 056
- Netto betalt utbytte	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Fri kontantstrøm til fin. inv. fra drift	(150 227)	58 973	75 127	18 236	24 406
+ Netto finansinntekter	19 492	26 039	21 972	18 012	7 833
+ Unormale netto finansinntekter	11 176	32 403	8 254	4 637	22 155
= Endring i finansielle eiendeler	(119 559)	117 415	105 353	40 884	54 394
+ Finansielle eiendeler 01.01	289 616	170 057	287 472	392 825	433 708
= Finansielle eiendeler 31.12	170 057	287 472	392 825	433 709	488 102

Figur 6.7: Fri kontantstrøm med fokus på finansielle eiendeler

Som vi ser fra oppstillingen gikk finansielle eiendeler ned i 2001, men har i årene etter steget jevnt. Stigningen har vært noe lavere de to siste årene enn i 2002 og 2003. Det er positivt for Expert at kontantstrømmen fra drift til finansielle investeringer er positiv.

Fokus på finansiell gjeld	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Netto driftsresultat	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956
+ Unormalt netto driftsresultat	(11 655)	545	14 390	(15 597)	59 612
- Økning i netto driftseiendeler	365 772	(845 721)	24 906	118 222	44 670
= Fri kontantstrøm fra drift	(285 098)	904 079	73 136	1 069	145 898
+ Netto finansinntekter	19 492	26 039	21 972	18 012	7 833
+ Unormale netto finansinntekter	11 176	32 403	8 254	4 637	22 155
- Økning i finansielle eiendeler	(119 559)	117 415	105 353	40 883	54 394
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	(134 871)	845 106	(1 991)	(17 165)	121 492
- Netto betalt utbytte	82 712	149 888	29 383	(69 339)	35 650
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	(217 583)	695 218	(31 374)	52 174	85 842
- Netto finanskostnad	50 228	46 450	32 001	10 604	12 625
- Unormale netto finanskostnader	1 126	5 303	5 938	5 985	12 997
= Evne til å betale avdrag	(268 937)	643 465	(69 313)	35 585	60 220
Netto opptak av finansiell gjeld	268 937	(643 465)	69 313	(35 585)	(60 220)
+ Finansiell gjeld 01.01	693 375	962 312	318 847	388 160	352 576
= Finansiell gjeld 31.12	962 312	318 847	388 160	352 575	292 356

Figur 6.8: Fri kontantstrøm med fokus på finansiell gjeld

Negativ evne til å betjene lån betyr at man har behov for å ta opp finansiell gjeld. Vi ser at Expert spesielt i 2002 evnet å tilbakebetale mye finansiell gjeld, som sannsynligvis skyldes salg av Eilag Teknikk. Vi ser videre at de i 2004 og 2005 har kunnet betale tilbake henholdsvis ca 36 millioner kroner og ca 60 millioner kroner. Dette er positivt. Parallelt med at finansiell gjeld har gått ned i det siste, har også finansielle eiendeler økt som tidligere vist. Denne kombinasjonen er svært positiv, og er oppsummert i figur 6.4 lenger oppe.

6.1.3 Forfallsstruktur

Målet med å analysere forfallsstrukturen er å få frem faren for å få problemer i den nærmeste fremtiden på grunn av forfall av store lån. Rente- og avdragsdekningen i 2006 kan estimeres

ved å ta finansielle eiendeler i starten av året og legge til finansinntekten i 2006, og dividere denne summen på avdrag og rente på finansiell gjeld i 2006. Beregningen er vist i figur 6.9.

Fokus på finansiell gjeld		2006E
	Finansielle eiendeler 01.01	488 102
+	Finansinntekt i 2006	17 572
/	Renter og avdrag på finansiell gjeld i 2006	14 330
=	Rente- og avdragsdekning	35,3

Figur 6.9: Rente- og avdragsdekning i 2006

Finansinntekten i 2006 er beregnet som renteinntektene av de finansielle eiendelene i starten av året etter skatt. Rentesaften som er forutsatt er 5 % redusert med 28 % skatt. Avdrag på finansiell gjeld i 2006 har jeg forutsatt er lik kortsiktig finansiell gjeld fra regnskapet for 2005. Renten har jeg beregnet med samme rente som for finansinntekt. Grunnlaget er finansiell gjeld 1.1.2006. Som vi ser har Expert ingen problemer med å dekke renter og avdrag for 2006 og flere år fremover. Store investeringer i 1. kvartal 2006⁸⁶ kan gjøre at rente- og avdragsdekningen i realiteten er lavere enn estimatet, men det skulle uansett ikke være noen fare.

6.2 Analyse av langsiktig soliditetsrisiko

Målet med soliditetsanalyse er å finne ut om Expert har nok økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. Soliditetsanalyse kan deles inn i tre deler. De to første er analyse av egenkapitalprosent og analyse av kapitalstruktur gjennom statisk finansieringsanalyse. Den tredje delen er analyse av lønnsomhet, som jeg kommer tilbake til i neste kapittel.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Eventuelle tap i et selskap blir ført mot egenkapitalen. Derfor kan en si at egenkapitalen fungerer som en buffer som er en sikkerhet mot fremtidige tap. Det viktigste målet på soliditet er derfor egenkapitalprosent. Egenkapitalprosenten for Expert er beregnet som egenkapitalen pluss minoritetsinteressene pluss netto utsatt skatt, dividert med totalkapitalen. Netto utsatt skatt er lagt til fordi den utsatte skatten ikke vil bli betalt dersom Expert kommer til å gå med tap. Utregningen av egenkapitalprosenten er vist i figur 6.10.

Egenkapitalprosent	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Egenkapital	882 994	794 619	854 179	868 638	1 050 740	
+ Minoritetsinteressene	476	4 010	5 396	185 626	162 808	
+ Netto utsatt skatt	9 817	919	(12 721)	(14 736)	8 905	
/ Totalkapital	2 200 160	1 884 427	1 890 156	2 594 788	3 001 382	
= Egenkapitalprosent	40,6 %	42,4 %	44,8 %	40,1 %	40,7 %	41,6 %

Figur 6.10: Egenkapitalprosent

⁸⁶ Kilde: Expert kvartalsrapport 1. kvartal 2006

Som vi ser er det vektete snittet på 41,6 %. I 2003 var egenkapitalprosenten oppe i nesten 45 %, men har siden gått ned til i overkant av 40 % i 2004 og 2005. Dette er negativt, men det er positivt at den har styrket seg litt fra 2004 til 2005. Generelt kan det sies at egenkapitalprosenten er forholdsvis stabil over tid, men det vektete snittet ligger så vidt litt under medianen på Oslo børs for årene 2000 til 2004, som er på 42,3 %⁸⁷. For handelsbransjen er medianen på 38,6 %⁸⁸ som betyr at Expert er noe bedre enn snittet i bransjen.

6.2.2 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur analyseres gjennom statistisk finansieringsanalyse. En slik analyse viser hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt gjennom en finansieringsmatrise. Finansieringsmatrisen for Expert i 2005 er vist i figur 6.11.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	849 376	-	-	-	-	-	849 376
FAM	71 694	-	-	-	-	-	71 694
DOM	129 670	162 808	33 527	288 551	1 049 348	-	1 663 904
FOM	-	-	-	-	412 603	3 805	416 408
TK	1 050 740	162 808	33 527	288 551	1 461 951	3 805	3 001 382

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1,000	-	-	-	-	-	0,283
FAM	1,000	-	-	-	-	-	0,024
DOM	0,078	0,098	0,020	0,173	0,631	-	0,554
FOM	-	-	-	-	0,991	0,009	0,139
TK	0,350	0,054	0,011	0,096	0,487	0,001	1,000

Figur 6.11: Finansieringsmatrise for 2005

Den minst risikable finansieringen er egenkapital, mens kortsiktig finansiell gjeld er mest risikabel. Det betyr at jo raskere kurven går mot bunnen, jo mindre risikabel er finansieringen. For Expert ser vi at både driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) og finansielle anleggsmidler (FAM) er finansiert helt med egenkapital (EK). Driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) er finansiert 7,8 % av egenkapital, 9,8 % av minoritetsinteresser (MI), 1,1 % av langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG), 17,3 % av langsiktig finansiell gjeld (LFG) og 63,1 % av kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG). Finansielle omløpsmidler (FOM) er finansiert 99,1 % av kortsiktig driftsrelatert gjeld og 0,9 % av kortsiktig finansiell gjeld (KFG). I sum viser dette at Expert har god soliditet og har lite risikabel finansiering.

⁸⁷ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 09-64)

⁸⁸ Kilde: Oslo Børs 1993 – 2004: 2263 selskapsår (totale observasjoner) (BUS425 – plansje 09-65)

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

Resultatet av risikoanalysen kan oppsummeres i syntetisk rating. Dette betyr at man plasserer selskapet i en risikoklasse basert på forholdstallsanalyse, spesielt likviditets- og soliditetsanalyse. Det finnes flere selskaper som spesialiserer seg på kredittrating. Standard & Poors⁸⁹ og Moody's⁹⁰ er to av de mest kjente. Ratingklassene S&P bruker er fra AAA (best) til D (dårligst). Den mest vanlige ratingen er BBB. Til hver ratingklasse angis det en årlig konkurssansynlighet, det vil sannsynligheten for at selskapet går konkurs innen ett år ved gitt ratingklasse.

Den syntetiske ratingen av Expert vil basere seg på fire forholdstall; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet er netto driftsresultat dividert med netto driftskapital, for enkelhets skyld her beregnet på inngående balanse. Utregningen av netto driftsrentabilitet er vist i figur 6.12 og den syntetiske ratingen er vist i figur 6.13.

Netto driftsrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Netto driftsresultat	92 329	57 813	83 652	134 888	130 956	
/ Netto driftskapital 01.01	1 309 954	1 675 725	830 004	854 910	973 132	
= Netto driftsrentabilitet	7,0 %	3,5 %	10,1 %	15,8 %	13,5 %	10,9 %

Figur 6.12: Netto driftsrentabilitet

Syntetisk rating	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Likviditetsgrad 1	BBB-	BB+	BBB/BB	BBB/BB	BB/BBB	BBB/BB
Rentedekningsgrad	BBB+	BBB/BB	A-	AAA-	AA/AAA	AA+
Egenkapitalprosent	BBB/BB	BBB-	BBB	BBB/BB	BBB/BB	BBB/BB
Netto driftsrentabilitet	BB	B-	BBB+	A/BBB	A/BBB	BBB+
Gjennomsnittsrating	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB

Figur 6.13: Syntetisk rating

Jeg har valgt å ”runde av” gjennomsnittsratingen til ”hel” ratingklasse. Dette er gjort basert på skjønn. For 2005 er det rimelig å fastsette ratingklassen til Expert til BBB. Dette gir en konkurssansynlighet på ca 0,37 % i 2006.

6.4 Analyse av krav

Et avkastningskrav kan brukes på to måter. For det første er det en målestokk for rentabilitet. Rentabiliteten i et selskap blir sammenlignet med tilhørende krav, og selskapet er kun lønnsomt dersom rentabiliteten er høyere enn kravet. Investorer vil sette avkastningskravet slik at de får minst like stor avkastning som på tilsvarende investeringer, etter at de har tatt

⁸⁹ Kilde: <http://www2.standardandpoors.com/>

⁹⁰ Kilde: <http://www.moody.com/>

hensyn til den risikoen som ligger i investeringen. For det andre kan avkastningskrav brukes som en diskonteringsrente for å flytte verdier fra en periode til en annen.

6.4.1 Egenkapitalkravet

Kravet til avkastning på egenkapitalen kan beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen⁹¹. Forutsetningen i denne modellen er at kapitalmarkedet er perfekt slik at kun systematisk risiko er relevant. Ved å legge til en illikviditetspremie som kompenserer for usystematisk risiko får vi en modell som ser slik ut: $ekk = r_f + \beta_{EK}(r_m - r_f) + ilp$. Ekk er egenkapitalkravet, r_f er risikofri rente, β_{EK} er egenkapitalbetaen som er et mål på systematisk risiko, r_m er markedsavkastningen og ilp er illikviditetspremien. I fortsettelsen går jeg nærmere inn på de ulike komponentene i egenkapitalkravet.

Egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt. Den risikofrie renten ved utregning av egenkapitalkravet må derfor være nominell etter skatt. Et mål på denne renten er 3 måneders effektiv NIBOR-rente⁹² med fradrag av en risikopremie på 10 % og etter 28 % skatt. Figur 6.14 viser utregningen av risikofri rente etter skatt for årene 2001 til 2005.

Risikofri rente	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
3 måneders effektiv NIBOR-rente	0,075	0,072	0,042	0,020	0,023	0,046
- 10 % risikopremie	0,008	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,068	0,065	0,038	0,018	0,021	0,042
- 28 % skatt	0,019	0,018	0,011	0,005	0,006	0,012
= Risikofri rente etter skatt	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,030

Figur 6.14: Risikofri rente etter skatt

Den risikofrie renten etter skatt over perioden er 3,0 %. Merk at dette er vanlig gjennomsnitt og ikke tidsvektet. De to siste årene har renten som vi ser vært veldig lav. Den er nå på vei opp igjen mot normalt nivå.

Risikopremien til markedet er markedsavkastningen minus risikofri rente. Denne må også beregnes nominelt etter skatt. En måte å beregne denne på er å bruke risikopremien på Oslo Børs på kort og lang sikt. I det langsiktige perspektivet brukes tall fra 1958 – 2005. Det kortsiktige bruke tall fra 1995 – 2005. De to perspektivene vektet med henholdsvis 2/3 og 1/3 ved beregning av risikopremien. Beregningen er vist i figur 6.15.

⁹¹ Kilde: Brealey, Myers & Marcus (2004)

⁹² Kilde: <http://www.norgesbank.no/stat/renter/renter.html>

	Risikopremie	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
2/3	Årlig risikopremie 1958-t	0,045	0,036	0,047	0,055	0,065	0,050
1/3	Årlig risikopremie 1995-t	0,037	-	0,005	0,052	0,062	0,031
→	Risikopremie	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,043

Figur 6.15: Risikopremie etter skatt⁹³

Risikopremien etter skatt over perioden er estimert til å være 4,3 %. Professor Thore Johnsen ved NHH har ut fra tall fra 1900 til 2005 beregnet en gjennomsnittlig risikopremie etter skatt på 5,0 %⁹⁴. Periodens risikopremie ligger da litt under det historiske gjennomsnittet, noe som blant annet skyldes det lave rentenivået de siste årene.

Egenkapitalbetaen til Expert kan estimeres på basis av historiske kursdata, siden Expert har vært børsnotert i hele perioden. Betakalkulatoren til Børsprosjektet NHH gir en ujustert beta for Expert på 0,86⁹⁵. Estimateret er basert på 60 månedlige observasjoner. Betaestimateret er usikkert, og bør derfor justeres⁹⁶ mot markedsbetaen som er 1. Betaestimateret vektet med 2/3 mens markedsbetaen vektet med 1/3. Det justerte betaestimateret er da 0,907. Til sammenligning oppgir Dagens Næringsliv en beta for Expert på 0,95 (22.6.2006)⁹⁷. Dagens Næringslivs beta baseres på ukesavkastningen de siste 12 månedene.

Illikviditetspremien er et tillegg i egenkapitalkravet som skal korrigere for markedssvikt. Expert er notert på OB Match-listen på Oslo Børs, som er listen for middels likvide aksjer. Selv om den Expert-aksjen er regnet som middels likvid på børsen, mener jeg at den som børsnotert aksje er tilstrekkelig likvid til at illikviditetspremien settes til 0 %.

Alle komponentene til utregning av egenkapitalkravet er nå estimert, og kravet til egenkapitalen for perioden kan dermed finnes. Kravet for det enkelte år i perioden kan ikke estimere ennå, fordi vi ikke har egenkapitalbetaen for det enkelte år. Egenkapitalkravet for perioden er: $ekk_{01-05} = 0,030 + 0,907 \cdot 0,043 + 0,000 = 0,069$.

Minoritetsinvesteringer er egenkapitalinvesteringer som ofte er "låst inne", og derfor mindre likvide enn majoriteten. Kravet til minoriteten er derfor lik egenkapitalkravet med tillegg for en ekstra illikviditetspremie. For Experts vedkommende vurderer jeg denne ekstra

⁹³ Kilde: Oslo Børs, trimmet gjennomsnittlig realisert risikopremie (de 10 % høyeste og 10 % laveste premiene over perioden er fjernet) (BUS425 – plansje 10-23)

⁹⁴ Kilde: Professor Thore Johnsen, NHH (BUS425 – plansje 10-24)

⁹⁵ Kilde: Børsprosjektet NHH: <http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/default.aspx>

⁹⁶ Kilde: Merrill Lynch: <http://www.ml.com/>

⁹⁷ Kilde: Dagens Næringsliv 22.6.2006

illikviditetspremien skjønnsmessig til å være 2 %. Dette gjør at minoritetskravet for perioden er: $mik_{01-05} = 0,069 + 0,020 = 0,089$.

6.4.2 Krav til netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld blir fastsatt gjennom vekting mellom kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler. En vanlig forutsetning å ta er at beta til netto finansiell gjeld er lik 0. Dette fordi en antar at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, og slik går i null. Beta til finansiell gjeld finnes gjennom vektig mellom netto finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Beta til finansielle eiendeler finnes gjennom vekting mellom kontanter, fordringer og investeringer. Her forutsetter man at kontanter er risikofrie (beta lik 0), fordringer er risikofrie etter avsetning for tap (beta lik 0) og finansielle investeringer har risiko lik markedet (beta lik 1). Utrekning av finansielle betaverdier for Expert er vist i figur 6.16.

Finansielle betaverdier	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Finansiell gjeldsbeta	0,018	0,001	0,001	0,002	0,118	0,028
* Finansiell gjeldsvekt	1,215	10,162	(83,207)	(4,346)	(1,494)	(15,534)
- Finansiell eiendelsbeta	0,104	0,002	0,001	0,001	0,071	0,036
* Finansiell eiendelsvekt	0,215	9,162	(84,207)	(5,346)	(2,494)	(16,534)
= Netto finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-
* Kontantvekt	0,318	0,563	0,624	0,877	0,853	0,647
+ Fordringsbeta	-	-	-	-	-	-
* Fordringsvekt	0,578	0,435	0,375	0,122	0,076	0,317
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,104	0,002	0,001	0,001	0,071	0,036
= Finansiell eiendelsbeta	0,104	0,002	0,001	0,001	0,071	0,036

Figur 6.16: Finansielle betaverdier

Som vi ser er det veldig lave betaverdier både for finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Når vi har betaverdiene kan vi regne ut kravene til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

Kravet til finansiell gjeld regnes ut ved følgende formel: $fgk = r_f + \beta_{FG}(r_m - r_f) + krp$. Kravet regnes ut etter skatt. Her er $r_m - r_f$ markedets risikopremie etter skatt og krp er kredittrisikopremien for gitt ratingklasse⁹⁸. En rating på BBB gir en kredittrisikofaktor på 0,4, mens en rating på BB gir en kredittrisikofaktor på 0,6. Kredittrisikopremien er kredittrisikofaktoren multiplisert med risikofri rente etter skatt. I den risikofrie renten etter skatt er det forutsatt at det er innbakt et administrasjonstillegg. Beregningen for kravet til finansiell gjeld for Expert er vist i figur 6.17.

⁹⁸ Jamfør syntetisk rating, avsnitt 6.3

Finansielt gjeldskrav	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Syntetisk rating	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,030
+ Premie for systematisk risiko	0,001	0,000	0,000	0,000	0,008	0,002
+ Premie for kredittrisiko	0,019	0,028	0,011	0,005	0,006	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,069	0,075	0,038	0,018	0,028	0,046

Figur 6.17: Finansielt gjeldskrav

Gjennomsnittlig gjeldskrav over perioden er på 4,6 %. Dette skyldes hovedsakelig den svært lave betaverdien som gir tilnærmet null i premie for systematisk risiko. Spesielt de to siste årene har også renten vært lav, noe som gir seg utslag også i gjeldskravet.

Kravet til finansielle eiendeler finnes slik: $fek = v \cdot r_f + w \cdot k_{FOR} + (1 - v - w) \cdot r_m$. Her er v andel kontanter, w andel fordringer og $(1 - v - w)$ er andel investeringer, og k_{FOR} er risikofri rente pluss kredittrisiko premien. Finansielt eiendelskrav for Expert er vist i figur 6.18.

Finansielt eiendelskrav	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Kontantkrav	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,030
* Kontantvekt	0,318	0,563	0,624	0,877	0,853	0,647
+ Finansielt fordringskrav	0,068	0,075	0,038	0,018	0,021	0,044
* Finansiell fordringsvekt	0,578	0,435	0,375	0,122	0,076	0,317
+ Investeringskrav	0,091	0,071	0,060	0,067	0,079	0,074
* Investeringsvekt	0,104	0,002	0,001	0,001	0,071	0,036
= Finansielt eiendelskrav	0,064	0,059	0,031	0,014	0,020	0,038

Figur 6.18: Finansielt eiendelskrav

Expert har lavt finansielt eiendelskrav. Snittet over perioden er på 3,8 %. Dette kommer av at størsteparten av de finansielle eiendelene er kontanter, og at veldig lite er i investeringer. Også her har kravet vært lavest de siste årene på grunn av det lave rentenivået.

Når jeg nå har funnet både finansielt gjelds- og eiendelskrav, kan jeg ved å bruke vekting finne kravet til netto finansiell gjeld for Expert. Utregningen av dette er vist i figur 6.19.

Netto finansielt gjeldskrav	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Finansielt gjeldskrav	0,069	0,075	0,038	0,018	0,028	0,046
* Finansiell gjeldsvekt	1,215	10,162	(83,207)	(4,346)	(1,494)	(15,534)
- Finansielt eiendelskrav	0,064	0,059	0,031	0,014	0,020	0,038
* Finansiell eiendelsvekt	0,215	9,162	(84,207)	(5,346)	(2,494)	(16,534)
= Netto finansielt gjeldskrav	0,070	0,220	(0,535)	(0,006)	0,007	(0,049)

Figur 6.19: Krav til netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld varierer mye, og har til og med negative verdier i to av årene. Dette gjør dem vanskelig å tillegge noen fornuftig tolkning. Kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler virker derimot rimelige.

6.4.3 Selskapskrav

Kravet til netto driftskapital finnes ved vekting med egenkapitalen, minoriteten og netto finansiell gjeld. Beta til netto driftskapital finnes ved tilsvarende vekting, og man forutsetter da at beta til minoriteten er lik egenkapitalbetaen. Utrekning av betaverdien er vist i figur 6.20. I utgangspunktet finner man da kun den gjennomsnittlige betaverdien for perioden, siden man ikke har egenkapitalbeta for de enkelte årene. Men ifølge Miller – Modiglianis første teorem⁹⁹ er verdien av selskapskapitalen uavhengig av finansieringen. Her antar jeg at netto driftskapital er et passende mål på selskapskapitalen, og Miller – Modiglianis teorem gjelder. Dette betyr at beta til netto driftskapital er konstant over alle årene. Figur 6.20 viser derfor også egenkapitalbeta for de enkelte årene.

Netto driftsbeta	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Egenkapitalbeta	1,641	0,899	0,861	0,799	0,726	0,907
* Egenkapitalvekt	0,527	0,957	0,999	0,893	1,032	0,882
+ Minoritetsbeta	1,641	0,899	0,861	0,799	0,726	0,907
* Minoritetsvekt	0,000	0,005	0,006	0,191	0,160	0,072
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,473	0,038	(0,005)	(0,083)	(0,192)	0,046
= Netto driftsbeta	0,865	0,865	0,865	0,865	0,865	0,865

Figur 6.20: Netto driftsbeta

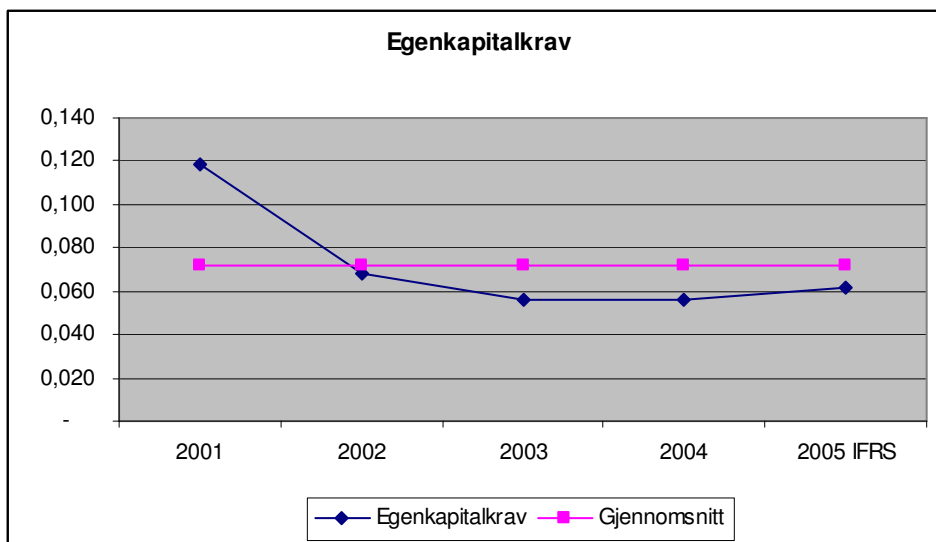
Netto driftsbeta for Expert blir som vi ser 0,865, og er konstant alle årene. Når jeg nå har funnet egenkapitalbetaen for de enkelte årene, kan jeg også finne egenkapitalkravet hvert enkelt år. Dette er vist i figur 6.21.

Egenkapitalkrav	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Risikofri rente etter skatt	0,049	0,047	0,027	0,013	0,015	0,030
+ Justert beta	1,641	0,899	0,861	0,799	0,726	0,985
* Risikopremie etter skatt	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,043
+ Illikviditetspremie	-	-	-	-	-	-
= Egenkapitalkrav	0,118	0,068	0,056	0,056	0,061	0,072
+ Ekstra illikviditetspremie for minoriteten	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,138	0,088	0,076	0,076	0,081	0,092

Figur 6.21: Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Som vi ser er gjennomsnittlig egenkapitalbeta over perioden nå på 0,985, noe som er litt høyere enn det første estimatet. Gjennomsnittlig egenkapitalkrav er 7,2 %, som også er litt høyere enn det som først var beregnet. Vi ser videre at kravet de siste tre årene har ligget mellom 5,6 % og 6,1 %, altså relativt stabilt. Det lave rentenivået er hovedgrunnen til at kravet er lavere de siste årene enn for eksempel i 2001. Minoritetskravet er som vi ser to prosentpoeng høyere enn egenkapitalkravet. Figur 6.22 viser utviklingen av egenkapitalkravet over perioden.

⁹⁹ Kilde: Brealey, Myers & Marcus (2004)

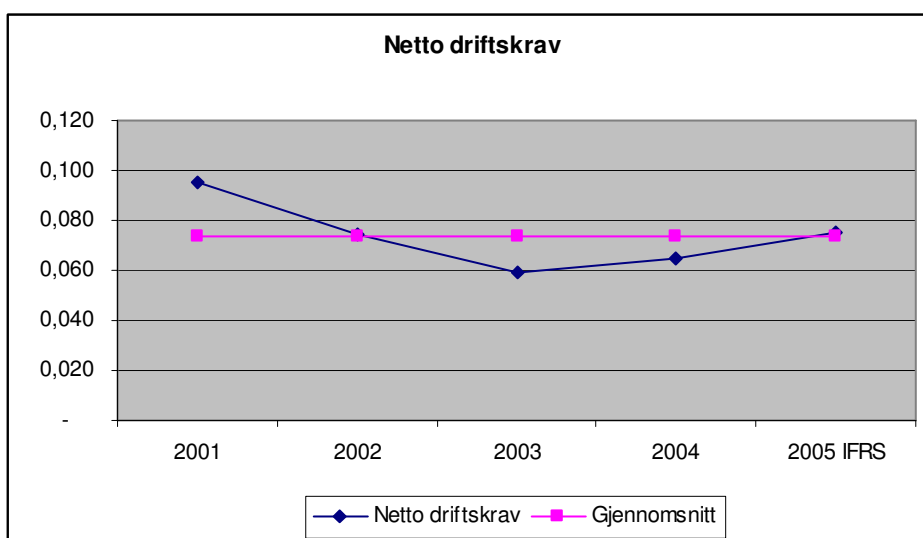


Figur 6.22: Egenkapitalkravet i forhold til gjennomsnittet over perioden

Netto driftskravet beregnes som tidligere nevnt ut fra vekting. Beregningen er vist i figur 6.23, og utviklingen over tid er vist i figur 6.24.

Netto driftskrav	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Egenkapitalkrav	0,118	0,068	0,056	0,056	0,061	0,072
* Egenkapitalvekt	0,527	0,957	0,999	0,893	1,032	0,882
+ Minoritetskrav	0,138	0,088	0,076	0,076	0,081	0,092
* Minoritetsvekt	0,000	0,005	0,006	0,191	0,160	0,072
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,070	0,220	(0,535)	(0,006)	0,007	(0,049)
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,473	0,038	(0,005)	(0,083)	(0,192)	0,046
= Netto driftskrav	0,095	0,074	0,059	0,065	0,075	0,074

Figur 6.23: Netto driftskrav



Figur 6.24: Netto driftskrav i forhold til gjennomsnittet over perioden

Som vi ser har netto driftskravet steget mot gjennomsnittet over perioden fra 2003 til 2005. Dette til tross for det lave rentenivået. Årsaken til dette er nok først og fremst at Expert i 2004

og 2005 har vesentlig større andel minoritetsinteresser enn tidligere år. Eller ser vi at netto driftskravet ligger så vidt over egenkapitalkravet i alle år bortsett fra 2001.

Jeg har nå funnet en teoretisk målestokk for hva rentabiliteten til Expert bør være. Neste steg i prosessen blir nå å analysere lønnsomheten til Expert.

7.0 Analyse av lønnsomhet og vekst

Rentabiliteten til en kapital forteller hvor mye avkastningen på kapitalen er i prosent. Den gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom selskaper. Dersom rentabiliteten til kapitalen er større en tilsvarende krav, har man superrentabilitet. Superrentabilitet er en forutsetning for lønnsomhet, og er et signal om at selskapet har hatt en strategisk fordel i perioden med superrentabilitet.

I rentabilitetsanalysen er det best å bruke normaliserte tall. Dette fordi de normaliserte tallene er mest relevant for budsjettering og fremskrivning, siden disse tallene er mer fremoverskuende. Det brukes også selvsagt justerte tall. Kravene som er utarbeidet i forrige kapittel er basert på etterskuddsrente. For at kravet og rentabiliteten skal kunne sammenlignes, må også rentabiliteten beregnes med etterskuddsrente. Dette gjøres ved å bruke gjennomsnittlig kapital gjennom året redusert med den opptjente kapitalen gjennom resultatet i løpet av året.

7.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten til Expert er regnet ut ved følgende formel:

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

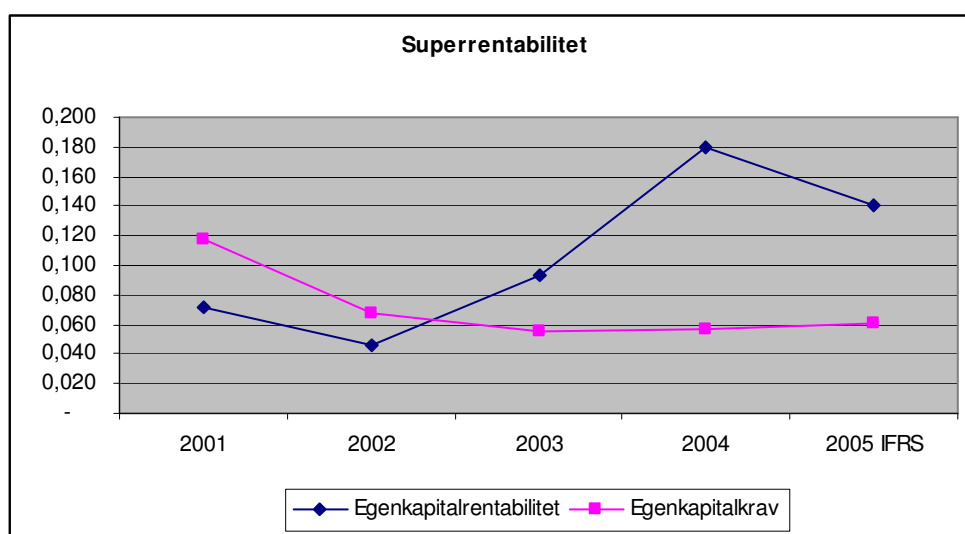
Forutsetningen for formelen er at netto betalt utbytte blir betalt ut midt i perioden. Egenkapitalrentabiliteten til Expert, og sammenligningen med egenkapitalkravet, er vist i figur 7.1.

Superrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Egenkapitalrentabilitet	0,071	0,046	0,093	0,180	0,141	0,116
- Egenkapitalkrav	0,118	0,068	0,056	0,056	0,061	0,068
= Superrentabilitet på egenkapitalen	(0,047)	(0,023)	0,038	0,124	0,079	0,048

Figur 7.1: Egenkapitalrentabilitet og superrentabilitet

Vi ser at Expert ikke klarte kravet i 2001 og 2002, og den negative superrentabiliteten viser at det var to ulønnsomme år. I årene 2003 til 2005 har de klart kravet med god margin, og generert en superprofitt på 12,4 % i 2004 og 7,9 % i 2005. Dette er meget gode tall. Det lave rentenivået og optimisme i økonomien har nok bidratt mye til de gode tallene. Egenkapitalrentabiliteten de to siste årene her på henholdsvis 18,0 % og 14,1 %, noe som tilsier at Expert har vært meget lønnsom, og generert superrentabilitet selv om kravet skulle være vesentlig høyere. Vektet over perioden er egenkapitalrentabiliteten 11,6 %, noe som

tilsier en superrentabilitet på 4,8 %. I perioden 2000 til 2004 var medianen til den normaliserte egenkapitalrentabiliteten på Oslo Børs 5,7 %¹⁰⁰. Expert ligger altså godt over børssnittet. Til sammenligning med den normaliserte egenkapitalrentabiliteten kan det nevnes at Expert hadde en fullstendig egenkapitalrentabilitet over perioden på 14,1 %. Den faktiske lønnsomheten i perioden har altså vært enda bedre. Tilsvarende median på Oslo Børs for 2000 til 2004 var på 5,0 %¹⁰¹. For handelsbransjen på Oslo Børs er medianen på normalisert egenkapitalrentabilitet 8,1 %¹⁰². Expert ligger altså også godt over snittet i bransjen. Superrentabiliteten til Expert over perioden er illustrert i figur 7.2.



Figur 7.2: Egenkapitalrentabilitet og -krav over perioden

7.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

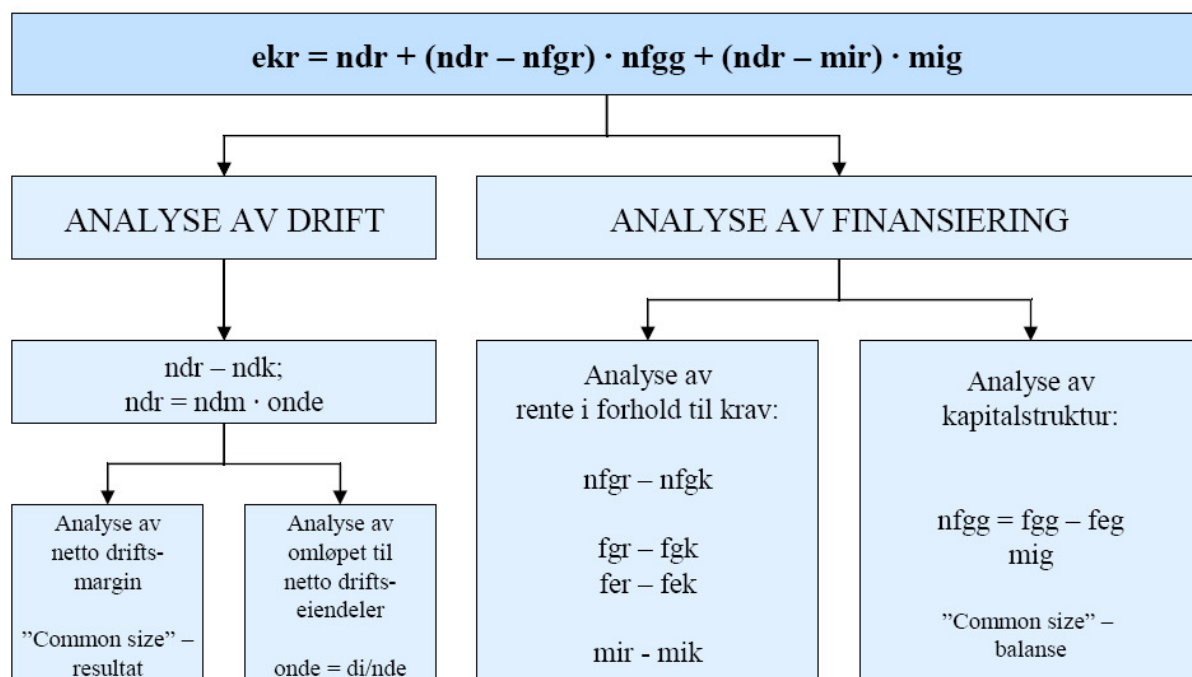
Egenkapitalrentabiliteten består av flere komponenter. For å få innsikt i hvor Expert skaper egenkapitalrentabiliteten, skal jeg dekomponere den. En måte å gjøre det på er å dele den opp etter forretningsområde. På grunn av manglende data gjør jeg ikke det for Expert. Den andre måten å dele den opp på, er å dekomponere den i drift og finansiering¹⁰³. Dette er metoden jeg velger å bruke, og dekomponeringen skal skje i forhold til netto driftsrentabilitet, som skiller best mellom drift og finansiering. Rammeverket for dekomponering av egenkapitalrentabiliteten er vist i figur 7.3.

¹⁰⁰ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004 (BUS425 – plansje 11-22)

¹⁰¹ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004 (BUS425 – plansje 11-22)

¹⁰² Kilde: Oslo Børs 1993 – 2004: 2257 selskapsår (totale observasjoner) (BUS425 – plansje 11-24)

¹⁰³ Kilde: Penman (2003)



Figur 7.3: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet – NDK-metoden¹⁰⁴

De ulike delene av dekomponeringen kommer senere i kapitlet. Som vi ser øverst i figuren er egenkapitalrentabiliteten lik netto driftsrentabiliteten pluss virkningen av finansiell gearing $((ndr - nfgr) \cdot nfgg)$ og virkningen av minoritetsgearing $((ndr - mir) \cdot mig)$. Utregningen av sammenhengen for Expert er vist i figur 7.4.

	Egenkapitalrentabilitet	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
	Netto driftsrentabilitet	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
+	Netto finansiell gearing	0,007	(0,002)	(0,012)	0,001	(0,027)	(0,008)
+	Minoritetsgearing	0,000	0,000	0,001	0,019	0,027	0,012
=	Egenkapitalrentabilitet	0,071	0,046	0,093	0,180	0,141	0,116

Figur 7.4: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Som vi ser er det netto driftsrentabiliteten som bidrar mest til egenkapitalrentabiliteten over perioden med et vektet snitt på 11,3 %. Netto finansiell gearing bidrar negativt over perioden, men dette er minimalt. Minoritetsgearing bidrar positivt i 2004 og 2005, på grunn av forholdsvis høy andel minoritetsinteresser disse årene. Generelt kan en si at netto driftsrentabiliteten til Expert har utviklet seg positivt siden 2002. Den har riktignok godt litt ned fra 15,9 % i 2004, men er fortsatt på et høyt nivå i 2005, 14,1 %.

7.2.1 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er regnet ut med tilsvarende formel som for egenkapitalrentabiliteten, men nettoresultatet til egenkapitalen er byttet ut med netto driftsresultat, og egenkapitalen er

¹⁰⁴ Kilde: BUS425 – plansje 11-39 (K. H. Knivsflå)

byttet ut med netto driftskapital. I analyse av netto driftsrentabilitet kan denne splittes opp i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Denne dekomponeringen er for Expert vist i figur 7.5.

Netto driftsrentabilitet		2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
*	Netto driftsmargin	0,034	0,018	0,022	0,025	0,020	0,024
	Omløpet til netto driftseiendeler	1,895	2,645	4,659	6,282	6,976	4,927
=	Netto driftsrentabilitet	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113

Figur 7.5: Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Dekomponeringen viser at Expert har veldig lav driftsmargin med et vektet snitt på 2,4 % over perioden. Dette er som ventet, siden det er høyt prispress i bransjen. Medianen for netto driftsmargin på Oslo Børs i årene 2000 til 2004 var på 2,8 %¹⁰⁵. Expert ligger altså ikke vesentlig lavere enn snittet på børsen, selv om de har lav driftsmargin. Marginen gikk litt ned fra 2004 til 2005 og er ikke bra. Den lave driftsmarginen kompenseres i Experts tilfelle med veldig positivt omløp til netto driftseiendeler. Omløpet har utviklet seg positivt i alle årene fra 2001, og er i 2005 på nesten 7. Det vektete snittet over perioden er på 4,927. Til sammenligning var medianen på børsen i perioden 2000 til 2004 på 1,674¹⁰⁶. Med et snitt på nesten 5 for Expert er de nesten blant de 10 % beste på børsen.

Netto driftsrentabiliteten blir høy som følge av det gode nivået på onde. Snittet på ndr på børsen var på 4,6 %¹⁰⁷, og med en ndr på 11,3 % for Expert var de nesten blant de 25 % beste på børsen. Dette må regnes som svært gode tall for Expert. Dersom omløpet skal gå ned fremover, vil ndr gå raskt ned, og de bør derfor jobbe for å øke netto driftsmargin. Netto driftsrentabilitet sammenlignet med kravet er vist i figur 7.6. Her fremkommer også superrentabilitet til netto driftskapital. Utvikling over perioden er illustrert i figur 7.7.

Superrentabilitet		2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
	Netto driftsrentabilitet	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
-	Netto driftskrav	0,095	0,074	0,059	0,065	0,075	0,072
=	Superrentabilitet på netto driftskapital	(0,031)	(0,027)	0,046	0,094	0,066	0,040

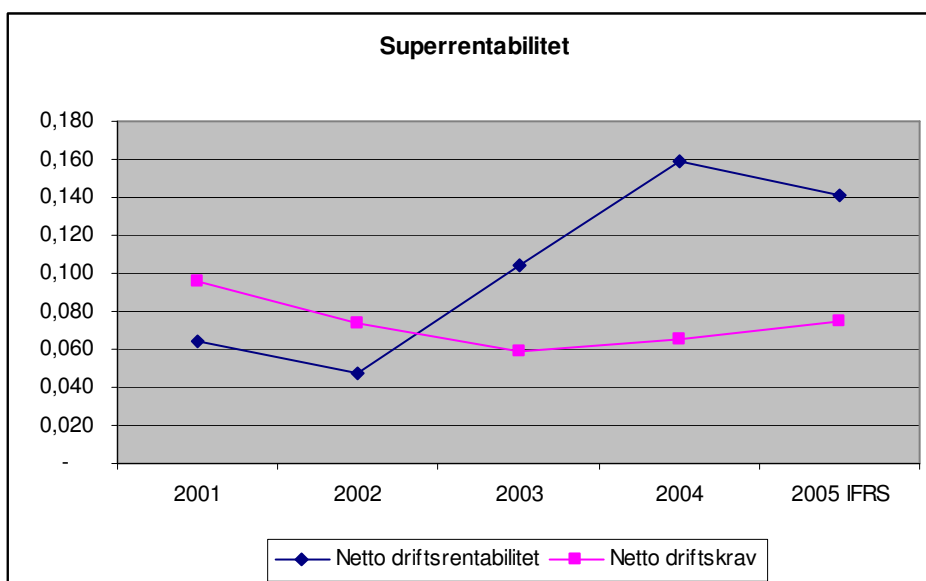
Figur 7.6: Superrentabilitet på netto driftskapital.

Vi ser her omtrent tilsvarende trend som for egenkapitalrentabiliteten, og Expert genererer superrentabilitet fra driften de tre siste årene.

¹⁰⁵ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 11-41)

¹⁰⁶ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 11-41)

¹⁰⁷ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 11-41)



Figur 7.7: Netto driftsrentabilitet og -krav over perioden

Netto driftsmargin kan analyseres videre gjennom "common size"-resultatregnskap. I dette regnskapet er alle verdiene sett i forhold til driftsinntektene det enkelte året. "Common size"-resultatregnskap for Expert er vist i figur 7.8. Det er det omgrupperte og justerte regnskapet som er brukt.

"Common size" - resultat	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Salg av forbrukerelektronikk	0,999	0,986	0,978	0,984	0,975	0,983
+ Salg av elektrotekniske produkter	-	-	-	-	-	-
+ Utleie av fast eiendom	0,000	0,005	0,008	0,006	0,005	0,005
+ Andre driftsinntekter	0,001	0,010	0,014	0,010	0,021	0,012
= Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Vareforbruk	1,296	0,984	0,767	0,775	0,783	0,885
+ Lønn og andre personalkostnader	0,128	0,099	0,073	0,071	0,076	0,085
+ Andre salgs- og adm. kostnader	0,168	0,132	0,103	0,097	0,101	0,115
+ Ordinære avskrivninger	0,031	0,028	0,025	0,019	0,013	0,022
= Driftskostnader	0,952	0,971	0,968	0,962	0,973	0,966
Driftsresultat fra egen virksomhet	0,048	0,029	0,032	0,038	0,027	0,034
- Driftsrelatert skattekostnad	0,013	0,010	0,008	0,010	0,007	0,009
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,034	0,019	0,024	0,028	0,020	0,025
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	(0,000)	(0,001)	(0,002)	(0,003)	0,000	(0,001)
= Netto driftsresultat	0,034	0,018	0,022	0,025	0,020	0,024
+ Netto finansinntekt	0,007	0,008	0,006	0,003	0,001	0,005
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	0,041	0,026	0,028	0,029	0,021	0,028
- Netto finanskostnad	0,018	0,014	0,009	0,002	0,002	0,008
= Nettoresultat til egenkapital	0,022	0,012	0,020	0,027	0,019	0,021
+ Unormalt netto driftsresultat	(0,004)	0,000	0,004	(0,003)	0,009	0,002
+ Unormalt netto finansresultat	0,004	0,008	0,001	(0,000)	0,001	0,002
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	0,022	0,020	0,024	0,024	0,030	0,025
- Netto betalt utbytte	0,030	0,046	0,008	(0,013)	0,005	0,011
= Endring i egenkapital	(0,008)	(0,026)	0,016	0,037	0,025	0,013

Figur 7.8: "Common size"-resultatregnskap

I regnskapet ser vi at salg av forbrukerelektronikk har gått ned i perioden. Dette er negativt, siden dette er kjernevirksomheten til Expert. Likevel utgjør de i 2005 97,5 % av driftsinntektene, som må sies å være et høyt nivå. Den reduserte andel kommer av økt inntekt på andre områder, og ikke som følge av reduserte inntekter inne forbrukerelektronikk.

Negativt for Expert er det at driftskostnadene utgjør en stadig større del av driftsinntektene. Spesielt er det vareforbruket som øker, noe som kan tyde på økt prispress i bransjen og lavere marginer. Lønn og andre personalkostnader har gått litt opp fra 2004 til 2005, men er på et vesentlig lavere nivå relativt til driftsinntektene de tre siste årene enn de var i 2001 og 2002. Dette er positivt. Netto driftsmargin kommer frem i raden for netto driftsresultat.

Jeg velger å ikke dekomponere omløpet til netto driftseiendeler videre.

7.2.2 Netto finansiell gearing

Netto finansiell gearing er som tidligere nevnt $(ndr - nfg) \cdot nfgg$, der nfg er netto finansiell gjeldsrente og nfgg er netto finansiell gjeldsgrad. Beregningen av disse kommer jeg tilbake til. Virkningen av netto finansiell gearing for Expert er vist i figur 7.9.

Finansiell gearing	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
- Netto finansiell gjeldsrente (nfg)	0,053	0,051	1,202	0,189	(0,034)	0,295
= ndr - nfg	0,011	(0,004)	(1,098)	(0,030)	0,175	(0,182)
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,675	0,490	0,011	(0,050)	(0,157)	0,125
= (ndr - nfg)*nfgg	0,007	(0,002)	(0,012)	0,001	(0,027)	(0,008)

Figur 7.9: Netto finansiell gearing

Vi ser at ndr – nfg over perioden er negativ, mens nfgg er positiv over perioden. Dette blir i sum negativt, og netto finansiell gearing har derfor virket negativt inn på egenkapitalrentabiliteten til Expert. Det betyr at driften har kastet mindre av seg enn det koster å bruke finansiell gjeld. I 2004 og 2005 er nfgg negativ, som betyr at Expert har netto finansielle eiendeler. Dette virker negativt inn på egenkapitalrentabiliteten når ndr – nfg er positiv, mens det virker positivt når ndr – nfg er negativt. Den totale virkningen av netto finansiell gearing ser vi er relativt begrenset, med et vektet snitt på -0,8 % over perioden.

Netto finansiell gjeldsrente er beregnet ved følgende formel:

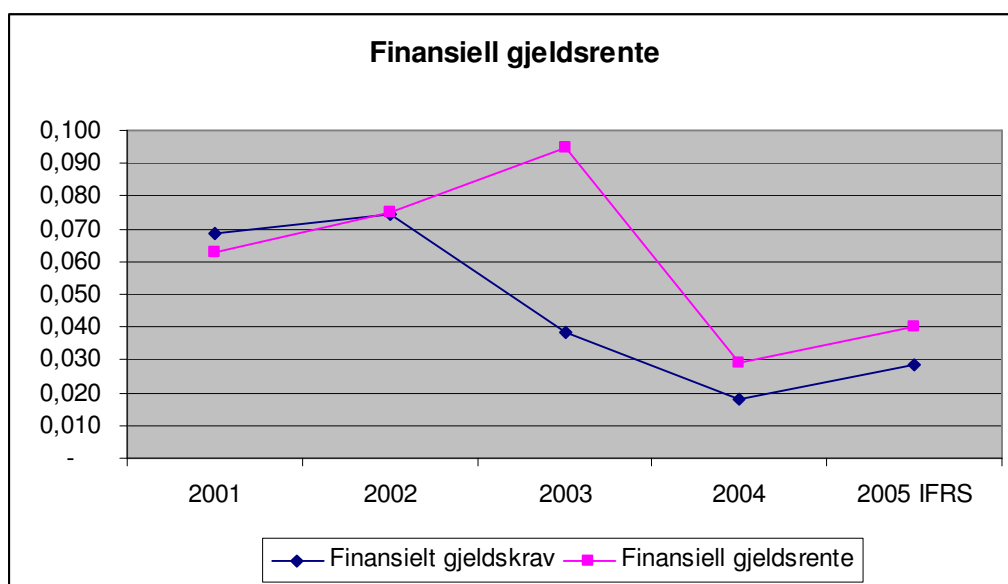
$$nfg_r_t = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - (NFK_t - NFI_t)) / 2}$$

Denne kan analyseres videre gjennom å splitte opp i finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente, og vekte disse. For Expert er dette vist i figur 7.10.

Oppsplitting av nfg	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Finansiell gjeldsrente	0,063	0,075	0,095	0,029	0,040	0,057
* FG/NFG	1,378	1,537	40,465	(9,314)	(2,245)	5,641
- Finansiell eiendelsrente	0,089	0,121	0,067	0,045	0,017	0,060
* FE/NFG	0,378	0,537	39,465	(10,314)	(3,245)	4,641
= Netto finansiell gjeldsrente	0,053	0,051	1,202	0,189	(0,034)	0,295

Figur 7.10: Analyse av netto finansiell gjeldsrente

Endringer i finansieringsstruktur de siste årene gjør at vektene endrer seg mye, og netto finansiell gjeldsrente til dels får ekstreme verdier som er vanskelig å tolke. Det går derimot an å si noe fornuftig om finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente. Det gjennomsnittlige finansielle gjeldskravet over perioden var på 4,6 %. Vi ser at den finansielle gjeldsrenten over perioden er på 5,7 %, som er over kravet. Dette er negativt fordi Expert da i snitt låner penger til høyere rente enn kravet. Medianen for tilsvarende gjeldsrente for perioden 2000 til 2004 på Oslo Børs var 5,0 %¹⁰⁸. Expert gjør det altså dårligere enn snittet her. I 2001 og 2002 klarte de å låne til en rente lavere eller lik kravet. Expert har altså hatt en negativ utvikling her. Utviklingen er illustrert i figur 7.11.

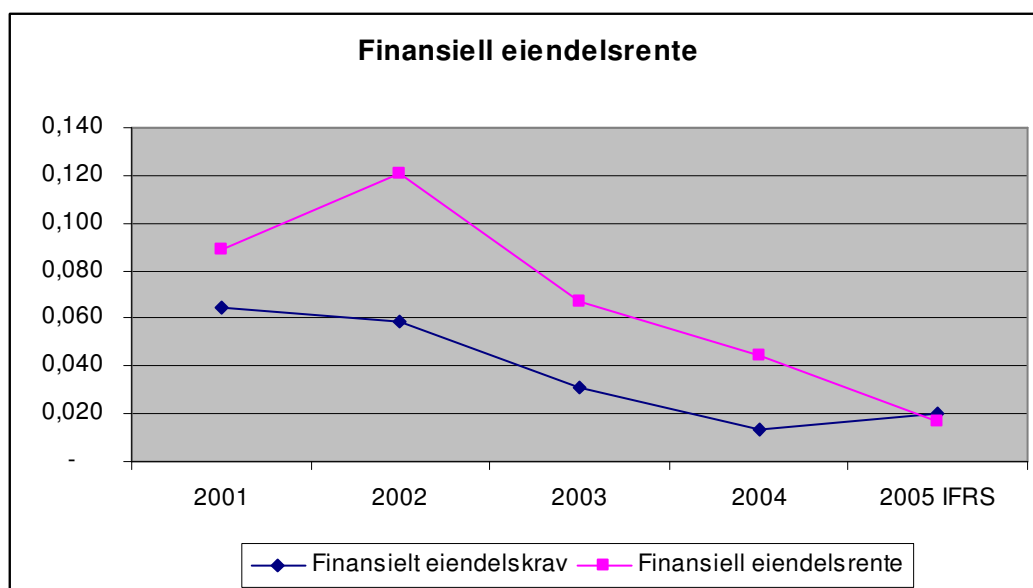


Figur 7.11: Utvikling i finansiell gjeldsrente og –krav over perioden

Når det gjelder finansiell eiendelsrente har Expert gjort det godt over perioden. Det finansielle eiendelskravet i perioden var i snitt på 3,8 %. Til sammenligning oppnådde Expert en rente på de finansielle eiendelene på 6,0 % i perioden. I alle årene fra 2001 til 2004 har Expert oppnådd høyere avkastning enn kravet. I 2005 ble derimot den finansielle eiendelsrenten kun 1,7 %, som er lavere enn kravet på 2,0 %. Dette er ikke bra. Medianen på børsen for tilsvarende eiendelsrente var på 3,1 %¹⁰⁹, som betyr at Expert over perioden har gjort det bedre enn børsen. Utviklingen over perioden er illustrert i figur 7.12.

¹⁰⁸ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 11-66)

¹⁰⁹ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 11-66)



Figur 7.12: Utviklingen i finansiell eiendelsrente og -krav over perioden

Netto finansiell gjeldsgrad regnes ut ved følgende formel:

$$nfgg_t = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - (NFK_t - NFI_t)) / 2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2}$$

Den netto finansielle gjeldsgraden kan splittes opp for å vise finansiell gjeldsdel og eiendelsdel. Figur 7.13 viser oppsplittingen for Expert.

Oppsplitting av nfgg	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Finansiell gjeldsdel	0,555	0,504	0,422	0,431	0,340	0,436
- Finansiell eiendelsdel	0,152	0,176	0,411	0,478	0,491	0,374
= fgd - fed	0,403	0,328	0,010	(0,046)	(0,151)	0,062
* NDE/EK	1,675	1,492	1,017	1,071	1,037	1,206
= Netto finansiell gjeldsgrad	0,675	0,490	0,011	(0,050)	(0,157)	0,125

Figur 7.13: Analyse av finansiell gjeldsgrad

Oppsplittingen viser at Expert har hatt en tidsvektet finansiell gjeldsdel på 43,6 % og en tidsvektet finansiell eiendelsdel på 37,4 % i perioden. I 2003 er gjeldsdel og eiendelsdel omtrent på samme nivå, mens Expert i 2004 og 2005 har høyere eiendelsdel enn gjeldsdel. Høy finansiell gjeldsdel gir høy finansiell risiko, og er i så tilfelle negativt, men kan virke positivt på egenkapitalrentabiliteten. Stor andel finansielle eiendeler virker motsatt, og er positivt med tanke på risiko. Netto finansiell gjeldsgrad er for perioden 0,125, men er negativ de to siste årene med henholdsvis -0,050 og -0,157. Medianen for netto finansiell gjeldsgrad på børsen i perioden 2000 til 2004 var 0,275¹¹⁰. Det betyr at Expert bruker mindre netto finansiell gjeld enn snittet på børsen, og har dermed mindre risikabel kapitalstruktur, noe som er positivt.

¹¹⁰ Kilde: Oslo Børs 2000 – 2004: Eksklusiv finansvirksomheter (BUS425 – plansje 11-71)

7.2.3 Netto minoritetsgearing

Minoritetsgearing regnes ut på tilsvarende måte som for finansiell gearing. Figur 7.14 viser utregningen.

	Minoritetsgearing	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
	Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
-	Minoritetsrentabilitet (mir)	-	-	-	-	-	-
=	ndr - mir	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
*	Minoritetsgrad (mig)	0,000	0,003	0,006	0,121	0,194	0,080
=	(ndr - mir)*mig	0,000	0,000	0,001	0,019	0,027	0,012

Figur 7.14: Netto minoritetsgearing

Som vi ser i figuren er minoritetsrentabiliteten alle år satt til 0. Dette er fordi jeg ikke har skilt ut minoritetsresultatet, slik at det inngår i resultatet til egenkapitalen. Grunnen til dette er at det var den eneste måten jeg klarte å få alle tallene til å stemme, jamfør forklaring tidligere i oppgaven. Jeg er klar over at dette er en svakhet ved oppgaven, men anser det ikke som vesentlig for kvaliteten på verdsettelsen da minoriteten er liten. På grunn av minoritetsgraden får likevel netto minoritetsgearing effekt for egenkapitalrentabiliteten. Vi ser at den virker positivt inn i de årene Expert begynner å få en større andel minoritetsinteresser. Dette er vel og merke når mir er lik null, og denne analysen har på grunn av sin svakhet liten verdi. Derfor vil jeg heller ikke dekomponere eller kommentere den videre.

7.3 Analyse av vekst

Vekst vil i regnskapsanalysesammenheng si den prosentvise endringen i et regnskapstall fra en periode til en annen. Det finnes to hovedtyper av vekst; kapitalvekst og resultatvekst. For kapitalvekst er fokuset på vekst i balansen, og da spesielt i egenkapitalen. For resultatvekst er fokuset på vekst i resultatregnskapet, spesielt vekst i nettoresultatet til egenkapitalen. Vekst må analyseres over tid og helst mot bransjen. Dette fordi det ikke finnes noen teoretisk målestokk for vekst. Det er viktig å analysere veksten fordi den er viktig for budsjetteringen og utarbeidelsen av fremtidsregnskap, og den er slik også viktig for verdsettelsen.

7.3.1 Strategisk vekst

Strategisk vekst er diskutert i den strategiske analysen. Kort oppsummert kan en si at den langsiktige veksten er begrenset av den generelle veksten i økonomien. Det betyr at veksten på lang sikt ikke kan være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon i dag. Dette vil si ca 5,5 % per år. Dersom den stigende BNP-trenden fortsetter, kan vi få en "ny" verdensøkonomi med høyere vekst, og et passende mål på maksimal vekst på langsikt er da for eksempel 7,5 %. På kort og mellomlang sikt er veksten

til Expert avhengig av den generelle veksten i bransjen og av interne ressurser som bidrar til vekst.

7.3.2 Fundamental vekstanalyse¹¹¹ – kapitalvekst

Spesielt vekst i egenkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital er viktig ved analyse av kapitalvekst. Dette fordi det er disse kapitalene som oftest benyttes ved fundamental verdsettelse.

Fullstendig vekst i egenkapitalen til Expert i perioden gir et inntrykk av den faktiske utviklingen i egenkapitalen. Utregningen er vist i figur 7.15.

Fullstendig vekst i EK	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Fullstendig utdelingsforhold (NBU/FNR = feku)	1,379	2,304	0,325	(0,553)	0,183	0,525
Fullstendig tilbakeholdsgrad (1 - feku)	(0,379)	(1,304)	0,675	1,553	0,817	0,475
* Fullstendig ekr på basis av inngående kapital	0,066	0,074	0,114	0,147	0,224	0,137
= Fullstendig vekst i egenkapital (fekv)	(0,025)	(0,096)	0,077	0,228	0,183	0,100

Figur 7.15: Fullstendig vekst i egenkapital

Fullstendig vekst i egenkapitalen inkluderer vekst gjennom netto kapitalinnskudd. Vi ser av figuren at Expert hadde negativ vekst i egenkapitalen i 2001 og 2002. Fra 2003 har egenkapitalen hatt positiv utvikling, med en vekst på hele 22,8 % i 2004 og 18,3 % i 2005. Den tidsvektede veksten i perioden har vært på 10 %. Vekst i egenkapitalen er positivt for Expert.

Den fullstendige veksten inneholder unormale forhold. Dette er forhold som er lite relevante for fremskrivning. Egenkapitalveksten bør derfor normaliseres ved at unormal vekst trekkes ut. Utgangspunktet for den normaliserte egenkapitalveksten er den fullstendige. Utregningen skjer på samme måte, men det brukes normaliserte verdier i stedet for fullstendige. Den normale veksten tilsvarer vedvarende vekst for selskapet, og er den egengenererte veksten som verken er tilført gjennom kapitalinnskudd eller unormale oppkjøp. Det normaliserte utbytteforholdet til Expert er regnet ut ved foreslått utbytte over nettoresultat til egenkapitalen, og vist i figur 7.16.

Normalisert utbytteforhold	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Median
Foreslått utbytte fra nettoresultat	32 145	32 145	40 181	64 290	66 332	
/ Nettoresultat til egenkapital	61 593	37 402	73 623	142 296	126 164	
= Normalisert utbytteforhold (eku)	0,522	0,859	0,546	0,452	0,526	0,526

Figur 7.16: Normalisert utbytteforhold

¹¹¹ Kilde: Penman (2003)

Om Experts utbyttepolitikk uttaler de i årsrapporten for 2005: ”Konsernets mål er at det skal utbetales utbytte til aksjonærene hvert år. Normalt vil samlet utbytte for et regnskapsår litte i området 20 til 40 prosent av konsernets resultat etter skatt. I sine fremtidige forslag til utbytte vil styret vurdere selskapets muligheter for ekspansjon ift selskapets strategi.”¹¹² De uttaler tilsvarende mål i de øvrige årsrapportene i perioden¹¹³. Ut fra tabellen ser vi at medianen i normalisert utbytteforhold i perioden er på 52,6 %. Her har jeg brukt median på grunn av ekstremobservasjon i 2002. Samtlige år (bortsett fra 2002) ligger utbytteforholdet på rundt 50 %. Det betyr at Expert i perioden konsekvent har betalt ut mer i utbytte enn det uttalte målet.

Utrekningen av den normaliserte egenkapitalveksten for Expert er vist i figur 7.17.

	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Normalisert vekst i EK						
Normalisert utbytteforhold (eku)	0,526	0,526	0,526	0,526	0,526	0,526
Normalisert tilbakeholdsgrad (1 - eku)	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474
* Normalisert egenkapitalrentabilitet	0,071	0,046	0,093	0,180	0,141	0,116
= Normalisert vekst i EK	0,034	0,022	0,044	0,085	0,067	0,055

Figur 7.17: Normalisert vekst i egenkapitalen

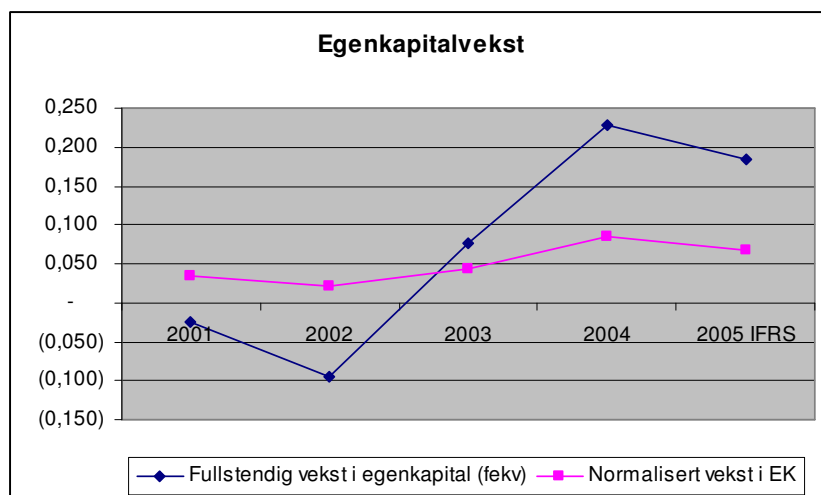
For det normaliserte utbytteforholdet er det brukt medianen som er beregnet i figur 7.16 for alle årene. Den tidsvektede normaliserte egenkapitalveksten over perioden er 5,5 %. Til sammenligning var medianen på vedvarende vekst på Oslo Børs på 4,9 %¹¹⁴ i perioden 1993 til 2004. De fem siste årene har nok medianen på børsen ligget noe lavere enn dette, på grunn av relativt lavere vekst i årene etter 2000 enn på nittitallet. For handelsbransjen var veksten i samme periode på 2,8 %¹¹⁵. Expert har altså hatt en meget positiv vekstutvikling. Vi ser at de har hatt positiv vekst i hele perioden, med topp på nesten 10 % vekst i 2004. Det er litt negativt at veksten har gått noe ned i 2005, men 6,7 % vekst er fortsatt et bra nivå. Den geometriske veksten over perioden er 5,0 % per år. Figur 7.18 viser sammenligningen av den fullstendige og den normaliserte egenkapitalveksten, og som vi ser er den normaliserte mye mer stabil.

¹¹² Kilde: Expert årsrapport 2005

¹¹³ Kilde: Expert årsrapporter 2000 – 2004

¹¹⁴ Kilde: Oslo Børs 1993 – 2004: 2257 selskapsår (BUS425 – plansje 12-38)

¹¹⁵ Kilde: Oslo Børs 1993 – 2004: 2257 selskapsår (totale observasjoner) (BUS425 – plansje 12-39)



Figur 7.18: Fullstendig og normalisert egenkapitalvekst

Den normaliserte egenkapitalveksten kan dekomponeres på samme måte som egenkapitalrentabiliteten. Dette er vist i figur 7.19.

Dekomponering av ekv	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Netto driftsrentabilitet	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
+ Netto finansiell gearing	0,007	(0,002)	(0,012)	0,001	(0,027)	(0,008)
+ Minoritetsgearing	0,000	0,000	0,001	0,019	0,027	0,012
= Egenkapitalrentabilitet	0,071	0,046	0,093	0,180	0,141	0,116
* Normalisert tilbakeholdsgrad	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474	0,474
= Normalisert vekst i EK	0,034	0,022	0,044	0,085	0,067	0,055

Figur 7.19: Dekomponering av egenkapitalvekst

Ut fra dekomponeringen kan en trekke de samme konklusjonene som tidligere. Netto driftsrentabiliteten er den helt klart største kilden til vedvarende egenkapitalvekst. Det vektete snittet til ndr er på 11,3 %, og for egenkapital rentabiliteten 11,6 %. Dette betyr at finansiell gearing og minoritetsgearing bidrar minimalt. Med en tilbakeholdsgrad på 47,4 % gir dette en vedvarende vekst i perioden på 5,5 % for Expert.

Normalisert vekst i netto driftskapital regnes ut på tilsvarende måte som for normalisert egenkapitalvekst, men man bruker normalisert netto tilbakeholdsgrad fra driften og netto driftsrentabilitet. Normalisert netto tilbakeholdsgrad fra driften er en minus normalisert netto driftsutdeling, som er normal fri kontantstrøm fra drift over netto driftsresultat. Utregningen er vist i figur 7.20.

Normalisert vekst i NDK	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	01-05
Normalisert netto driftsutdeling (ndu)	(2,962)	15,629	0,702	0,124	0,659	2,236
Normalisert netto tilbakeholdsgrad fra drift (1 - ndu)	3,962	(14,629)	0,298	0,876	0,341	(1,236)
* Normalisert netto driftsrentabilitet	0,064	0,047	0,104	0,159	0,141	0,113
= Normalisert vekst i NDK	0,253	(0,691)	0,031	0,140	0,048	(0,013)

Figur 7.20: Normalisert vekst i netto driftskapital

Som vi ser er det til dels stor variasjon i normalisert vekst i netto driftskapital. I 2002 gikk den kraftig ned, men har vokst fra 2003 til 2005. Den kraftige nedgangen i 2002 skyldes nok salg av virksomhetsområde, og gjør at veksten over perioden er negativ. Det er likevel positivt at veksten etter salget har vært positivt, selv om veksten var sterkere i 2004 enn i 2005.

7.3.3 Fundamental vekstanalyse – resultatvekst

For å analysere resultatveksten til Expert utarbeider jeg først et trendresultatregnskap. Dette har basisår i 2000, der indeksen er 1,000. Trendresultatregnskapet til Expert er vist i figur 7.21.

Trendresultatregnskap	2000	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS
Salg av forbrukselektronikk	1,000	1,009	1,175	1,344	1,928	2,330
+ Salg av elektrotekniske produkter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
+ Utleie av fast eiendom	1,000	10,726	126,500	249,573	266,105	248,871
+ Andre driftsinntekter	1,000	0,530	10,387	17,221	17,728	44,579
= Driftsinntekter	1,000	1,009	1,191	1,373	1,957	2,387
Vareforbruk	1,000	1,119	1,004	0,901	1,298	1,600
+ Lønn og andre personalkostnader	1,000	1,501	1,369	1,157	1,619	2,098
+ Andre salgs- og adm. kostnader	1,000	1,261	1,172	1,048	1,414	1,800
+ Ordinære avskrivninger	1,000	1,321	1,422	1,491	1,577	1,338
= Driftskostnader	1,000	1,007	1,213	1,392	1,974	2,436
Driftsresultat fra egen virksomhet	1,000	1,044	0,749	0,967	1,613	1,377
- Driftsrelatert skattekostnad	1,000	0,990	0,852	0,820	1,367	1,167
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1,000	1,067	0,705	1,030	1,718	1,466
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	1,000	583,500	1 980,000	3 282,500	7 811,000	(1 250,000)
= Netto driftsresultat	1,000	1,054	0,660	0,955	1,540	1,495
+ Netto finansinntekt	1,000	1,224	1,635	1,380	1,131	0,492
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1,000	1,080	0,810	1,020	1,477	1,341
- Netto finanskostnad	1,000	1,872	1,731	1,193	0,395	0,470
= Nettoresultat til egenkapital	1,000	0,803	0,488	0,960	1,856	1,645
+ Unormalt netto driftsresultat	1,000	7 787,690	(364,191)	(9 615,006)	10 421,475	(39 832,320)
+ Unormalt netto finansresultat	1,000	0,886	2,390	0,204	(0,119)	0,808
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1,000	0,682	0,739	1,026	1,424	2,215
- Netto betalt utbytte	1,000	(0,221)	(0,401)	(0,079)	0,185	(0,095)
= Endring i egenkapital	1,000	(0,049)	(0,184)	0,132	0,421	0,345

Figur 7.21: Trendresultatregnskap

Vi ser at Expert har hatt positiv utvikling i inntekter fra salg av forbrukerelektronikk i hele perioden, noe som er veldig positivt. Driftsinntektene generelt har også vokst jevnt over perioden, og til sammen mer enn doblet seg. Utviklingen i utleie av fast eiendom er enorm, men tallene kan gi et noe feil inntrykk siden denne posten var veldig lav i basisåret. Driftskostnadene har også steget jevnt over perioden, og vi ser at de til sammen har steget mer enn driftsinntektene. Dette er en utvikling som er negativ for Expert. Spesielt ser vi at lønnskostnadene har doblet seg i perioden Avskrivningene er lavere i 2005 enn i 2004, noe som sannsynligvis skyldes at Expert etter innføringen av IFRS har valgt og ikke avskrive goodwill¹¹⁶. I alt har driftsresultatet steget i perioden, men har gått noen ned fra 2004 til 2005. Det samme gjelder nettoresultatet til egenkapitalen. Den generelle nedgangen fra 2004 til

¹¹⁶ Kilde: Expert årsrapport 2005

2005 kan skyldes innføringen av IFRS, samt at høye kostnader ved innføringen av nytt ERP-system for Expert¹¹⁷.

I tillegg til trendresultatregnskapet vil jeg se på veksten i Expert gjennom et vekstresultatregnskap, der jeg ser på veksten år for år. Jeg begrenser vekstresultatregnskapet til å vise veksten i driftsinntekter, driftskostnader, netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen. Dette er vist i figur 7.22.

Vekstresultatregnskap	2001	2002	2003	2004	2005 IFRS	Vektet
Driftsinntektsvekst	0,009	0,181	0,152	0,426	0,220	0,220
Driftskostnadsvekst (inkl DSK og NRT)	0,008	0,200	0,147	0,421	0,226	0,222
Vekst i netto driftsresultat	0,054	(0,374)	0,447	0,613	(0,029)	0,187
Vekst i nettoresultatet til egenkapitalen	(0,197)	(0,393)	0,968	0,933	(0,113)	0,310

Figur 7.22: Vekstresultatregnskap

Veksten i driftsinntektene har vært høy gjennom hele perioden, med vektet snitt på 22,0 %. I perioden 1994 til 2004 var medianen på børsen 8,2 %¹¹⁸, mens den for handelsbransjen var 3,0 %¹¹⁹. Dette er en noe lenger analyseperiode enn den jeg brukte for Expert, men tallene tyder på at Expert har vesentlig høyere vekst i driftsinntektene enn bransjen. I 2001 var driftsinntektsveksten bare 0,9 %, mens den de senere årene har vært høy. Dette skyldes nok den raske ekspansjonen Expert har hatt i Skandinavia fra 2002 og til i dag¹²⁰. Tilsvarende ser vi at driftskostnadene (inkludert driftsskatt og fratrukket nettoresultat fra driftstilknyttet selskap) har vokst noenlunde parallelt med driftsinntektene. Over perioden har kostnadene økt mer enn inntektene, som er et dårlig tegn. Dette er likevel marginalt, og noe av det kan skyldes innføring av nytt ERP-system i 2005 og overgang til IFRS.

Veksten i netto driftsresultat er avhengig av om inntektsveksten i det enkelt året har vært høyere enn kostnadsveksten. Vi ser at dette ikke er tilfelle 2002 og 2005, noe som har ført til at veksten i netto driftsresultat disse årene har vært negativ. Det vektete snittet over perioden viser en vekst på 18,7 %, som virker bra. Veksten i nettoresultatet til egenkapitalen har svingt veldig i perioden. Veksten av negativ i 2001 og 2002, mens nettoresultatet nær doblet seg fra 2002 til 2003 og fra 2003 til 2004. Etter så kraftig vekst i disse årene, ble veksten negativ igjen i 2005. Det vektete snittet viser en vekst på 31,0 %, som er bra.

¹¹⁷ Kilde: Expert årsrapport 2005

¹¹⁸ Kilde: Oslo Børs 1994 – 2004: 1810 selskapsår (BUS425 – plansje 12-53)

¹¹⁹ Kilde: Oslo Børs 1994 – 2004: 1810 selskapsår (totale observasjoner) (BUS425 – plansje 12-54)

¹²⁰ Jamfør kort historikk avsnitt 2.3.1

7.4 Oppsummering av lønnsomhets- og vekstanalyse

Expert har over perioden generert god lønnsomhet. Dette viser egenkapitalrentabiliteten som tidsvektet over perioden er på 11,6 % mens det tilsvarende kravet er på 6,8 %. Expert har generert superrentabilitet de tre siste årene, og egenkapitalrentabiliteten i perioden er også over medianen på Oslo Børs og medianen for handelsbransjen.

Egenkapitalrentabiliteten til Expert er i det vesentligste drevet av netto driftsrentabilitet. Denne er igjen drevet av et høyt omløp til netto driftseiendeler, som er høyere enn medianen på børsen. Driftsmarginen er derimot på et veldig lavt nivå, som også er lavere enn børsen. Dette er negativt for Expert, men for så vidt som forventet i en bransje med stor konkurranse og høyt prispress.

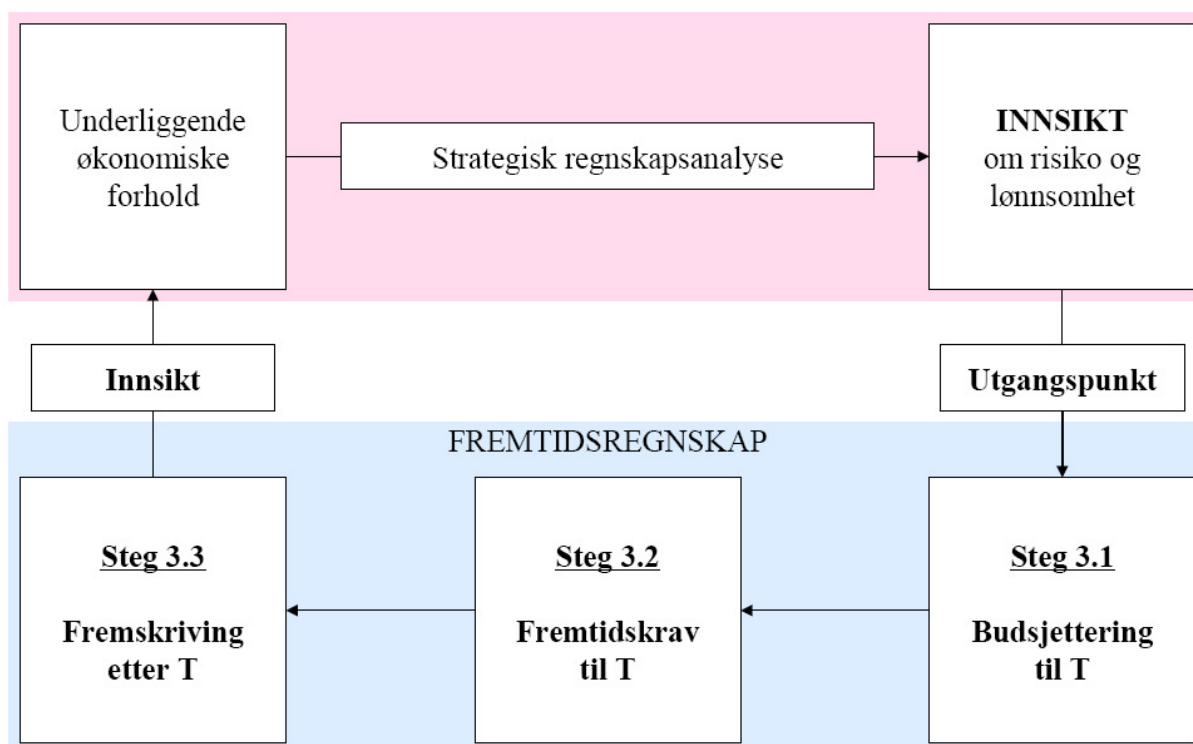
Finansiell gearing og minoritetsgearing påvirker egenkapitalrentabiliteten minimalt, og kommenteres ikke ytterligere.

Expert har hatt en god normalisert egenkapitalvekst over perioden med et snitt på 5,5 %. Dette er over både medianen på Oslo Børs og vesentlig over medianen for handelsbransjen, og viser at Expert har hatt en meget positiv utvikling. Veksten i driftsinntektene har vært høy hele perioden, men det samme har også veksten i driftskostnadene vært. Resultatveksten har svingt noe, og vært negativ i 2005 etter to år med forholdsvis sterk vekst. Nedgangen er en negativ faktor, men kan skyldes blant annet innføring av nytt ERP-system og overgang til IFRS. Ellers kan det sies at ekspansjon i Skandinavia er hovedårsaken til den sterke omsetningsveksten.

8.0 Fremtidsregnskap¹²¹

Den strategiske regnskapsanalysen som er gjennomført danner grunnlaget for budsjetteringen av fremtidsregnskapet. Innsikten jeg fikk der spiller inn på hvordan jeg antar at Expert vil gjøre det i tiden fremover. Uansett hvor god den strategiske regnskapsanalysen måtte være, vil uansett forutsetningene for budsjetteringen også baseres på sunn fornuft og kritisk synsing. Man bruker altså beste skjønn, noe som gjør at det er en sjanse for å ”bomme” med verdsettelsen, spesielt for en uerfaren analytiker.

8.1 Rammeverket for fremtidsregnskap



Figur 8.1: Rammeverk for fremtidsregnskap¹²²

Første steg i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er å budsjettere frem til en budsjetthorison. Budsjetthorisonen kommer jeg tilbake til i neste avsnitt. Budsjetteringen baserer seg på estimerte budsjett- og verdidrivere. Neste steg er å fremskrive kravene til avkastning i budsjettperioden. Disse kravene er beregnet på grunnlag av budsjetterte vekter. Siste steg er å fremskrive etter budsjetthorisonen. Man antar da at selskapet er i ”steady state”.

¹²¹ Kilde: Penman (2003) og Damodaran (2002)

¹²² Kilde: BUS425 – plansje 14-4 (K. H. Knivsflå)

8.2 Valg av budsjetthorisont

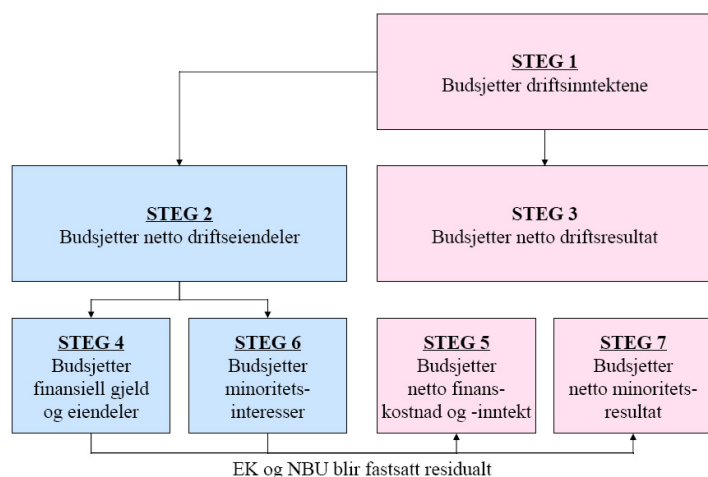
Valget av budsjetthorisont er avhengig av spesielt to forhold; tid til "steady state" og kvalitet på regnskapsføringen. I "steady state" forutsetter man at veksten i selskapet er konstant, og den tilnærmes den langsiktige veksten i økonomien generelt. Kvaliteten på regnskapsføringen er også veldig viktig. Dette fordi man antar at god regnskapsføring fører til at de virkelige verdiene kommer frem i regnskapet. Ved objektiv verdibasert regnskapsføring trenger man ingen budsjettering, og kan fremskrive direkte. Med god regnskapsskikk er det passende med en budsjetthorisont på 6 til 16 år.

Expert har de siste årene ekspandert veldig i de skandinaviske landene og opplevd høy omsetningsvekst. De jobber også med samordning av virksomheten for å oppnå synergier og lavere kostnader. En kan derfor trygt si at Expert ikke er i "steady state". Expert har i årene 2001 til 2004 rapportert etter NGAAP og god regnskapsskikk, i 2005 etter IFRS. Målefeilene i regnskapene har jeg forsøkt å redusere ved justering, men de er likevel fortsatt potensielt store, blant annet på grunn av usikkerhet rundt størrelsen på immatrielle eiendeler. Jeg antar at en passende budsjetthorisont for Expert er ca 8 til 10 år. Regnskapsføringen bygger på god regnskapsskikk, og inneholder potensielt store målefeil. Etter overgangen til IFRS, vil regnskapsføringen bli mer verdibasert enn den var før, men fortsatt er det fare for målefeil. Jeg antar at bransjen til Expert er moden og på vei mot "steady state", og etter beste skjønn vurderer jeg det til at Expert nærmer seg "steady state" om ca åtte år. Budsjettperioden min blir derfor fra 2006 til 2013. Det kan diskuteres om dette er en for kort horisont. Ved en kort horisont vil store verdier tilskrives horisontleddet, som er veldig usikkert. Jeg mener likevel mitt valg er forsvarlig og realistisk.

8.3 Budsjettering til budsjetthorisonen¹²³

Budsjetteringen jeg bruker baserer seg på ni forskjellige verdidrivere som budsjetteres over budsjettperioden. Dette foregår i sju steg. De ulike stegene i budsjetteringen er vist i figur 8.2.

¹²³ Kilde: Penman (2003)



Figur 8.2: Rammeverk for budsjettering¹²⁴

Selve budsjetteringen skjer ved at en velger seg flere budsjettpunkter frem i tid der en gjør antagelser om verdidriverne. En eller to år frem i tid kan man ha ganske gode antagelser om hvordan utviklingen blir. Budsjettpunkt 1 blir derfor første året i budsjettperioden, i mitt tilfelle i 2006. Budsjettpunkt 2 blir året etter, altså 2007. Det siste budsjettpunktet settes til budsjetthorisonten. I dette punktet setter man verdidriverne til det man antar de vil være i ”steady state”. Det er ofte vanlig at mange regnskapstall går tilbake mot gjennomsnittet i bransjen eller over tid på lang sikt. Dette kan overstyres av innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen.

Budsjetteringen mellom budsjettpunkt 2 og horisonten kan enten være pessimistisk, nøytral eller optimistisk. Ved nøytral går utviklingen lineært mot horisonten, mens den ved pessimistisk og optimistisk har en henholdsvis lavere og høyere kurve. Det er derfor nyttig med et budsjettpunkt mellom budsjettpunkt 2 og horisonten for å angi en bunn eller topp for verdidriveren i perioden. For alle praktiske formål kan budsjetteringen skje med disse fire nevnte budsjettpunktene, og med lineær utvikling mellom dem.

Budsjettet bør basere seg på den forventede utviklingen basert på det subjektive skjønnnet man opparbeider seg gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Grunnen til dette er at den fundamentale verdsettelsen baserer seg på de forventede kontantstrømmene og resultatene for å komme frem til virkelig verdi. Budsjettet vil ofte være for positivt, og derfor snarere være et potensielt kursmål enn et forventet verdiestimat.

¹²⁴ Kilde: BUS425 – plansje 14-15 (K. H. Knivsflå)

Gjennom budsjetteringen av Expert har jeg forsøkt så godt som mulig å basere den på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen. Det er også brukt en del eget skjønn og egne forutsetninger, noe som gjør at det er potensielt stor usikkerhet i budsjettet. Jeg har valgt å bruke fire budsjettpunkter. Budsjettpunkt 1 er 2006, og verdiene her kommer til å ta utgangspunkt i kvartalsrapporten for første kvartal 2006. Budsjettpunkt 2 er 2007. Jeg har valgt å ta med et budsjettpunkt M i år 2010. Jeg antar at Expert i dette året vil nærme seg ferdig med samordningen av lager og logistikk i Skandinavia¹²⁵, og at det derfor representerer et skille. Siste budsjettpunkt er i 2013. Jeg forutsetter lineær utvikling mellom budsjettpunktene.

8.3.1 Steg 1: Driftsinntektene

Driftsinntektsveksten var i 2005 på 22 %. Kvartalsrapporten for 1. kvartal 2006 viser at driftsinntektsveksten dette kvartalet har vokst 32 % i forhold til samme kvartal i 2005¹²⁶. Veksten er sterkest i Sverige, men også Danmark har opplevd god vekst, samt at internettsalget økte med 28 % i Norge. Likevel vil jeg anta at stigende rente vil føre til at veksten kanskje bremses noe, og at den kanskje lander på 25 % for 2006, som blir budsjettpunkt 1. For 2007 regner jeg med at veksten blir lavere, men fortsatt forholdsvis høy. Sannsynligvis vil det fortsatt være positiv stemning i økonomien, men stadig økende rentenivå vil nok svekke denne litt. I tillegg er det sannsynlig at oppkjøpene vil avta. Mitt estimat for driftsinntektsvekst i 2007 er derfor 15 %. Videre er det sannsynlig at konsolideringen i bransjen vil fortsette noen år, men oppkjøpene vil nok være avtakende i årene fremover. Driftsinntektsveksten vil derfor avta, men fortsatt holdes høy, og da være kanskje 8 % i 2010. Mot horisonten antar jeg at veksten nærmer seg den langsiktige veksten i økonomien, som er ca 5,5 %. Dette gir driftsinntektene i budsjettperioden som vist i figur 8.3.

DI	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
DI t-1	6 487 306	8 109 133	9 325 502	10 506 733	11 592 428	12 519 823	13 417 077	14 266 825
* 1 + div t	1,250	1,150	1,127	1,103	1,080	1,072	1,063	1,055
= DI t	8 109 133	9 325 502	10 506 733	11 592 428	12 519 823	13 417 077	14 266 825	15 051 500

Figur 8.3: Driftsinntekter

8.3.2 Steg 2: Netto driftseiendeler

Verdidriveren som budsjetteres er omløpet til netto driftseiendeler (onde). Omløpet til netto driftseiendeler er avhengig av effektiviteten i bruken av netto driftskapital. Effektivisering vil øke onde. For budsjettpunkt 1 er onde gitt, siden vi har driftsinntektene i 2006 og netto driftseiendeler for 2005. Dette punktet er da 7,967, som er høyt og viser at Expert har god

¹²⁵ Kilde: Expert årsrapport 2005

¹²⁶ Kilde: Expert kvartalsrapport 1. kvartal 2006

effektivitet. Det antas at den gode effektiviteten opprettholdes på kort sikt, og for 2007 budsjetterer jeg med onde på 8,000. Det kan bli vanskelig å opprettholde så god effektivitet på lengre sikt, og jeg antar derfor at onde vil gå ned til kanskje 6,000 i 2010 og videre stabilisere seg på et nivå i 2013 tilsvarende det vektete snittet for perioden 2001 til 2005, rundt 5,000. Netto driftseiendelene i budsjettperioden blir som vist i figur 8.4.

Netto driftseiendeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
DI t+1	9 325 502	10 506 733	11 592 428	12 519 823	13 417 077	14 266 825	15 051 500	15 879 333
/ onde t+1	8,000	7,333	6,667	6,000	5,667	5,333	5,000	5,000
= NDE t	1 165 688	1 432 736	1 738 864	2 086 637	2 367 719	2 675 030	3 010 300	3 175 867

Figur 8.4: Netto driftseiendeler

8.3.3 Steg 3: Netto driftsresultat

Netto driftsresultat finnes ved verdidriveren netto driftsmargin (ndm). Budsjetteringen av netto driftsmargin tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen. I forbrukerelektronikkbransjen er netto driftsmargin lav. Det vektete snittet for perioden 2001 til 2005 er på 2,2 %. I 2005 var driftsmarginen på 2,0 %. Jeg forventer en økning i netto driftsmarginen fra nivået i 2005, blant annet på grunn av bedre innkjøpsavtaler. I begynnelsen forventer jeg at økningen er lav, med netto driftsmargin på 2,0 % i 2006 (ingen økning) og 2,2 % i 2007. I 2010 forventer jeg at effektivisering og stordriftsfordelene er størst, og at Expert har en netto driftsmargin på 2,5 %. På lengre sikt vil nok netto driftsmargin avta, og gå mot det vektete snittet for perioden, altså 2,2 % i 2013. Grunnen til at jeg forventer en forholdsvis lav vekst i begynnelsen av budsjettperioden er at det er sannsynlig at for eksempel kostnader knyttet til overgangen til IFRS også vil gjøre utslag også i 2006, samt andre kostnader ved innføring av nytt ERP-system etc. Resultatene av effektiviseringstiltak og bedre avtaler vil nok også ha en viss treghet i seg. Ut fra dette vil netto driftsresultat bli som vist i figur 8.5.

Netto driftsresultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
DI t	8 109 133	9 325 502	10 506 733	11 592 428	12 519 823	13 417 077	14 266 825	15 051 500
* ndm t	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,024	0,023	0,022
= NDR t	162 183	205 161	241 655	278 218	312 996	322 010	328 137	331 133

Figur 8.5: Netto driftsresultat

8.3.4 Steg 4: Netto finansiell gjeld

Finansiell gjeld og finansielle eiendeler finnes ved verdidriverne finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel i forhold til netto driftseiendeler. Over tid vil netto finansiell gjeldsdel være rimelig stabil. Likevel kan en si at selskaper med mye finansiell gjeld ofte vil ønske å redusere denne, og selskaper med lite finansiell gjeld kan ønske å øke gjelden. For Experts del antar jeg at optimal netto finansiell gjeldsdel er ca det tidsvektete snittet i perioden, og at det derfor vil gå mot dette på lang sikt. De siste årene har Expert hatt mer finansiell eiendeler enn finansiell gjeld, og således negativ netto finansiell gjeld. Dette kan skyldes at de har gått

gjennom en periode med mye oppkjøp der de har overtatt finansiell gjeld. I tillegg solgte de et virksomhetsområde i 2002. Den finansielle gjeldsdelen antar jeg at vil gå mot 45 % i 2013. Det er sannsynlig at Expert går inn i en mer rolig periode fremover, der oppkjøpstakten er lavere, og at Expert dermed kan finne det optimalt å øke den finansielle gjeldsdelen til tidssnittet i perioden. Jeg regner med at den finansielle gjeldsdelen i 2006 blir 32 %, 35 % i 2007, 40 % i 2010 og 45 % i 2013. Den finansielle eiendelsdelen vil sannsynligvis ha motsatt utvikling. Jeg regner med den vil utvikle seg forholdsvis jevnt og stabilisere seg noe under tidssnittet, på ca 30 % i 2013. I 2006 regner jeg med den blir 45 %, i 2007 43 %, 35 % i 2010 og 30 % i 2013. Dette gir finansiell gjeld og finansielle eiendeler som vist i figur 8.6.

Netto finansiell gjeld	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
* NDE	1 165 688	1 432 736	1 738 864	2 086 637	2 367 719	2 675 030	3 010 300	3 175 867
* fgd	0,320	0,350	0,367	0,383	0,400	0,417	0,433	0,450
= FG	373 020	501 458	637 584	799 878	947 088	1 114 596	1 304 463	1 429 140
* NDE	1 165 688	1 432 736	1 738 864	2 086 637	2 367 719	2 675 030	3 010 300	3 175 867
* fed	0,450	0,430	0,403	0,377	0,350	0,333	0,317	0,300
= FE	524 560	616 077	701 342	785 967	828 702	891 677	953 262	952 760
→ NFG	(151 539)	(114 619)	(63 758)	13 911	118 386	222 919	351 202	476 380

Figur 8.6: Netto finansiell gjeld

8.3.5 Steg 5: Netto finanskostnad

Fremtidig finanskostnad og finansinntekter finnes ved verdidriverne finansiell eiendelsrente og finansiell gjeldsrente. I et velfungerende kapitalmarked der netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi vil netto finansiell gjeldsrente være lik netto finansielt gjeldskrav. For Experts vedkommende er det rimelig å forutsette at disse betingelsene er oppfylt, og dermed er det rimelig å anta at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav og finansiell eiendelsrente er lik finansielt eiendelskrav i budsjettperioden. Netto finansiell gjeldsrente i perioden finnes derfor ved fremskriving av avkastningskrav, som er vist senere i oppgaven¹²⁷. Netto finansiell gjeldsrente og netto finanskostnad er vist i figur 8.7.

Netto finanskostnad	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
* FG t-1	292 356	373 020	501 458	637 584	799 878	947 088	1 114 596	1 304 463
* fgr t	0,029	0,034	0,038	0,042	0,045	0,048	0,052	0,055
= NFK t	8 487	12 515	18 908	26 551	36 140	45 809	57 583	71 419
* FE t-1	488 102	524 560	616 077	701 342	785 967	828 702	891 677	953 262
* fer t	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053
= NFI t	10 838	13 960	19 116	24 863	31 343	36 721	43 470	50 710
→ NFK - NFI	(2 351)	(1 446)	(209)	1 689	4 797	9 088	14 113	20 710

Figur 8.7: Netto finanskostnad

8.3.6 Steg 6: Minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene budsjetteres ved minoritetsdelen i forhold til netto driftseiendeler. Frem til og med 2003 hadde Expert svært lav minoritetsandel. I 2004 og 2005 hadde de en minoritetsandel på henholdsvis 19,1 % og 16,0 %. Den store økningen skyldes nok store og mange oppkjøp i perioden. Jeg forventer at minoritetsandelen vil gå noe ned fremover. Dels på grunn av at flere deleide virksomheter sannsynligvis vil bli kjøpt helt opp og bli en del av

¹²⁷ Jamfør avsnitt 8.5.3

majoriteten, og dels fordi jeg vil forvente færre oppkjøp mot horisonten. Mine beste estimat på minoritetsdel på budsjettpunktene er derfor 15,0 % i 2006, 14,0 % i 2007, 10,0 % i 2010 og 8,0 % i 2013. Horisontandelen er ca 1 prosentpoeng lavere enn det vektete snittet for analyseperioden, noe jeg anser som rimelig. Minoritetsinteressene i budsjettperioden er vist i figur 8.8.

Minoritetsinteresser	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NDE	1 165 688	1 432 736	1 738 864	2 086 637	2 367 719	2 675 030	3 010 300	3 175 867
+ mid	0,150	0,140	0,127	0,113	0,100	0,093	0,087	0,080
= MI	174 853	200 583	220 256	236 486	236 772	249 669	260 893	254 069

Figur 8.8: Minoritetsinteresser

8.3.7 Steg 7: Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat finnes ved å budsjettere netto minoritetsrentabilitet. I et velfungerende kapitalmarked der minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi er netto minoritetsrentabilitet lik netto minoritetskravet. Dette antas å være oppfylt for Expert, og netto minoritetsrentabilitet i budsjettperioden vil derfor være lik kravet. Netto minoritetskravet finnes ved fremskriving av krav senere i oppgaven¹²⁸. Figur 8.9 viser netto minoritetsresultat for budsjettperioden.

Minoritetsinteresser	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
MI t-1	162 808	174 853	200 583	220 256	236 486	236 772	249 669	260 893
+ mir t	0,081	0,080	0,084	0,088	0,092	0,096	0,100	0,104
= NMR t	13 242	13 921	16 823	19 357	21 712	22 717	25 045	27 214

Figur 8.9: Netto minoritetsresultat

8.4 Fremtidsregnskapet i budsjettperioden

Jeg har nå budsjettert alle verdidriverne over budsjettperioden, og det er da klart for å presentere fremtidsregnskapet i budsjettperioden. Dette er vist i figurene nedenfor. Merk at egenkapital og netto betalt utbytte finnes residualt.

Fremtidsresultat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
DI	6 487 306	8 109 133	9 325 502	10 506 733	11 592 428	12 519 823	13 417 077	14 266 825	15 051 500
- NDR	130 956	162 183	205 161	241 655	278 218	312 996	322 010	328 137	331 133
+ NFI	7 833	10 838	13 960	19 116	24 863	31 343	36 721	43 470	50 710
= NRS	138 789	173 020	219 121	260 771	303 081	344 338	358 731	371 607	381 843
- NFK	12 625	8 487	12 515	18 908	26 551	36 140	45 809	57 583	71 419
- NMR	-	13 136	13 815	16 695	19 210	21 547	22 544	24 853	27 005
= NRE	126 164	151 397	192 791	225 169	257 320	286 652	290 379	289 172	283 418
+ UNDR	59 612	-	-	-	-	-	-	-	-
+ UNFR	9 158	-	-	-	-	-	-	-	-
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= FNR	194 934	151 397	192 791	225 169	257 320	286 652	290 379	289 172	283 418
- NBU	35 650	59 763	(11 607)	(10 426)	3 446	110 331	100 499	93 407	236 207
= ΔEK	159 284	91 634	204 398	235 594	253 874	176 321	189 880	195 765	47 212

Figur 8.10: Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NDE	1 017 802	1 165 688	1 432 736	1 738 864	2 086 637	2 367 719	2 675 030	3 010 300	3 175 867
+ FE	488 102	524 560	616 077	701 342	785 967	828 702	891 677	953 262	952 760
= SSE	1 505 904	1 690 247	2 048 813	2 440 206	2 872 604	3 196 421	3 566 706	3 963 562	4 128 626
EK	1 050 740	1 142 374	1 346 772	1 582 366	1 836 241	2 012 561	2 202 441	2 398 206	2 445 417
+ MI	162 808	174 853	200 583	220 256	236 486	236 772	249 669	260 893	254 069
+ FG	292 356	373 020	501 458	637 584	799 878	947 088	1 114 596	1 304 463	1 429 140
= SSK	1 505 904	1 690 247	2 048 813	2 440 206	2 872 604	3 196 421	3 566 706	3 963 562	4 128 626

Figur 8.11: Fremtidsbalanse

¹²⁸ Jamfør avsnitt 8.5.2

Fremtidig fri kontantstrøm	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NDR	130 956	162 183	205 161	241 655	278 218	312 996	322 010	328 137	331 133
+ UNDR	59 612	-	-	-	-	-	-	-	-
- ΔNDE	44 670	147 886	267 048	306 128	347 773	281 082	307 310	335 270	165 567
= FKD	145 898	14 297	(61 887)	(64 473)	(69 555)	31 913	14 700	(7 133)	165 567
+ NFI	7 833	10 838	13 960	19 116	24 863	31 343	36 721	43 470	50 710
+ UNFI	22 155	-	-	-	-	-	-	-	-
- ΔFE	54 394	36 458	91 517	85 265	84 625	42 735	62 975	61 585	(502)
= FKS	121 492	(11 323)	(139 444)	(130 622)	(129 316)	20 521	(11 554)	(25 249)	216 778
- NFK	18 070	8 487	12 515	18 908	26 551	36 140	45 809	57 583	71 419
+ ΔFG	75 654	80 664	128 438	136 126	162 294	147 210	167 508	189 868	124 677
- NMR	-	13 136	13 815	16 695	19 210	21 547	22 544	24 853	27 005
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ ΔMI	-	12 045	25 730	19 673	16 229	286	12 897	11 223	(6 823)
= FKE	179 076	59 763	(11 607)	(10 426)	3 446	110 331	100 499	93 407	236 207

Figur 8.12: Fremtidig fri kontantstrøm

8.5 Krav over budsjettperioden

Avkastningskravet er tidligere til å være en målestokk for historiske rentabilitetstall. Over budsjettperioden må avkastningskravene estimeres fremover i tid, de skal altså være fremoverskuende. For at jeg skal kunne verdsette alle delkapitalene til Expert trenger jeg å estimere alle de tilhørende kapitalkravene. Fremskrivning av kravene gjøres etter samme metode som ble brukt ved beregning av kravene i regnskapsanalysen, men nå er vektingen basert på inngående kapital.

8.5.1 Egenkapitalkravet

Egenkapitalkravet finnes ved følgende modell: $ekk = (r_f + \beta_{EK}(r_m - r_f) + ilp)/(1 - \tau)$, der τ (effektiv utbytteskatt) er innført som ekstra variabel i tillegg til modellen fra avsnitt 6.4.1. Fra og med 2006 skal det betales 28 % skatt på aksjeutbytte som overstiger en viss skjermingsgrense¹²⁹. Den effektive utbytteskatten vil i realiteten bli vesentlig lavere enn 28 %, siden norske selskaper er fritatt fra utyttebeskatningen. Det vil også være utstrakt bruk av skattetilpasning blant personlige skatteyttere for å unngå utbytteskatt. Et rimelig anslag på effektiv utbytteskatt for en marginal investor er 3 % på horisonten, skjønnsmessig vurdert.

Den risikofrie renten er nå på et svært lavt nivå, men har begynt å stige igjen fra bunnivået. Jeg vil forvente at den risikofrie renten før skatt (kortsiktig NIBOR) vil stige lineært mot 5,0 % på horisonten. Dette er 0,4 prosentpoeng over gjennomsnittet i analyseperioden. Dette gir en risikofri rente etter 10 % risikopremie og etter skatt på 3,2 % i 2013.

Gjennomsnittlig risikopremie på Oslo Børs i årene 1958 til 2005 er 6,5 %¹³⁰ når de 10 % høyeste og 10 % laveste årene er tatt bort. Thore Johnsen har funnet at gjennomsnittlig risikopremie i Norge i årene 1900 til 2005 er 5,0 %¹³¹. Historisk sett her Norge ligget

¹²⁹ Kilde: <http://www.skatteetaten.no/Templates/Artikkel.aspx?id=10268&epslanguage=NO>

¹³⁰ Kilde: Oslo Børs 1958 – 2005: trimmet gjennomsnitt (BUS425 – plansje 15-10)

¹³¹ Kilde: Professor Thore Johnsen, NHH (BUS425 – plansje 15-11)

forholdsvist lavt i forhold til mange andre land¹³². I et mer internasjonalt perspektiv er det derfor rimelig å regne med at risikopremien på sikt vil bli noe høyere enn det historiske snittet til Thore Johnsen. Jeg finner det derfor rimelig å regne med en risikopremie på 6,5 %.

Illikviditetspremien forventer jeg skal være 0 % også i fremtiden. Jeg ser ingen grunn til at Expert-aksjen skal bli mindre likvid fremover.

Egenkapitalbetaen for 2005 er som tidligere forutsatt og beregnet, 0,726. Egenkapitalbeta for de senere årene blir beregnet indirekte, ved å gå veien om netto driftsbeta og Miller – Modigliani¹³³ som er diskutert og vist tidligere i oppgaven. Utrekningen i budsjettperioden er vist i figur 8.20 lenger nede.

Alle forutsetningene for å kunne beregne egenkapitalkravet i budsjettperioden er nå tilstede. Egenkapitalkravet er oppsummert i figur 8.13.

Egenkapitalkravet	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kortsiktig NIBOR-rente	0,023	0,026	0,030	0,033	0,037	0,040	0,043	0,047	0,050
- 10 % risikopremie	0,002	0,003	0,003	0,003	0,004	0,004	0,004	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,021	0,024	0,027	0,030	0,033	0,036	0,039	0,042	0,045
- 28 % skatt	0,006	0,007	0,007	0,008	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013
= Risikofri rente	0,015	0,017	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032
+ Egenkapitalbeta	0,726	0,659	0,696	0,728	0,758	0,791	0,827	0,857	0,890
* Risikopremien	0,064	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+ Illikviditetspremie	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Egenkapitalkrav før eus	0,061	0,060	0,064	0,069	0,073	0,077	0,082	0,086	0,090
/ (1 - effektiv utbytteskatt)	1,000	0,996	0,993	0,989	0,985	0,981	0,978	0,974	0,970
= Egenkapitalkrav	0,061	0,060	0,065	0,070	0,074	0,079	0,084	0,088	0,093

Figur 8.13: Egenkapitalkravet

Som vi ser øker kravet til egenkapitalen utover budsjettperioden, og ender på 9,3 % i 2013. Årsakene til dette er flere. Først og fremst øker den risikofrie renten. I tillegg ser vi også at risikoen blir større ved at egenkapitalbetaen øker til 0,890 i 2013. Vi ser også at utbytteskatten har en økende innvirkning på kravet utover i perioden.

8.5.2 Minoritetskravet

Minoritetskravet i budsjettperioden finnes ved følgende modell: $mik = (ekk\ før\ eus + ilp) / (1 - \tau)$. Minoriteten er mer innlåst, og dermed mindre likvid, enn majoriteten. Likevel virker det rimelig å anta at minoriteten over tid kan bli mindre innlåst, for eksempel fordi majoriteten blir mer interessert i å kjøpe ut minoriteten på grunn av god lønnsomhet. Derfor forventer jeg en lineært fallende illikviditetspremie for minoriteten over budsjettperioden, til 1,5 % i 2013. Dette er basert på beste skjønn. Minoritetskravet er vist i figur 8.14.

¹³² Kilde: BUS425 – plansje 15-12

¹³³ Kilde: Brealey, Myers & Marcus (2004)

Minoritetskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalkrav før eus	0,061	0,060	0,064	0,069	0,073	0,077	0,082	0,086	0,090
+ Illikviditetspremie	0,020	0,019	0,019	0,018	0,018	0,017	0,016	0,016	0,015
/ (1 - effektiv utbytteskatt)	1,000	0,996	0,993	0,989	0,985	0,981	0,978	0,974	0,970
= Minoritetskrav	0,081	0,080	0,084	0,088	0,092	0,096	0,100	0,104	0,108

Figur 8.14: Minoritetskravet

8.5.3 Krav til netto finansiell gjeld

Kravet til netto finansiell gjeld fastsettes gjennom vekting mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Beta til netto finansiell gjeld forutsettes å være null. Dette fordi den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Beta til finansiell gjeld finnes gjennom vekting: $\beta_{FG} = \beta_{FE} \cdot FE/FG$. Beta til finansielle eiendeler finnes gjennom vekting mellom kontanter, fordringer og investeringer. Her er det forutsatt at kontanter og fordringer har beta null, og investeringer har beta lik 1, jamfør tilsvarende beregning tidligere i oppgaven. Expert har i dag stor andel av de finansielle eiendelene i kontanter, og lite i investeringer. Jeg forventer at kontantandelen reduseres lineært til 60 % av finansielle eiendeler i 2013, og at investeringer økes lineært til 30 % av finansielle eiendeler i 2013. De resterende 10 % er fordringer. Dette er basert på mitt beste skjønn, og beregningen av beta til finansielle eiendeler er vist i figur 8.15.

Finansiell eiendelsbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kontantbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Kontantvekt	0,877	0,853	0,817	0,781	0,745	0,708	0,672	0,636	0,600
+ Fordringsbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Fordringsvekt	0,122	0,076	0,080	0,083	0,086	0,090	0,093	0,097	0,100
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,001	0,071	0,103	0,136	0,169	0,202	0,234	0,267	0,300
= Finansiell eiendelsbeta	0,001	0,071	0,103	0,136	0,169	0,202	0,234	0,267	0,300

Figur 8.15: Beta til finansielle eiendeler

Finansiell gjeldsbeta kan nå beregnes. Utregningen er vist i figur 8.16.

Finansiell gjeldsbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,118	0,145	0,167	0,186	0,198	0,205	0,214	0,219
* Finansiell gjeldsvekt	(4,346)	(1,494)	(2,462)	(4,375)	(10,000)	57,500	8,000	5,000	3,714
- Finansiell eiendelsbeta	0,001	0,071	0,103	0,136	0,169	0,202	0,234	0,267	0,300
* Finansiell eiendelsvekt	(5,346)	(2,494)	(3,462)	(5,375)	(11,000)	56,500	7,000	4,000	2,714
= Netto finansiell gjeldsbeta	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Figur 8.16: Beta til finansiell gjeld

Det finansielle eiendelskravet finnes ved følgende formel: $fek = r_f + \beta_{FE} \cdot mrp + krp \cdot FOR/FE$, der mrp er markedets risikopremie og krp er kredittrisikopremien¹³⁴ på grunn av kredittrisiko i fordringer. Utregningen av avkastningskravet til finansielle eiendeler er vist i figur 8.17. I utregningen er det forutsatt at fordringene er gjennomsnittlig risikofylte, altså en rating på BBB.

Finansiell eiendelskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Risikofri rente	0,015	0,017	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032
+ Finansiell eiendelsbeta	0,001	0,071	0,103	0,136	0,169	0,202	0,234	0,267	0,300
* Systematisk risikopremie	0,064	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+ Kredittrisikopremie	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
= Finansiell eiendelskrav	0,016	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053
Fordringsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,015	0,017	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032
* Kreditrisikofaktor	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
= Kredittrisikopremie BBB	0,006	0,007	0,008	0,009	0,009	0,010	0,011	0,012	0,013
+ Fordringsvekt	0,122	0,076	0,080	0,083	0,086	0,090	0,093	0,097	0,100
= Kredittrisikopremie	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001

Figur 8.17: Finansiell eiendelskrav

¹³⁴ Kilde: <http://www2.standardandpoors.com>

Vi ser at det er en ganske sterk økning i kravet over budsjettperioden. Dette skyldes både økt rente og økt finansiell eiendelsbeta.

Finansielt gjeldskrav finnes ved følgende formel: $fgk = r_f + \beta_{FG} \cdot mrp + krp$. Kredittrisikopremien finnes her gjennom syntetisk rating på basis av to forholdstall; egenkapitalprosent i forhold til totalkapitalen og netto driftsrentabilitet. Vi bruker ikke likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad fordi likviditetsgrad 1 ikke blir budsjettet og fordi netto finanskostnad er avhengig av det finansielle gjeldskravet. Den syntetiske ratingen av disse forholdstallene og beregning av kredittrisikopremien for Expert er vist i figur 8.18. I ratingen har jeg rundet av til nærmeste hele ratingklasse.

Syntetisk rating	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrentabilitet	0,135	0,159	0,176	0,169	0,160	0,150	0,136	0,123	0,110
Egenkapitalprosent	0,698	0,676	0,657	0,648	0,639	0,630	0,618	0,605	0,592
Netto driftsrentabilitetsrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Egenkapitalprosentrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Kreditrisikofaktor	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Risikofri rente	0,015	0,017	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032
= Kredittrisikopremie	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,007	0,008	0,008

Figur 8.18: Syntetisk rating

Som vi ser har Expert en gjennomsnittsrating på A alle årene. Dette gir en kredittrisikofaktor på 0,250, og dermed en forholdsvis lav kredittrisikopremie som øker noe utover perioden på grunn av renteøkningen.

Utrekningen av kravet til finansiell gjeld er vist i figur 8.19, og utregningen kravet til netto finansiell gjeld fremkommer i figur 8.20.

Finansielt gjeldskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Risikofri rente	0,015	0,017	0,019	0,021	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032
+ Finansiell gjeldsbeta	0,002	0,118	0,145	0,167	0,186	0,198	0,205	0,214	0,219
* Systematisk risikopremie	0,064	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+ Kredittrisikopremie	0,004	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,007	0,008	0,008
= Finansielt gjeldskrav	0,019	0,029	0,034	0,038	0,042	0,045	0,048	0,052	0,055

Figur 8.19: Finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,029	0,034	0,038	0,042	0,045	0,048	0,052	0,055
* Finansiell gjeldsvekt	(4,346)	(1,494)	(2,462)	(4,375)	(10,000)	57,500	8,000	5,000	3,714
- Finansiell eiendelskrav	0,016	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053
* Finansiell gjeldsvekt	(5,346)	(2,494)	(3,462)	(5,375)	(11,000)	56,500	7,000	4,000	2,714
= Netto finansielt gjeldskrav	0,003	0,012	0,010	0,002	(0,026)	0,345	0,077	0,063	0,059

Figur 8.20: Netto finansielt gjeldskrav

Kravene til netto finansiell gjeld gir enkelte år verdier som er vanskelig å tolke. Dette kommer av at vektene får litt ”merkelige” verdier. Kravene til både finansielle eiendeler og finansiell gjeld virker derimot til å være fornuftige.

8.5.4 Netto driftskrav

Avkastningskravet til netto driftskapital finnes ved vektning mellom kravene til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld. Netto driftsbeta er den vektete summen av beta til egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld. For 2005 har vi alle betaverdiene og vektene, slik at vi kan finne beta til netto driftskapital. For de senere årene bruker vi forutsetningen til Miller – Modigliani¹³⁵ om at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen, selv om dette er en forenkling av virkeligheten og kanskje også urealistisk. Netto driftsbeta er med disse forutsetningene lik i alle årene, og vi kan derfor finne beta til egenkapitalen og minoritetsinteressene. Utregningen er vist i figur 8.21.

Netto driftsbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalbeta	0,726	0,659	0,696	0,728	0,758	0,791	0,827	0,857	0,890
* Egenkapitalvekt	0,893	1,032	0,980	0,940	0,910	0,880	0,850	0,823	0,797
+ Minoritetsbeta	0,726	0,659	0,696	0,728	0,758	0,791	0,827	0,857	0,890
* Minoritetsvekt	0,191	0,160	0,150	0,140	0,127	0,113	0,100	0,093	0,087
+ nfgb	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* Netto finansiell gjeldsvekt	(0,083)	(0,192)	(0,130)	(0,080)	(0,037)	0,007	0,050	0,083	0,117
= Netto driftsbeta	0,786	0,786	0,786	0,786	0,786	0,786	0,786	0,786	0,786

Figur 8.21: Netto driftsbeta og egenkapitalbeta

Vi ser her at egenkapitalbetaen går noe ned til 2006, men øker deretter igjen fram til 2013. Dette skyldes at netto finansiell gjeldsvekt øker i perioden mens egenkapitalvekten går ned. Verdiene for egenkapitalbeta de enkelte årene er brukt i beregningen av egenkapitalkravet i figur 8.13.

Netto driftskravet kan nå finnes, og utregningen er vist i figur 8.22. I figuren ser vi at netto driftskravet øker forholdsvis jevnt fra 7,0 % i 2005 til 9,0 % i 2013.

Netto driftskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Egenkapitalkrav	0,061	0,060	0,065	0,070	0,074	0,079	0,084	0,088	0,093
* Egenkapitalvekt	0,893	1,032	0,980	0,940	0,910	0,880	0,850	0,823	0,797
+ Minoritetskrav	0,081	0,080	0,084	0,088	0,092	0,096	0,100	0,104	0,108
* Minoritetsvekt	0,191	0,160	0,150	0,140	0,127	0,113	0,100	0,093	0,087
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,007	0,012	0,010	0,002	(0,026)	0,345	0,077	0,063	0,059
* Netto finansiell gjeldsvekt	(0,083)	(0,192)	(0,130)	(0,080)	(0,037)	0,007	0,050	0,083	0,117
= Netto driftskrav	0,070	0,073	0,075	0,078	0,080	0,082	0,085	0,088	0,090

Figur 8.22: Netto driftskrav

8.5.5 Sysselsatt kapitalkravet

Kravet til sysselsatt kapital finnes ved vektning mellom kravene til egenkapitalen, minoritetsinteressene og finansiell gjeld. Utregningen av sysselsatt kapitalkravet er vist i figur 8.23. Kravet øker jevnt utover perioden, hovedsakelig på grunn av økning både i netto driftskrav og i netto driftseieendelsvekt.

Sysselsatt kapitalkravet	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftskrav	0,070	0,073	0,075	0,078	0,080	0,082	0,085	0,088	0,090
* Netto driftseieendelsvekt	0,692	0,676	0,690	0,699	0,713	0,726	0,741	0,750	0,759
+ Finansielt eiendelskrav	0,020	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053
* Finansiell eiendelsvekt	0,308	0,324	0,310	0,301	0,287	0,274	0,259	0,250	0,241
= Sysselsatt kapitalkrav	0,054	0,056	0,060	0,064	0,067	0,071	0,074	0,078	0,081

Figur 8.23: Sysselsatt kapitalkrav

¹³⁵ Kilde: Brealey, Myers & Marcus (2004)

8.5.6 Driftsegenkapitalkravet

En måte å verdsette egenkapitalen på, er å bruke fri kontantstrøm til egenkapital fra drift (FKED) og et tilsvarende driftsegenkapitalkrav (dekk). Driftsegenkapitalkravet finnes ved vekting. Utregningen er vist i figur 8.24.

Driftsegenkapitalkravet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
Egenkapitalkrav	0,060	0,065	0,070	0,074	0,079	0,084	0,088	0,093	0,095	0,095	0,095
* Egenkapitalvekt	1,868	1,849	1,843	1,796	1,748	1,700	1,680	1,660	1,638	1,638	1,638
- Finansiell eiendelskrav	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053	0,053	0,053	0,053
* Finansiell eiendelsvekt	0,868	0,849	0,843	0,796	0,748	0,700	0,680	0,660	0,638	0,638	0,638
= Driftsegenkapitalkravet	0,093	0,098	0,102	0,105	0,108	0,111	0,115	0,119	0,122	0,122	0,122

Figur 8.24: Driftsegenkapitalkravet

8.6 Fremskriving etter budsjettperioden

Etter budsjettperioden antar jeg at Expert har kommet i "steady state". Fra da fremskrives verdiene. De ulike budsjettdriverne og kravene fremskrives til 2014 og 2015, og regnes derfra å være de samme år for år. En oversikt over budsjetterte og fremskrevne budsjettdriverne og krav er vist i henholdsvis figur 8.25 og 8.26.

Budsjettdriverne	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
div	0,250	0,150	0,127	0,103	0,080	0,072	0,063	0,055	0,055	0,055	0,055
onde	7,967	8,000	7,333	6,667	6,000	5,667	5,333	5,000	5,000	5,000	5,000
ndm	0,020	0,022	0,023	0,024	0,025	0,024	0,023	0,022	0,022	0,022	0,022
fgd	0,320	0,350	0,367	0,383	0,400	0,417	0,433	0,450	0,450	0,450	0,450
fed	0,450	0,430	0,403	0,377	0,350	0,333	0,317	0,300	0,300	0,300	0,300
fgr	0,029	0,034	0,038	0,042	0,045	0,048	0,052	0,055	0,055	0,055	0,055
fer	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053	0,053	0,053	0,053
mid	0,150	0,140	0,127	0,113	0,100	0,093	0,087	0,080	0,080	0,080	0,080
mir	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080	0,080

Figur 8.25: Budsjetterte og fremskrevne budsjettdriverne

Fremtidskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
ndk	0,070	0,073	0,075	0,078	0,080	0,082	0,085	0,088	0,090	0,090	0,090	0,090
fk	0,016	0,022	0,027	0,031	0,035	0,040	0,044	0,049	0,053	0,053	0,053	0,053
ssk	0,054	0,056	0,060	0,064	0,067	0,071	0,074	0,078	0,081	0,082	0,082	0,082
ekk	0,061	0,060	0,065	0,070	0,074	0,079	0,084	0,088	0,093	0,095	0,095	0,095
mik	0,081	0,080	0,084	0,088	0,092	0,096	0,100	0,104	0,108	0,111	0,111	0,111
fgk	0,019	0,029	0,034	0,038	0,042	0,045	0,048	0,052	0,055	0,054	0,054	0,054
nfk	0,003	0,012	0,010	0,002	(0,026)	0,345	0,077	0,063	0,059	0,054	0,054	0,054

Figur 8.26: Budsjetterte og fremskrevne krav

8.6.1 Fremtidsregnskap

Det fullstendige fremtidsregnskapet består av både budsjetterte og fremskrevne verdier. I figur 8.27 fremkommer fremtidsresultatet, figur 8.28 viser fremtidsbalansen, mens den fremtidige frie kontantstrømmen er vist i figur 8.29.

Fremtidsresultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
DI	8 109 133	9 325 502	10 506 733	11 592 428	12 519 823	13 417 077	14 266 825	15 051 500	15 879 333	16 752 696	17 674 094
- NDR	162 183	205 161	241 655	278 218	312 996	322 010	328 137	331 133	349 345	368 559	388 830
+ NFI	10 838	13 960	19 116	24 863	31 343	36 721	43 470	50 710	50 683	53 471	56 411
= NRS	173 020	219 121	260 771	303 081	344 338	358 731	371 607	381 843	400 028	422 030	445 242
- NFK	8 487	12 515	18 908	26 551	36 140	45 809	57 583	71 419	78 245	82 549	87 089
- NMR	13 242	13 921	16 823	19 357	21 712	22 717	25 045	27 214	20 326	21 443	22 623
= NRE	151 291	192 686	225 041	257 173	286 487	290 205	288 979	283 209	301 457	318 038	335 530
+ UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ UNFR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= FNR	151 291	192 686	225 041	257 173	286 487	290 205	288 979	283 209	301 457	318 038	335 530
- NBU	59 657	(11 712)	(10 554)	3 298	110 166	100 325	93 215	235 998	166 959	176 142	185 830
= ΔEK	91 634	204 398	235 594	253 874	176 321	189 880	195 765	47 212	134 498	141 895	149 700

Figur 8.27: Fremtidsresultat

Fremtidsbalanse	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDE	1 017 802	1 165 688	1 432 736	1 738 864	2 086 637	2 367 719	2 675 030	3 010 300	3 175 867	3 350 539	3 534 819
+ FE	488 102	524 560	616 077	701 342	785 967	828 702	891 677	953 262	952 760	1 005 162	1 060 446
= SSE	1 505 904	1 690 247	2 048 813	2 440 206	2 872 604	3 196 421	3 566 706	3 963 562	4 128 626	4 355 701	4 595 265
EK	1 050 740	1 142 374	1 346 772	1 582 366	1 836 241	2 012 561	2 202 441	2 398 206	2 445 417	2 579 915	2 721 811
+ MI	162 808	174 853	200 583	220 258	236 486	236 772	249 669	260 893	254 069	268 043	282 786
+ FG	292 356	373 020	501 458	637 584	799 878	947 088	1 114 596	1 304 463	1 429 140	1 507 743	1 590 668
= SSK	1 505 904	1 690 247	2 048 813	2 440 206	2 872 604	3 196 421	3 566 706	3 963 562	4 128 626	4 355 701	4 595 265

Figur 8.28: Fremtidsbalanse

Fremtidig fri kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
NDR	162 183	205 161	241 655	278 218	312 996	322 010	328 137	331 133	349 345	368 559	388 830
+ UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- UNDE	147 886	267 048	306 128	347 773	281 082	307 310	335 270	165 567	174 673	184 280	194 415
= FKD	14 297	(61 887)	(64 473)	(69 555)	31 913	14 700	(7 133)	165 567	174 673	184 280	194 415
+ NFI	10 838	13 960	19 116	24 863	31 343	36 721	43 470	50 710	50 683	53 471	56 411
+ UNFI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- AFE	36 458	91 517	85 265	84 625	42 735	62 975	61 585	(502)	52 402	55 284	58 325
= FKS	(11 323)	(139 444)	(130 622)	(129 316)	20 521	(11 564)	(25 249)	216 778	172 954	182 466	192 502
- NFK	8 487	12 515	18 908	26 551	36 140	45 809	57 583	71 419	78 245	82 549	87 089
+ JFG	80 664	128 438	136 126	162 294	147 210	167 508	189 868	124 677	78 603	82 926	87 487
- NMR	13 242	13 921	16 823	19 357	21 712	22 717	25 045	27 214	20 326	21 443	22 623
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ JMI	12 045	25 730	19 673	16 229	286	12 897	11 223	(6 823)	19 974	14 742	15 553
= FKE	59 657	(11 712)	(10 554)	3 298	110 166	100 325	93 215	235 998	166 959	176 142	185 630

Figur 8.29: Fremtidig fri kontantstrøm

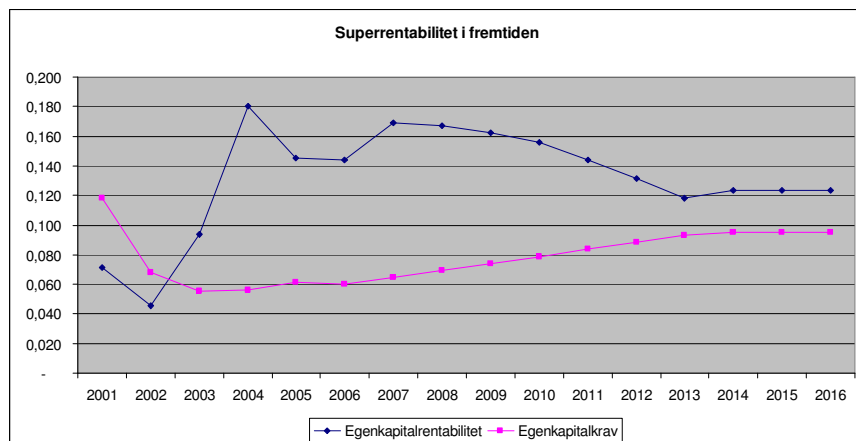
Fremtidsregnskapene og kravene jeg nå har kommet frem til skal nå brukes videre i den fundamentale verdsettelsen av Expert, som kommer i neste kapittel.

8.7 Oppsummering

Den budsjetterte og fremskrevne superrentabiliteten til Expert fremkommer i figur 8.30 og grafisk i figur 8.31.

Superrentabilitet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapitalrentabilitet	0,144	0,169	0,167	0,163	0,156	0,144	0,131	0,118	0,123	0,123	0,123
- Egenkapitalkrav	0,060	0,065	0,070	0,074	0,079	0,084	0,088	0,093	0,095	0,095	0,095
= Superrentabilitet	0,084	0,104	0,098	0,088	0,077	0,061	0,043	0,025	0,028	0,028	0,028

Figur 8.30: Superrentabilitet i fremtiden

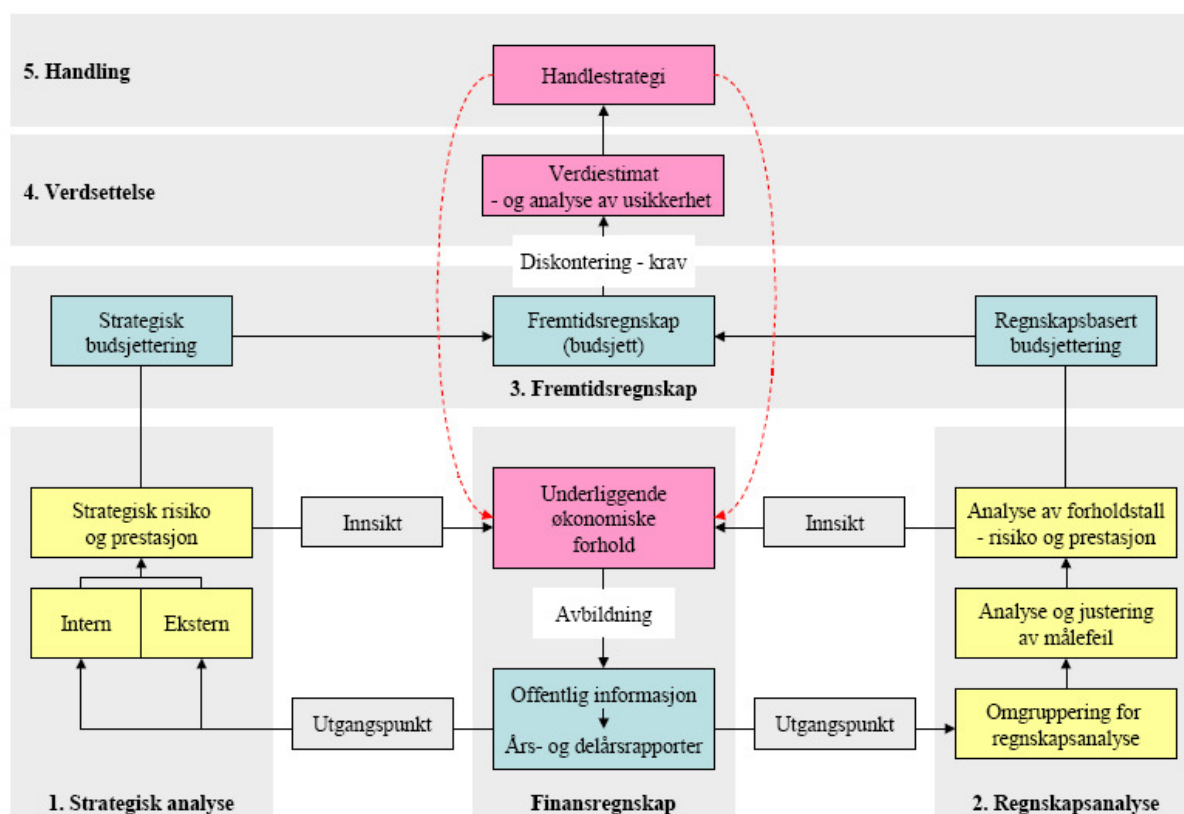


Figur 8.31: Superrentabilitet til egenkapitalen for Expert

Som vi ser av figurene har Expert en høy superrentabilitet i begynnelsen av budsjettperioden. På det meste er den oppe i 10,4 % i 2007. Den avtar så mot horisonten, og i "steady state" har Expert en superrentabilitet på 2,8 %. Dette er forholdsvis høyt, og høyere enn jeg fant i den strategiske analysen tidligere (ca 1 – 2 %). Avviket kan skyldes blant annet at den kvalitative analysen ikke har fanget opp alle forholdene som er reflektert i regnskapstallene, eller at regnskapstallene eller det estimerte avkastningskravet inneholder målefeil, som dermed gjør at forhold som avspeiles i den strategiske analysen ikke blir fanget opp. Til tross for avviket, virker ikke tallene å være direkte urimelige.

9.0 Fundamental verdsettelse

I kapittel 3 i oppgaven diskuterte jeg de ulike verdsettelsesteknikkene og argumenterte for hvorfor fundamental verdsettelse passer best for Expert. I dette kapitlet brukes fremtidsregnskapet og avkastningskravene fra forrige kapittel for å gjennomføre fundamental verdsettelse av Expert. I figur 9.1 er rammeverket for fundamental verdsettelse vist igjen. Jeg har nå kommet frem til punkt 4, selve verdsettelsen. De ulike verdsettelsesmetodene jeg bruker blir gjennomgått videre i kapitlet.



Figur 9.1: Rammeverk for fundamental verdsettelse¹³⁶

9.1 Egenkapitalmetoden¹³⁷

Ved bruk av egenkapitalmetoden verdsettes egenkapitalen til Expert direkte. Dette kan skje ved bruk av fire ulike modeller. Disse er utbyttmodellen (NBU-modellen), fri kontantstrømmodellen (FKE-modellen), superprofitmodellen (SPE-modellen) og superprofitvekstmodellen (Δ SPE-modellen). Felles for modellene i egenkapitalmetoden er at verdien av egenkapitalen er lik en base pluss nåverdien av en "strøm" til egenkapitalen. For NBU-modellen og FKE-modellen er basen 0 og strømmen henholdsvis NBU og FKE. Siden NBU

¹³⁶ Kilde: BUS425 – plansje 01-28 (K. H. Knivsflå)

¹³⁷ Kilde: Penman (2003) og Damodaran (2002)

er lik FKE er disse modellene i praksis like, og jeg gjennomfører derfor disse felles. En forutsetning for verdsettelsen er at Expert er i "steady state" etter budsjettperioden, og at veksten er konstant fra T + 1 og utover.

9.1.1 NBU-modellen (FKE-modellen)¹³⁸

NBU-modellen defineres ved følgende formel (under forutsetning om konstant vekst):

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekk - ekv)}$$

Her er det første leddet nåverdien av netto betalt utbytte, mens det siste leddet er nåverdien av horisontleddet. I figur 9.2 er NBU-modellen anvendt på Expert. I horisontleddet er det det fremskrevne egenkapitalkravet og den fremskrevne veksten som er brukt. Sistnevnte er for øvrig lik driftsinntektsveksten på horisonten, 5,5 %.

NBU- og FKE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fri kontantstrøm til egenkapital		59 657	(11 712)	(10 554)	3 298	110 166	100 325	93 215	235 998	166 959	176 142	
/ Diskonteringsfaktor		1,060	1,129	1,208	1,297	1,399	1,516	1,650	1,804	1,976		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	456 464	56 272	(10 373)	(8 740)	2 543	78 738	66 168	56 492	130 851	84 513		
+ Nåverdi horisontverdien	2 208 761									2 208 761		
= Verdien av egenkapitalen	2 665 225											
→ Verdiestimat per aksje	84,96	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
		32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.2: NBU- og FKE-modellen

Vi ser at verdiestimatet på egenkapitalen ved denne metoden er ca 2 665 225 000 kroner, som tilsvarer en verdi per aksje på 84,96 kroner den 31.12.2005.

9.1.2 SPE-modellen¹³⁹

SPE-modellen defineres ved følgende formel (under forutsetning om konstant vekst):

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) \times EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) \times EK_T}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekk - ekv)}$$

Verdien av egenkapitalen er her den balanseførte verdien av egenkapitalen på tidspunkt 0 pluss nåverdien av superprofitten til egenkapitalen over budsjettperioden pluss nåverdien av horisontleddet. Verdsettelse av Expert ved SPE-modellen er vist i figur 9.3. Vi ser at verdiestimatet er det samme her som for NBU-modellen.

SPE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Balansert egenkapital	1 050 740											
+ Superprofitt til egenkapital		88 073	118 457	131 369	140 005	141 885	121 778	94 582	60 108	68 246	71 999	75 959
/ Diskonteringsfaktor		1,060	1,129	1,208	1,297	1,399	1,516	1,650	1,804	1,976		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	711 642	83 074	104 917	108 786	107 946	101 409	80 316	57 321	33 327	34 545		
+ Nåverdi horisontverdien	902 843									902 843		
= Verdien av egenkapitalen	2 665 225											
→ Verdiestimat per aksje	84,96	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
		32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.3: SPE-modellen

9.1.3 ΔSPE-modellen¹⁴⁰

ΔSPE-modellen defineres ved følgende formel (under forutsetning om konstant vekst):

¹³⁸ Kilde: Penman (2003)

¹³⁹ Kilde: Penman (2003)

¹⁴⁰ Kilde: Penman (2003)

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \times \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1+ekk_1) \times \dots \times (1+ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1+ekk_1) \times \dots \times (1+ekk_{T+1}) \times (ekk - ekv)} \right\}$$

Verdien av egenkapitalen ved Δ SPE-modellen er den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen pluss den kapitaliserte nåverdien av superprofittveksten i budsjettperioden og horisontleddet. Superprofittvekst vil si den veksten man har i superprofitt fra ett år til neste år. Verdsettelse av Expert ved Δ SPE-modellen er vist i figur 9.4. Også her blir verdiestimatet det samme som for de to tidligere metodene.

Δ SPE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoreultat 1 2006		151 291										
Kapitalisert verdi	2 514 571											
+ Superprofittvekst til egenkapital			29 849	11 758	6 827	(564)	(22 751)	(29 638)	(36 281)	5 945	1 440	1 519
/ Diskonteringsfaktor			1,060	1,129	1,208	1,297	1,399	1,516	1,650	1,804	1,976	
= Nåverdi 2007 til 2015 (kapitalisert)	(165 912)	(9 982)	28 155	10 414	5 654	(435)	(16 261)	(19 547)	(21 988)	3 296	729	
+ Nåverdi horisont (kapitalisert)	316 567											19 046
= Verdien av egenkapitalen	2 665 225											
- Verdieslimat per aksje	84,96											
		Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
		32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.4: Δ SPE-modellen

9.1.4 Oppsummering egenkapitalmetoden

Alle modellene innen egenkapitalmetoden er konsistente og gir samme verdiestimat. Verdiestimatet for egenkapitalen til Expert per 31.12.2005 er ca 2 665 225 000 kroner, som tilsvarer 84,96 kroner per aksje. Ved beregningen av verdiestimatet per aksje er det lagt til grunn at antall utestående aksjer ved utgangen av 2005 var 31 371 780¹⁴¹.

9.2 Selskapskapitalmetoden

Den andre hovedmetoden å verdsette egenkapitalen på er selskapskapitalmetoden. Ved denne metoden verdsettes egenkapitalen indirekte gjennom to steg. Først verdsettes enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Deretter trekkes fra verdien av minoritetsinteresser og henholdsvis finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld. Ved verdsettelse med selskapskapitalmetoden forutsettes det derfor at minoritetsinteressene, finansiell gjeld og finansielle eiendeler er balanseført til virkelig verdi. Innen hver av de to metodene brukes tilsvarende modeller som ved egenkapitalmetoden¹⁴². Også her forutsettes konstant vekst etter horisonten.

9.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Ved verdsettelse av egenkapitalen ved denne metoden verdsettes først netto driftskapitalen før de balanseførte verdiene for netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes fra. Verdsettelsen av netto driftskapital kan gjøres med FKD-modellen, SPD-modellen eller Δ SPD-modellen. Disse er tilsvarende modellene for egenkapitalmetoden, men nå er det fri

¹⁴¹ Kilde: Expert årsrapport 2005

¹⁴² Kilde: Penman (2003) og Damodaran (2002)

kontantstrøm fra drift, superprofitt fra drift og superprofittvekst fra drift som brukes, samt at det også er netto driftskrav og driftsvekst som brukes. For enkelhets skyld gjengir jeg ikke modellene her. De er tilnærmet like modellene for egenkapitalmetoden med de nevnte endringene. Verdsettelsen av Expert ved bruk av de tre modellene er vist i figurene 9.5, 9.6 og 9.7.

FKD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fri kontantstrøm fra drift		14 297	(61 887)	(64 473)	(69 555)	31 913	14 700	(7 133)	165 567	174 673	184 280	
/ Diskonteringsfaktor		1,073	1,153	1,242	1,342	1,452	1,576	1,714	1,869	2,038		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	57 355	13 330	(53 675)	(51 894)	(51 838)	21 972	9 328	(4 162)	88 585	85 708		
+ Nåverdi horisontverdien	2 553 198									2 553 198		
= Verdien av NDK	2 610 553											
- Netto finansiell gjeld	(195 746)											
- Minoritetsinteresser	162 808											
= Verdien av egenkapital	2 643 491	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
→ Verdiestimat per aksje	84,26	32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.5: FKD-modellen

SPD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Balanselen NDK	1 017 802											
+ Superprofitt fra NDK		88 353	117 713	130 563	139 140	140 908	120 744	93 584	59 017	62 199	65 620	69 229
/ Diskonteringsfaktor		1,073	1,153	1,242	1,342	1,452	1,576	1,714	1,869	2,038		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	683 588	82 378	102 093	105 090	103 699	97 015	76 620	54 597	31 576	30 520		
+ Nåverdi horisontverdien	909 163									909 163		
= Verdien av NDK	2 610 553											
- Netto finansiell gjeld	(195 746)											
- Minoritetsinteresser	162 808											
= Verdien av egenkapital	2 643 491	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
→ Verdiestimat per aksje	84,26	32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.6: SPD-modellen

ΔSPD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoresultat fra NDE		162 183										
Kapitalisert verdi	2 235 822											
+ Superprofittvekst fra NDK			29 088	12 244	7 618	475	(21 551)	(28 463)	(35 533)	2 162	2 345	2 474
/ Diskonteringsfaktor			1,073	1,153	1,242	1,342	1,452	1,576	1,714	1,869	2,038	
= Nåverdi 2007 til 2015 (kapitalisert)	(97 831)	(7 097)	27 121	10 620	6 132	354	(14 838)	(18 062)	(20 730)	1 157	1 151	
+ Nåverdi horisont (kapitalisert)	472 562											34 279
= Verdien av NDK	2 610 553											
- Netto finansiell gjeld	(195 746)											
- Minoritetsinteresser	162 808											
= Verdien av egenkapital	2 643 491	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
→ Verdiestimat per aksje	84,26	32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.7: ΔSPD-modellen

Vi ser at alle modellene gir et verdiestimat for egenkapitalen per 31.12.2005 på ca 2 643 491 000 kroner, som tilsvarende 84,26 kroner per aksje. Dette er litt lavere enn estimatet ved egenkapitalmetoden.

9.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Denne indirekte verdsettelsesmetoden er veldig lik netto driftskapitalmetoden, men her er det den sysselsatte kapitalen som verdsettes, og ikke netto driftskapitalen. Dette betyr at det er den balanseførte finansielle gjelden som trekkes fra i stedet for netto finansiell gjeld. Også her brukes tilsvarende modeller som ved de andre metodene; FKS-modellen, SPS-modellen og ΔSPS-modellen. Verdsettelsen av Expert ved bruk av de tre ulike modellene er vist i henholdsvis figur 9.8, 9.9 og 9.10.

FKS-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fri kontantstrøm til SSK		(11 323)	(139 444)	(130 622)	(129 316)	20 521	(11 554)	(25 249)	216 778	172 954	182 466	
/ Diskonteringsfaktor		1,056	1,120	1,191	1,271	1,361	1,462	1,576	1,704	1,844		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	(134 584)	(10 720)	(124 549)	(109 698)	(101 764)	15 081	(7 903)	(16 021)	127 189	93 801		
+ Nåverdi horisontverdien	3 688 940									3 688 940		
= Verdien av SSK	3 554 356											
- Finansiell gjeld	292 356											
- Minoritetsinteresser	162 808											
= Verdien av egenkapital	3 099 192	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
→ Verdiestimat per aksje	96,79	32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.8: FKS-modellen

SPS-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Balansført SSK	1 505 804											
+ Superprofitt til SSK		88 353	117 713	130 563	139 140	140 908	120 744	93 584	59 017	62 199	65 620	69 229
/ Diskonteringsfaktor		1,056	1,120	1,191	1,271	1,361	1,462	1,576	1,704	1,844		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	721 811	83 650	105 139	109 648	109 495	103 553	82 586	59 380	34 627	33 733		
+ Nåverdi horisontverdien	1 326 641									1 326 641		
= Verdien av SSK	3 554 356											
- Finansiell gjeld	292 356											
- Minoritetsinteresser	152 808											
= Verdien av egenkapital	3 099 192											
→ Verdiestimat per aksje	98,79	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
		32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.9: SPS-modellen

ΔSPS-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Nettoreultat til SSK		173 020										
Kapitalisert verdi	3 077 365											
+ Superprofittvekst til SSK			28 941	11 950	7 148	(153)	(22 213)	(29 047)	(35 943)	1 710	1 868	1 971
/ Diskonteringsfaktor			1,056	1,120	1,191	1,271	1,361	1,462	1,576	1,704	1,844	
= Nåverdi 2007 til 2015 (kapitalisert)	(231 645)	(13 024)	27 401	10 674	6 003	(120)	(16 324)	(19 867)	(22 807)	1 003	1 013	
+ Nåverdi horisont (kapitalisert)	709 636											
= Verdien av SSK	3 554 356											
- Finansiell gjeld	292 356											
- Minoritetsinteresser	152 808											
= Verdien av egenkapital	3 099 192											
→ Verdiestimat per aksje	98,79	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
		32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.10: ΔSPS-modellen

Alle de tre modellene i sysselsatt kapitalmetoden gir et verdiestimat på egenkapitalen per 31.12.2005 på ca 3 099 192 000 kroner. Dette tilsvarer 98,79 kroner per aksje, og er en del høyere enn estimatene ved de to andre metodene.

9.2.3 FKED-modellen

FKED-modellen er et supplement til FKE-modellen. I fremtidsregnskapet er det vanlig å forutsette at rentabiliteten til finansielle eiendeler er lik kravet. Dette betyr at en forutsetter at finansielle eiendeler er balansført til virkelig verdi. Verdien av egenkapitalen ved bruk av denne metoden kan dermed uttrykkes slik:

$$VEK_0 = FE_0 + \sum_{t=1}^T \frac{FKED_t}{(1 + dekk_1) \times \dots \times (1 + dekk_t)} + \frac{FKED_{T+1}}{(1 + dekk_1) \times \dots \times (1 + dekk_T) \times (dekk - ekv)}$$

Det forutsettes konstant vekst fra T + 1. FKED fremkommer ikke i den vanlige kontantstrømsoppstillingen, men utregningen er vist i figur 9.11.

Fremtidig fri kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
FKD	14 297	(61 887)	(64 473)	(69 555)	31 913	14 700	(7 133)	165 567	174 673	184 280	194 415
- NFK	8 487	12 515	18 908	26 551	36 140	45 809	57 583	71 419	78 245	82 549	87 089
+ ΔFG	80 664	128 438	136 126	162 294	147 210	167 508	189 868	124 677	78 603	82 926	87 487
- NMR	13 242	13 921	16 823	19 357	21 712	22 717	25 045	27 214	20 326	21 443	22 623
- UNMR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ JMI	12 045	25 730	19 673	16 229	286	12 897	11 223	(6 823)	13 974	14 742	15 553
= FKED	85 277	65 845	55 595	63 060	121 558	126 579	111 330	184 786	168 678	177 956	187 743

Figur 9.11: Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift

Verdsettelsen av Expert ved bruk av denne metoden er vist i figur 9.12.

FKED-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fri kontantstrøm til EK fra drift		85 277	65 845	55 595	63 060	121 558	126 579	111 330	184 786	168 678	177 956	
/ Diskonteringsfaktor		1,093	1,200	1,322	1,461	1,618	1,798	2,005	2,244	2,519		
= Nåverdi fra 2006 til 2014	568 442	78 014	54 883	42 049	43 172	75 120	70 392	55 519	82 329	66 963		
+ Nåverdi horisontverdien	1 049 963									1 049 963		
= Verdien av driftsegenkapitalen	1 618 405											
+ Finansielle eiendeler	483 102											
= Verdien av egenkapital	2 106 507											
→ Verdiestimat per aksje	67,15	Antall aksjer	Egne aksjer	Utestående								
		32 144 880	773 100	31 371 780								

Figur 9.12: FKED-modellen

Vi ser at verdiestimatet her er noe lavere enn for de øvrige tre metodene. Per 31.12.2005 får jeg et verdiestimat for egenkapitalen på ca 2 106 507 000 kroner, som tilsvarer 67,15 kroner per aksje.

9.3 Oppsummering av verdiestimat

De ulike metodene har som vi har sett gitt litt forskjellige verdiestimer for egenkapitalen til Expert. De ulike estimatene er oppsummert i figur 9.13.

Oppsummering verdiestimat egenkapital		Oppsummering verdiestimat per aksje	
Egenkapitalmetoden	2 665 225	Egenkapitalmetoden	84,96
Netto driftskapitalmetoden	2 643 491	Netto driftskapitalmetoden	84,26
Sysselsatt kapitalmetoden	3 099 192	Sysselsatt kapitalmetoden	98,79
FKED-metoden	2 106 507	FKED-metoden	67,15
Gjennomsnitt	2 628 604	Gjennomsnitt	83,79

Figur 9.13: Oppsummering av verdiestimer

I utgangspunktet skal alle metodene være konsistente og gi like verdiestimat. Grunnen til at vi i første omgang får ulike estimat er at det brukes balanseførte verdier i vektene ved beregning av avkastningskravene, mens det korrekte hadde vært å bruke markedsverdier. For å få til dette kan man oppdatere vektene stegvis¹⁴³, og dermed oppnå konsistente verdiestimat med alle metodene. Jeg forstår hvordan dette gjøres i teorien, men klarte dessverre ikke å gjennomføre det i Excel, selv etter mye prøving og feiling. Jeg mener likevel at det gjennomsnittlige verdiestimatet jeg har funnet er et rimelig og fornuftig verdiestimat på egenkapitalen til Expert, og jeg velger derfor å anse 2 628 604 000 kroner som mitt endelige verdiestimat på egenkapitalen per 31.12.2005, og altså 83,79 kroner per aksje. Fremskrevet til 30.6.2006 tilsvarer dette en verdi per aksje på 86,27 kroner¹⁴⁴.

I alle tilfeller vil det være stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Det er derfor nødvendig å analysere denne usikkerheten ved sensitivitetsanalyse og simulering. Dette blir gjort i neste kapittel.

¹⁴³ Kilde: Penman (2003)

¹⁴⁴ Regnet ut ved formelen: $83,79 \cdot 1,060^{6/12} = 86,27$

10.0 Analyse av usikkerhet i verdiestimatet¹⁴⁵

Verdiestimatet jeg har kommet frem til er et punkttestimat som i prinsippet er en forventet aksjeverdi basert på den forventede utviklingen til alle budsjett- og verdidriverne. Den forventede utviklingen er til dels svært usikker, som betyr at verdiestimatet vil ha en fordeling rundt forventningen.

Usikkerheten i estimatet bør analyseres. Dette skal jeg gjøre ved å bruke to ulike metoder for analyse av usikkerhet; sensitivitetsanalyse og simulering. Ved sensitivitetsanalyse endres kritiske budsjett- og verdidrivere en etter en for å se hvordan endringen virker inn på verdiestimatet. Simulering er en mer avansert form for analyse av usikkerhet. Ved denne metoden gjøres de kritiske budsjett- og verdidriverne om til stokastiske variable, og man får dermed frem fordelingen av verdiestimatet i stedet for et enkelt punkttestimat. Simulering krever tilleggsprogrammet Crystal Ball¹⁴⁶ i Excel.

10.1 Kritiske faktorer for Expert

Det er en rekke kritiske faktorer som kan være gjenstand for analyse. Dette gjelder blant annet alle budsjettdriverne i fremtidsregnskapet, selv om noen av disse er mindre viktige og spiller mindre rolle. Det gjelder også drivere av avkastningskrav, slik som risikofri rente, risikopremien, beta, illikviditetspremie, kredittrisikopremie og effektiv utbytteskatt. I tillegg er også tiden til ”steady state”, altså budsjettthorisonen, en kritisk faktor. For Expert er denne satt til 8 år. Dette kan kanskje være noe kort, men jeg velger å ikke analysere virkningen av en lengre budsjettperiode her.

Generelt gjelder at driften normalt er mest kritisk for verdsettelsen. Dette gjelder også for Expert, og gjør at jeg velger bort en del av de kritiske faktorene jeg mener ikke er like viktige. Av budsjettdriverne velger jeg å analysere driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. I tillegg til disse velger jeg å analysere virkningen av endringer i risikofri rente, risikopremie til aksjemarkedet, fremoverskuende beta og effektiv utbytteskatt.

¹⁴⁵ Kilde: Penman (2003)

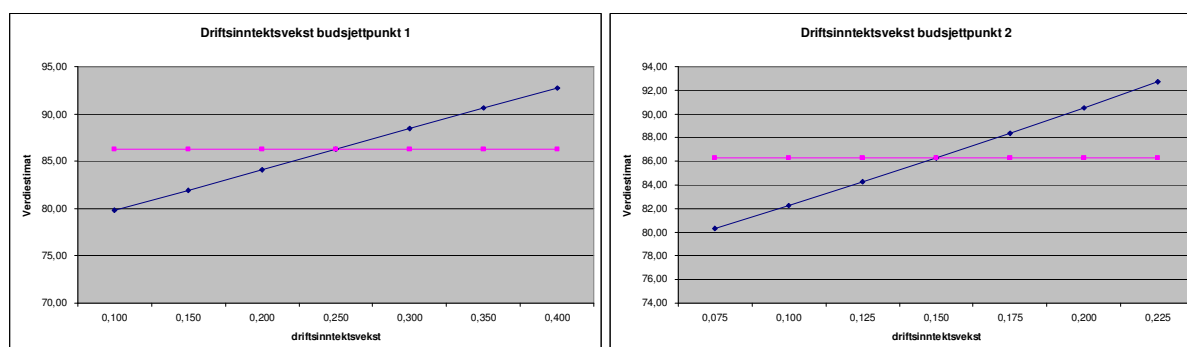
¹⁴⁶ Kilde: www.decisioneering.com

10.2 Sensitivitetsanalyse¹⁴⁷

Ved sensitivitetsanalyse endrer man som sagt på en og en forutsetning og ser på hvordan det påvirker verdiestimatet. En begrensning i sensitivitetsanalysen er at man ikke kan endre forutsetninger som gjør at egenkapitalveksten på horisonten blir høyere enn kravet. Dette på grunn av at forutsetningen om konstant vekst på horisonten nettopp forutsetter at kravet må være høyere enn veksten.

10.2.1 Driftsinntektsveksten

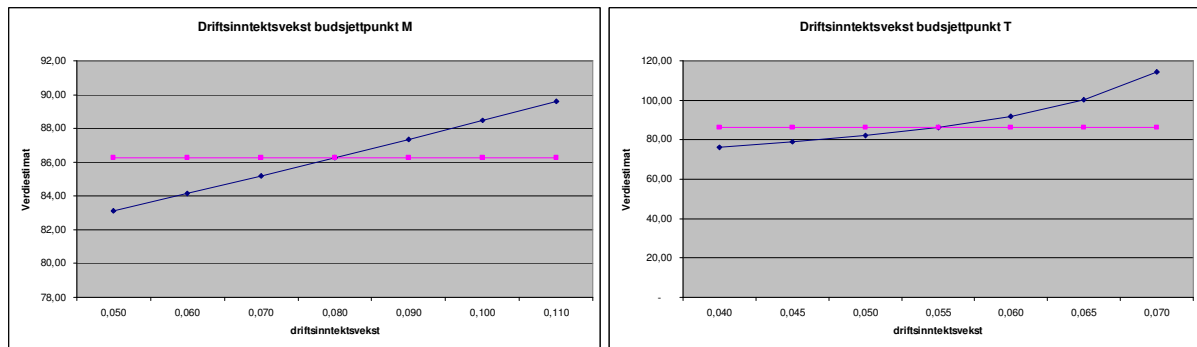
Verdiestimatet til Expert er forholdsvis lite følsomt for endringer i driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 1 og 2. Hvordan utviklingen i driftsinntekter kommer til å bli de to første årene er derfor mindre viktig for estimatet. Disse tallene er også lettere å predikere, og derfor forholdsvis sikre. Figur 10.1 og 10.2 viser hvordan endringene i driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 1 og 2 påvirker verdiestimatet. Som vi ser vil en reduksjon på 5 prosentpoeng i driftsinntektsveksten redusere verdiestimatet med henholdsvis ca 2 kroner per aksje i budsjettpunkt 1 og ca 4 kroner per aksje i budsjettpunkt 2.



Figur 10.1 og 10.2: Driftsinntektsvekst budsjettpunkt 1 og 2

På mellomlang sikt er verdiestimatet noe mer sensitivt i forhold til endringer i driftsinntektsveksten, som vi ser i figur 10.3. Men det er først på lang sikt at verdiestimatet virkelig er sensitivt for endringer i driftsinntektsveksten. For eksempel vil en økning i driftsinntektsveksten på 1 prosentpoeng fra 5,5 % til 6,5 % føre til at verdiestimatet ”spretter” fra 86,27 kroner til 100,40 kroner per aksje. Dette er illustrert i figur 10.4.

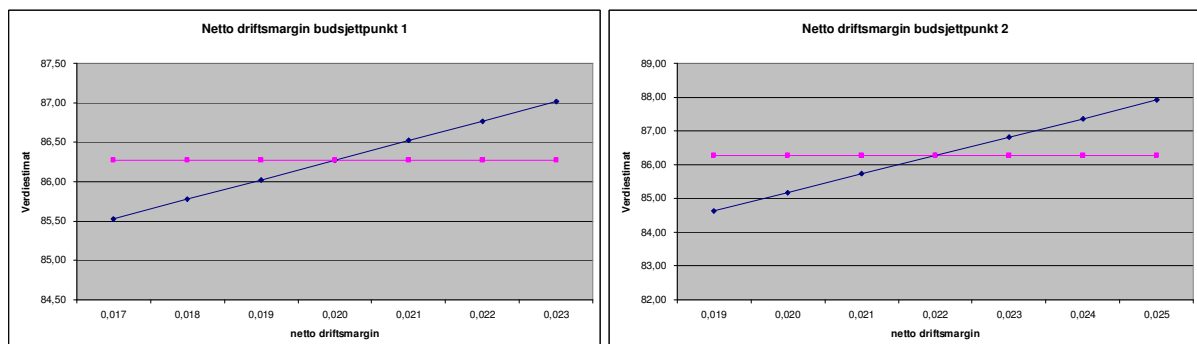
¹⁴⁷ Kilde: Benninga (2000)



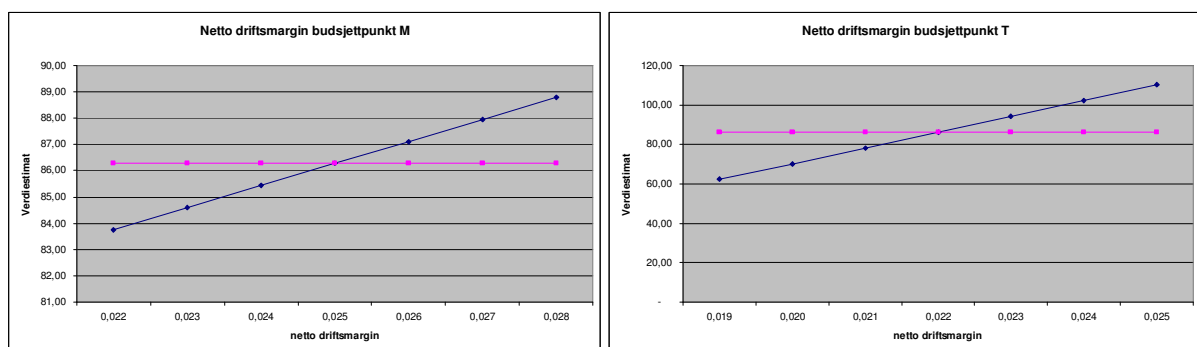
Figur 10.3 og 10.4: Driftsinntektsvekst budsjettpunkt M og T

10.2.2 Netto driftsmargin

Når det gjelder netto driftsmargin er denne forholdsvis lav for Expert. Dette innebærer at jeg i sensitivitetsanalysen kun gjør små endringer, og ser hvordan disse virker inn på verdiestimatet. Det viser seg at verdiestimatet påvirkes kun marginalt ved endringer i netto driftsmargin på budsjettpunktene 1, 2 og M. Dette er illustrert i figurene 10.5, 10.6 og 10.7. På lang sikt er derimot verdiestimatet svært sensitivt for små endringer i netto driftsmargin. For eksempel vil en økning på 0,2 prosentpoeng fra 2,2 % til 2,4 % gjøre at verdiestimatet endres fra 86,27 kroner til 102,29 kroner per aksje. Dette er vist i figur 10.8.



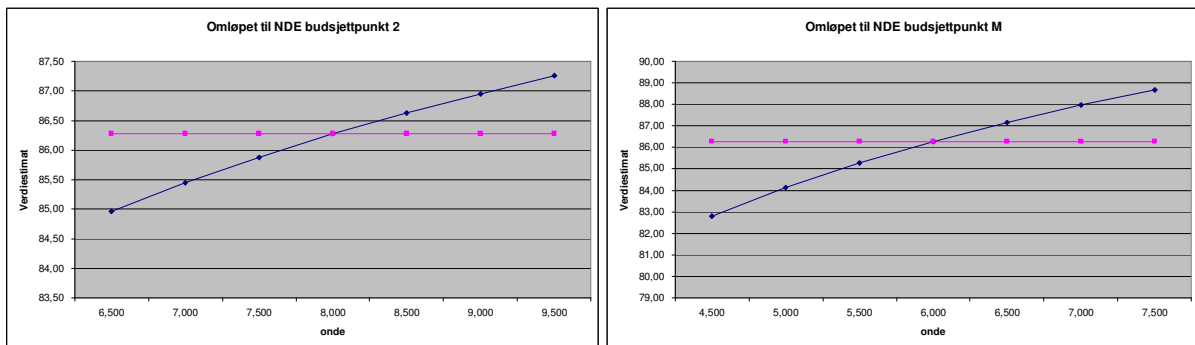
Figur 10.5 og 10.6: Netto driftsmargin budsjettpunkt 1 og 2



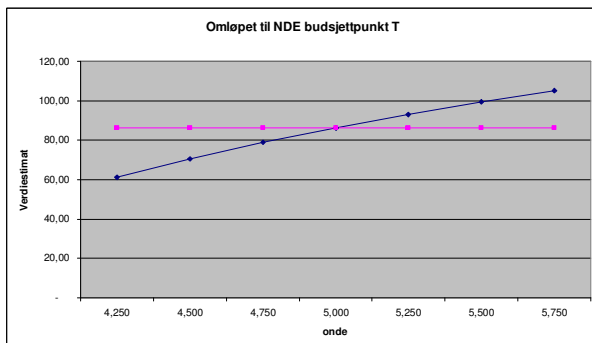
Figur 10.7 og 10.8: Netto driftsmargin budsjettpunkt M og T

10.2.3 Omløpet til NDE

For omløpet til netto driftseiendeler er budsjettpunkt 1 gitt. Det altså bare de tre andre budsjettpunktene som analyseres. Trenden er her den samme som for netto driftsmargin. Det er kun på lang sikt at verdiestimatet er relativt følsomt for endringer i onde. For eksempel gir en økning fra 5,0 til 5,5 i onde i budsjettpunkt T en økning i verdiestimatet fra 86,27 kroner til 99,27 kroner per aksje, mens en økning fra 6,0 til 6,5 i onde i budsjettpunkt M kun gir en økning i verdiestimatet fra 86,27 kroner til 87,17 kroner per aksje. Figurene 10.9, 10.10 og 10.11 viser sensitiviteten i de ulike budsjettpunktene for onde.



Figur 10.9 og 10.10: Omløpet til NDE budsjettpunkt 2 og M

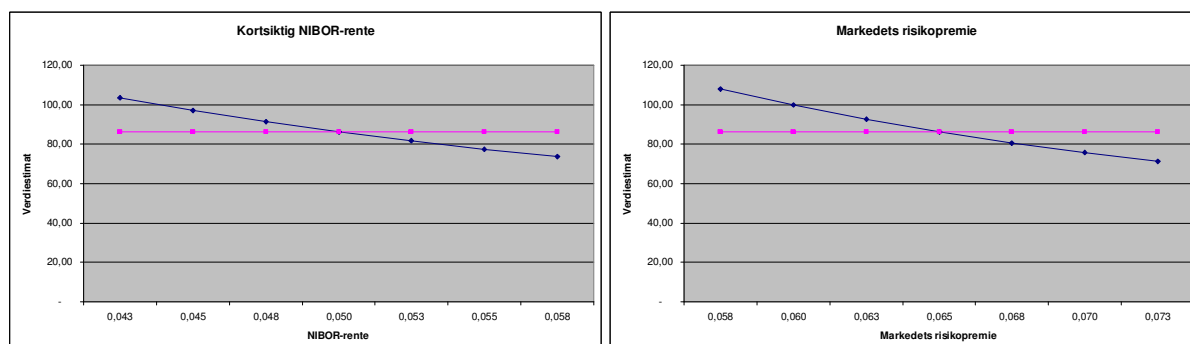


Figur 10.11: Omløpet til NDE budsjettpunkt T

10.2.4 Driverne av avkastningskravene

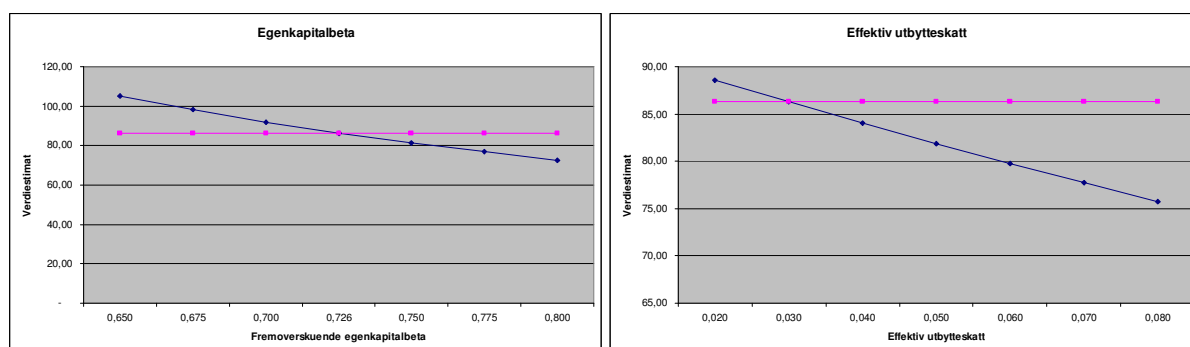
Når det gjelder driverne av avkastningskravene skal jeg analysere kortsiktig NIBOR-rente, markedets risikopremie, fremoverskuende egenkapitalbeta og effektiv utbytteskatt på horisonten. NIBOR-renten analyseres ved å endre hva renten går mot på horisonten. Høyere rente gir lavere verdiestimat. Det viser seg at verdiestimatet er forholdsvis sensitivt for renteendringer. En økning fra 5,0 % til 5,75 % reduserer for eksempel verdiestimatet til 73,72 kroner per aksje. Dette er vist i figur 10.12. For markedets risikopremie ser vi omtrent samme mønster som for den risikofrie renten. Høyere risikopremie gir lavere verdiestimat og vice versa. En reduksjon i risikopremien fra 6,5 % til 6,0 % gir en økning i verdiestimatet til 99,83

kroner per aksje. Verdiestimatet er altså relativt sensitivt for endringer i risikopremien. Dette er illustrert i figur 10.13.



Figur 10.12 og 10.13: Kortsiktig NIBOR-rente og markedets risikopremie

Verdiestimatet er også relativt sensitivt for endringer i den fremoverskuende egenkapitalbetaen. Lavere egenkapitalbeta betyr lavere systematisk risiko, og dermed et høyere verdiestimat. I utgangspunktet er den fremoverskuende egenkapitalbetaen satt til 0,726. Dersom denne for eksempel viser seg å skulle være 0,800, vil det gi en reduksjon i verdiestimatet til 72,63 kroner per aksje. En egenkapitalbeta på 0,650 gir et verdiestimat på 105,28 kroner per aksje. Dette er illustrert i figur 10.14. Den effektive utbytteskatten er på horisonten satt til 3,0 %, som kanskje er lavt. En økning i den effektive utbytteskatten på horisonten vil gi et lavere verdiestimat. Dersom den effektive utbytteskatten i realiteten er 6,0 % gir det et verdiestimat på 79,80 kroner per aksje. Man får altså ikke de store utslagene her. Dette er vist i figur 10.15.



Figur 10.14 og 10.15: Egenkapitalbeta og effektiv utbytteskatt

10.2.5 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Kort oppsummert ser det ut til at det i hovedsak er endringer i budsjett- og verdidriverne på lang sikt som påvirker verdiestimatet mest. En årsak til dette er at budsjettperioden på 8 år er forholdsvis kort, og at derfor en stor del av verdien kommer fra horisontleddet. Små endringer

på lang sikt kan derfor føre til relativt store endringer i horisontleddet og dermed på verdiestimatet.

En svakhet ved sensitivitetsanalysen er at man kun kan endre en og en faktor. Ofte vil dette være urealistisk, fordi endring i en bestemt budsjett- eller verdidriver på ett tidspunkt ofte fører til endringer også på andre tidspunkter og i andre drivere. Dette fanges ikke opp i sensitivitetsanalysen.

10.3 Simulering

Ved simulering kan man som sagt undersøke usikkerheten i variablene samtidig ved at de kritiske budsjett- og verdidriverne defineres som stokastiske variable. En får da en fordeling av verdiestimatet i stedet for et enkelt punkttestimat.

10.3.1 Kritiske faktorer for Expert

Jeg vil i simuleringen analysere de samme budsjett- og verdidriverne som jeg analyserte i sensitivitetsanalysen. En del av faktorene forutsetter jeg er normalfordelt med en forventning og et standardavvik, mens noen faktorer antas å ha like stor sannsynlighet for alle verdier som ligger innen et visst intervall, altså uniform fordeling. Sistnevnte fordeling gjelder også der hvor en må passe på å overholde kravet om at egenkapitalkravet må være større enn veksten på horisonten.

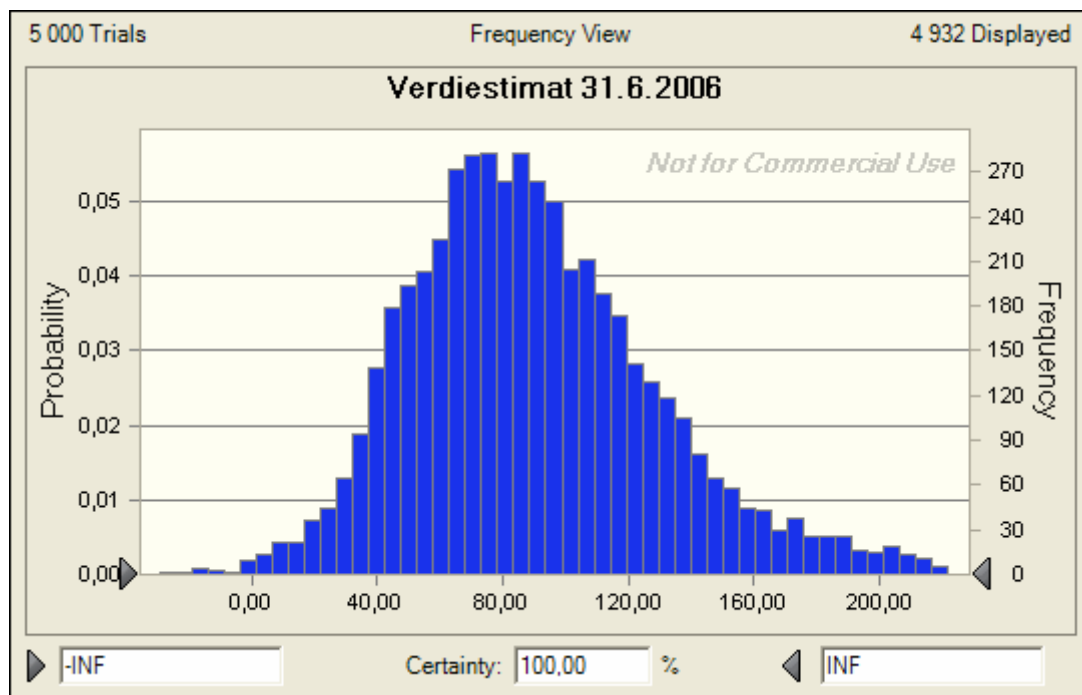
Oppstillingen nedenfor viser hvilke fordelinger jeg har satt opp for Experts kritiske faktorer. N står for normalfordeling og U for uniform fordeling. I klammeparentesen for N er det første tallet forventningen og det andre standardavviket, for U definerer de to tallene nedre og øvre grense. Verdiene for standardavvik og nedre og øvre grense er satt basert på beste skjønn.

div_1	$N[0,250; 0,025]$
div_2	$N[0,150; 0,015]$
div_M	$N[0,080; 0,010]$
div_T	$U[0,045; 0,065]$
ndm_1	$N[0,020; 0,003]$
ndm_2	$N[0,022; 0,003]$
ndm_M	$N[0,025; 0,003]$
ndm_T	$N[0,022; 0,003]$

$onde_2$	U[6,500; 9,500]
$onde_M$	U[4,000; 8,000]
$onde_T$	U[4,000; 6,000]
r_{fT}	U[0,040; 0,060]
$r_{mT} - r_{fT} \cdot (1-s)$	U[0,055; 0,075]
β_{EK}	U[0,653; 0,798]
τ_T	U[0,010; 0,050]

10.3.2 Usikkerhet i verdiestimatet

Simuleringen er gjennomført med programmet Crystal Ball 7¹⁴⁸, som er et tilleggsprogram til Microsoft Excel. Fordelingene ovenfor er definert i programmet, og det er kjørt 5 000 treknings. Fordelingen er vist i figur 10.16.



Figur 10.16: Fordeling ved simulering

Vi ser av figuren at den er forholdsvis klokkeformet, og ligner litt på en normalfordeling. Likevel kan det se ut som om halen oppover er noe lenger enn nedover. Vi ser også at det er noen få søyler under 0. Dette gjenspeiler konkurssansynligheten, som jeg kommer tilbake til senere.

¹⁴⁸ Kilde: www.decisioneering.com

10.3.3 Statistikk

Figur 10.17 viser en del statistikk som Crystal Ball lager etter en simulering.

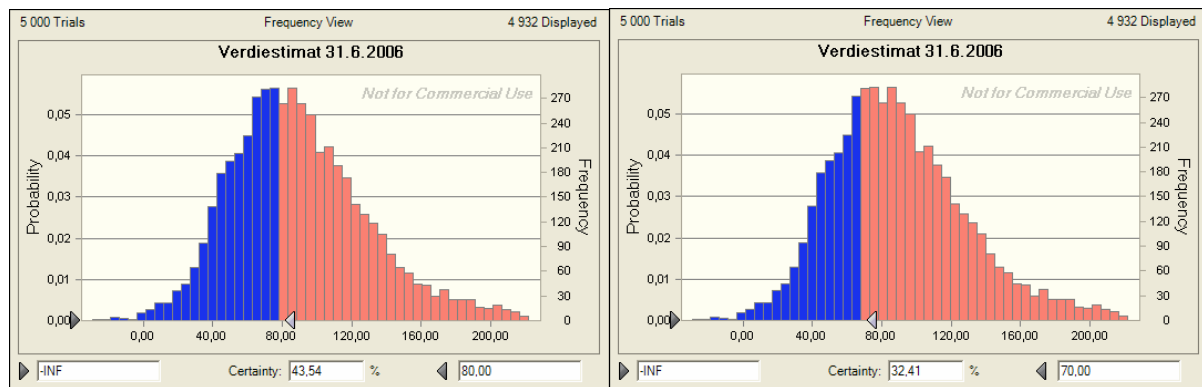
Forecast: Verdiestimat 31.6.2006	
Statistic	Forecast values
Trials	5 000
Mean	92,36
Median	86,17
Mode	---
Standard Deviation	46,29
Variance	2 143,09
Skewness	2,00
Kurtosis	15,54
Coeff. of Variability	0,5012
Minimum	(29,30)
Maximum	692,14
Mean Std. Error	0,65

Figur 10.17: Statistikk

Vi ser her blant annet at gjennomsnittsverdien er på 92,36 kroner per aksje, som er noe høyere enn estimatet på 86,27 kroner per aksje. Snittet er høyere her fordi 86,27 er basert på at det kan realiseres negative verdier. Videre ser vi at medianen er mer på høyde med verdiestimatet. Minimumsverdien er negativ, som må tolkes som konkurs, mens maksimumsverdien er på over 690 kroner per aksje, som er meget høyt. Dette må nok skyldes at verdien "blåses opp" når egenkapitalveksten på horisonten nærmer seg kravet.

10.3.4 "Downside risk"

"Downside risk" betyr sannsynligheten for at verdien per aksje er lavere enn et visst nivå. Figur 10.18 viser sannsynligheten for at verdien er lavere enn 80 kroner per aksje, mens figur 10.19 viser sannsynligheten for at verdien er lavere enn 70 kroner per aksje.

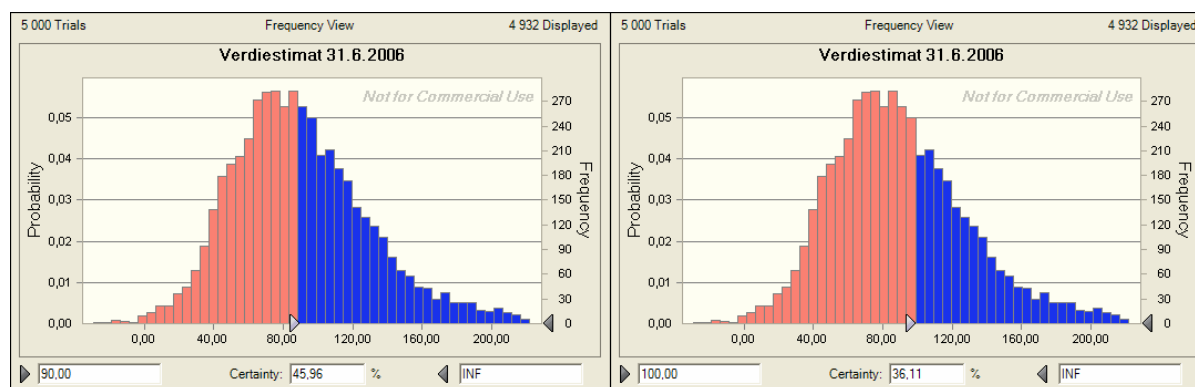


Figur 10.18 og 10.19: "Downside risk"

Vi ser av figurene at det er 43,54 % sannsynlig at aksjeverdien er lavere enn 80 kroner, og 32,41 % sannsynlig at den er lavere enn 70 kroner. Dette tilsier at det er relativt stor sjans for at verdiestimatet på 86,27 kroner per aksje er for høyt.

10.3.5 ”Upside potential”

”Upside potential” er det motsatte av ”downside risk”, nemlig sannsynligheten for at aksjen har en verdi som er høyere enn et visst nivå. Figur 10.20 og 10.21 viser sannsynligheten for at Expert-aksjen har en verdi på henholdsvis over 90 kroner og over 100 kroner.



Figur 10.20 og 10.21: ”Upside potential”

Av figurene ser vi at det er 45,96 % sannsynlighet for at aksjeverdien er over 90 kroner og 36,11 % sannsynlig at den er over 100 kroner. Det er altså relativt stor sannsynlighet for at verdien er høyere enn estimatet.

10.3.6 Kilder til usikkerheten i verdiestimatet

Figur 10.22 viser en oppstilling av hvor stor andel av variasjonen i verdiestimatet den enkelte kritiske faktoren forklarer.

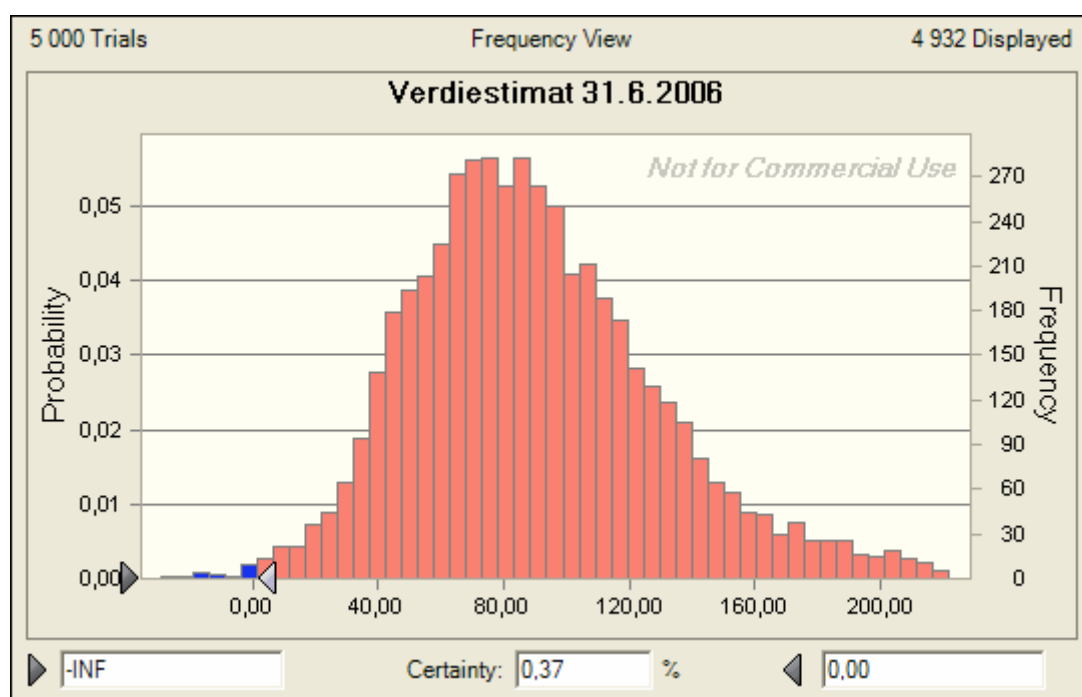
Sensitivity: Verdiestimat 31.6.2006		
Assumptions	ContributionToVariance	RankCorrelation
Netto driftsmargin budsjettpunkt T	42,5 %	0,63
Omløpet til NDE budsjettpunkt T	22,9 %	0,46
Markedets risikopremie	13,9 %	-0,36
Kortsiktig NIBOR T	11,0 %	-0,32
Egenkapitalbeta	5,2 %	-0,22
Driftsinntektsvekst budsjettpunkt T	2,8 %	0,16
Omløpet til NDE budsjettpunkt M	0,8 %	0,09
Effektiv utbytteskatt	0,4 %	0,06
Netto driftsmargin budsjettpunkt 2	0,3 %	0,06
Netto driftsmargin budsjettpunkt M	0,2 %	0,04
Netto driftsmargin budsjettpunkt 1	0,1 %	0,02
Driftsinntektsvekst budsjettpunkt M	0,0 %	0,01
Driftsinntektsvekst budsjettpunkt 1	0,0 %	0,00
Driftsinntektsvekst budsjettpunkt 2	0,0 %	0,00
Omløpet til NDE budsjettpunkt 2	0,0 %	0,00

Figur 10.22: Kilder til usikkerheten i verdiestimatet

Vi ser av tabellen at ndm og onde i budsjettpunkt T til sammen forklarer 65,4 % av usikkerheten i verdiestimatet. Vi ser også at markedets risikopremie og kortsiktig NIBOR forklarer en del. Det er også en klar tendens at budsjettpunkt T kommer høyt opp, mens de tidlige budsjettpunktene kommer langt ned.

10.3.7 Konkurs sannsynlighet

Som tidligere nevnt vil de trekningene i simuleringen som gir en verdi på 0 eller lavere illustrere konkurs, og dermed vil antallet slike trekninger illustrere sannsynligheten for konkurs. Figur 10.23 viser hvor mange prosent denne sannsynligheten er.



Figur 10.23: Konkurs sannsynlighet

Simuleringen viser at det er 0,37 % sannsynlighet for at Expert går konkurs. Dette er helt i trå med det jeg anslo i den syntetiske ratingen i kapittel 6, og kan derfor tyde på at jeg har truffet forholdsvis bra med mine forutsetninger.

10.3.8 Oppsummering av simulering

Simuleringen illustrerer godt at det er stor usikkerhet i verdiestimatet, og at det slett ikke er usannsynlig at verdien kan være både høyere eller lavere enn estimatet. Dette påvirker helt klart hvor bastant jeg kan være når jeg skal anbefale handling for Expert-aksjen.

11.0 Konklusjon og handling

Den strategiske regnskapsanalysen har nå gitt meg innsikt i hvilke verdier som ligger i Expert-konsernet. Rendyrking av forbrukerelektronikk som forretningsområde og ekspansjon til nye markeder i Skandinavia har preget Expert i den perioden jeg har analysert dem. Dette har også gitt positivt utslag på aksjekursen til selskapet, som er illustrert i figur 11.1.



Figur 11.1: Kursutvikling for Expert i perioden 28.05.02 til 30.06.06¹⁴⁹

Av figuren ser vi at aksjekursen stort sett har utviklet seg jevnt positivt siden midten av 2003 og frem til 30.06.2006. I 2006 kan det se ut som den har svingt noe mer, og dette kan sees bedre i figur 11.2, som viser kursutviklingen de siste 12 månedene. I denne figuren er det også tegnet inn trendkanal, 30-dagers og 100-dagers aritmetisk gjennomsnitt. Trendkanalen er de to parallelle linjene til høyre i figuren, 30-dagerssnittet er den av de to linjene som varierer mest, mens 100-dagerssnittet er den flateste av linjene.

¹⁴⁹ Kilde: <http://hopey.netfonds.no/history.php?paper=EXPERT>



Figur 11.2: Kursutvikling for Expert i perioden 30.06.05 til 30.06.06¹⁵⁰

I løpet av de siste 12 månedene ser vi at Expert-aksjen har svingt en del. De første 4 månedene i perioden falt kursen til nesten 60 kroner, for så å stige til godt over 90 kroner de neste 5-6 månedene. Siden april 2006 har aksjen falt noe igjen fra toppnoteringen.

Da børsen stengte fredag 30.06.2006 var kursen på Expert-aksjen på 85,00 kroner¹⁵¹. Mitt verdiestimat på aksjen på dette tidspunktet er 86,27 kroner, altså litt høyere. Likevel er dette såpass likt, at det kan synes som at børskursen reflekterer verdien av selskapet forholdsvis bra. Ser vi nærmere på figur 11.2, ser vi at verdiestimatet ligger høyere enn både 30- og 100-dagers aritmetisk gjennomsnitt. Den kortsiktige trendkanalen viser i tillegg at det er en trend at Expert-aksjen er på vei ned. Disse forholdene kan tale for at man kanskje bør selge aksjen. Ser man mer langsiktig på det, er det tydelig at aksjen har en positiv utvikling. Kursen var også senest i april over 90, noe som kan bety at det vi nå ser kun er en liten korreksjon, og at kursen skal opp igjen. Dette kan tale for kjøp, eller å holde på aksjen.

Verdiestimatet traff som sagt ganske bra med børskursen. Estimatet ligger litt over kursen, noe som kan tyde på at kursen skal noe opp. Kursen har jo også vært høyere før. Det er dog en negativ trend den siste tiden, som gjør at det er en risiko for at kursen kan gå ned. På basis av dette vil jeg anbefale å **holde på aksjen**, men være på vakt etter tegn som kan tyde på at kursen skal ytterligere ned. Så sent som i mai var kursen under 80 kroner, og et salgssignal kan være dersom kursen igjen går under 80. Dette gjelder spesielt for risikoavers investor. Av simuleringen fremgikk det at aksjen også har et greit oppsidepotensial. For en risikovillig investor kan derfor anbefaling om kjøp forsvares, også fordi aksjen har vist potensialet tidligere.

¹⁵⁰ Kilde: <http://hopey.netfonds.no/history.php?paper=EXPERT>

¹⁵¹ Kilde: <http://hopey.netfonds.no/paperhistory.php?paper=EXPERT.OSE>

Litteraturliste

Bøker

Benninga, Simon (2000): *Financial Modeling. Second Edition*. MIT Press, Cambridge, Mass.

Brealey, Richard A. et al. (2004): *Fundamentals of Corporate Finance*. Fourth Edition. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.

Damodaran, Aswath (2002): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second Edition. Wiley, New York.

Hill, Charles W. L. & Jones, Gareth R. (2004): *Strategic Management Theory: an integrated approach*. Sixth edition. Houghton Mifflin Company, Boston.

Johnsen, Atle og Kvaal, Erlend (1999): *Regnskapsloven: Kommentarer til lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m. v.* Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Penman, Stephen H. (2003): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Second Edition. McGraw-Hill/Irwin, Boston, Mass.

White, Gerald I. et al. (2003): *The Analysis and Use of Financial Statements*. Third Edition. Wiley, Chichester.

Young, S. David & O'Byrne, Stephen F. (2000): *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*. McGraw-Hill, New York.

Internettartikler og lignende

Elektronikkbransjen: *Forbrukerelektronikk for 25,3 milliarder.* (8.2.2006)

<http://www.elektronikkbransjen.no/index.php?page_id=4&article_id=1639>

Forbruker.no: *Spår boligrente på opptil 10 prosent.* (18.5.2006)

<<http://forbruker.no/pengeandine/bankogforsikring/article1320495.ece>>

Finansdepartementet: Ot.prp. nr. 39 (2004-2005) (IAS 10):

<<http://www.dep.no/fin/norsk/dok/regpubl/otprp/047001-050004/dok-bn.html>>

Skatteetaten: Aksjonærmodellen

<<http://www.skatteetaten.no/Templates/Artikkel.aspx?id=10268&epslanguage=NO>>

Internettsider

Akam.no: <<http://www.akam.no/>>

Amobil.no: <<http://www.amobil.no/>>

Børsprosjektet NHH: <<http://mora.rente.nhh.no/borsprosjektet/default.aspx>>

Decisioneering - Crystal Ball: <<http://www.decisioneering.com>>

DSG international plc: <<http://www.dsgiplc.com/>>

Elkjøp: <<http://www.elkjop.no/>>

Expert ASA: <<http://www.expert.no/>>

Hi-Fi Klubben: <<http://www.hifiklubben.no/>>

Kelkoo: <<http://www.kelkoo.no/>>

Komplett: <<http://www.komplett.com/>>

Kursside BUS425: <<http://portal.undervisning.nhh.no/master/bus425/>>

Merrill Lynch: <<http://www.ml.com/>>

Moodys: <<http://www.moodys.com/>>

Netfonds: <<http://hopey.netfonds.no/history.php?paper=EXPERT>>

Norges Bank: <<http://www.norgesbank.no/stat/renter/renter.html>>

Standard and Poors: <<http://www2.standardandpoors.com/>>

Stern Stewart: <<http://www.sternstewart.com/>>

Års- og delårsrapporter

DSG international plc., annual report: 2004/2005.

Expert, årsrapporter: 1999 – 2005.

Expert, kvartalsrapport: 1. kvartal 2006.

Aviser

Dagens Næringsliv, 22.6.2006.

Kurs ved NHH og forelesningsnotater

BUS402: Atle Johnsen, høsten 2005.

BUS424: Kjell Henry Knivsflå, høsten 2005.

BUS425: Kjell Henry Knivsflå, våren 2006.

STR210: Inger Stensaker, våren 2005.