

---

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

**BERGEN**

**HØSTEN 2007**

# **Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av KOMPLETT ASA**



**Masterutredning i Økonomisk Styring**

**Christian Heggernes Bergset**

**Veileder: Bjørn Svendsen**

---

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet

---

# 1 Sammendrag

Jeg har gjennomført en analyse av KOMPLETT ASA for å finne et anslag på verdien til egenkapitalen. Analysen bygger på offentlige regnskapstall, samt offentlige rapporteringer fra selskapet.

Først gies det en deskriptiv presentasjon av bransjen og av KOMPLETT ASA i kap. 6 og 7, videre gjennomføres en strategisk analyse i kap. 9. Den strategiske analysen består av en ekstern bransjeanalyse og en intern ressursbasertanalyse.

I kap. 10-14 blir regnskapet, historisk risiko, avkastningskrav, lønnsomhet og vekst analysert.

Den strategiske analysen og regnskapsanalysen blir så benyttet til å estimere nøkkelfaktorer som danner utgangspunkt for et forenklet fremtidsbudsjett.

Fremtidsbudsjettet benyttes så i forskjellige verdsettelses modeller i kap. 17 hvorpå et gjennomsnittlig estimat på aksjeverdien er grunnlaget for en handlestrategi og konklusjon i kap. 19

I kap. 18 ser jeg på hvilke konsekvenser endringer i fremtidige nøkkelfaktorer har å si for verdsettelsen.

---

## 2 Forord

Denne utredningen er del av min mastergrad i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole. Jeg har fordypning i økonomisk styring og økonomisk analyse som støtteprofil.

Det var spesielt interessen for aksjer og regnskap som gjorde at jeg valgte verdsettelse som tema for min utredning. Gjennom denne verdsettelsen kunne jeg benytte mye av kunnskapen jeg har opparbeidet fra fag innen flere forskjellige områder. Jeg vil spesielt trekke frem kurset BUS 424, hvor forelesningsnotatene til kurset har dannet selve grunnlaget for den strategiske regnskapsanalysen og kurset BUS 425E hvor verdsettelsesmodeller ble presentert. I tillegg har fag innen lønnsomhetsanalyser, finans og strategi kommet godt med i skriveprosessen. Jeg føler derfor jeg har fått benyttet mye av det jeg tidligere har lært gjennom studiet på en praktisk måte.

Arbeidet med oppgaven tok lenger tid enn hva jeg hadde forventet. Ettersom Komplett er i en bransje som endrer seg relativt raskt vil materialet vanligvis bli foreldet i tilsvarende tempo. Jeg har forsøkt å inkorporere ny informasjon der det er mest hensiktsmessig, spesielt gjelder dette anslag for fremtidsestimaterne.

Til slutt vil jeg takke min veileder Bjørn Svendsen for gode innspill, og mine foreldre som gjorde det mulig for meg å skrive denne utredningen, takk!

---

### 3 Motivasjon bak oppgaven

E-commerce eller e-handel har de siste årene økt kraftig og utgjør en stadig større andel av den totale handelen<sup>1</sup>. Komplett er et forholdsvis ungt selskap, men har vokst seg til å bli en betydelig aktør innen online-varehandel i Skandinavia. I tillegg har Komplett posisjonert seg for ytterligere vekst i en rekke land på kontinentet, og har potensial for stor vekst.

Det vil derfor være interessant å se nærmere på et selskap som satser internasjonalt i en forholdsvis ny bransje som stadig tar markedsandeler fra tradisjonelle ”brick and mortar-selskaper”, som både har opplevd store endringer og som stadig må tilpasse seg fremtidig markedsendringer under kraftig konkurranse fra andre online-varehus.

I det følgende vil det bli gjennomført en verdianalyse av online varehuset Komplett ASA.

Problemformulering:

Ved å ta utgangspunkt i strategisk regnskapsanalyse, hva er egenkapitalen til KOMPLETT ASA verdt.

---

<sup>1</sup> Global Market Information Database for EBSLG, Source Jupiter Research

---

## 4 Innholdsfortegnelse

1. <b><u>Sammendrag</u></b>	s. 2
2. <b><u>Forord</u></b>	s. 3
3. <b><u>Motivasjon bak oppgaven</u></b>	s. 4
4. <b><u>Innholdsfortegnelse</u></b>	s. 5
5. <b><u>Struktur for Verdianalyse</u></b>	s. 11
6. <b><u>Presentasjon av bransjen</u></b>	s. 12
6.1. Bransjen	s. 12
6.1.1. Norge	s. 12
6.1.2. Sverige/Danmark	s. 14
6.1.3. Storbritannia	s. 14
6.1.4. Tyskland	s. 15
6.1.5. Nederland	s. 15
6.1.6. Belgia	s. 16
6.1.7. Frankrike	s. 16
6.1.8. Irland	s. 16
6.2. Avsluttende kommentarer angående bransjen	s. 17
7. <b><u>Presentasjon av KOMPLETT ASA</u></b>	s. 18
7.1. Historikk KOMPLETT ASA	s. 18
7.2. Komplet i dag	s. 18
7.2.1. Strategi	s. 19
7.2.2. Nøkkeltall for Komplet	s. 20
8. <b><u>Teknikker ved verdsettelse</u></b>	s. 21

---

8.1. Multippel analyse	s. 21
8.2. Substansverdi analyse	s. 22
8.3. Fundamental analyse	s. 22
8.3.1. Strategisk analyse	s. 23
8.3.2. Regnskapsanalyse	s. 24
8.3.3. Utarbeidelse av fremtidsregnskap	s. 24
8.3.4. Verdssettelse av selskapet	s. 24
8.3.5. Handlingsplan	s. 25
<b>9. <u>Strategisk analyse</u></b>	s. 26
9.1. Rammeverk for den strategiske analysen	s. 27
9.2. Kompletts ambisjoner og strategier	s. 28
9.3. Ekstern bransjeorientert analyse	s. 29
9.3.1. Samfunns- og trendanalyse	s. 30
9.3.1.1. Økonomiske faktorer	s. 30
9.3.1.2. Teknologiske krefter	s. 32
9.3.1.3. Demografiske krefter	s. 33
9.3.1.4. Sosiale krefter	s. 33
9.3.1.5. Politiske og juridiske krefter	s. 34
9.3.1.6. Globalisering	s. 35
9.4. Bransjeanalyse (PORTER 5F-modell)	s. 35
9.4.1. Risiko for etablering av konkurrenter	s. 36
9.4.1.1. Merkeloyalitet	s. 37
9.4.1.2. Absolutte kostnadsfordeler	s. 38
9.4.1.3. Skala fordeler	s. 38
9.4.2. Konkurransen innad i markedet	s. 39
9.4.2.1. Struktur	s. 39
9.4.2.2. Etterspørsel	s. 40
9.4.2.3. Utgangsbarrierer	s. 41
9.4.3. Trussel fra kunder	s. 41
9.4.4. Trussel fra leverandører/produsenter	s. 42

---

9.4.5. Trussel fra substitutter	s. 43
9.5. Bransjestrategier	s. 43
9.6. Konklusjoner fra bransje analyse	s. 45
9.7. Intern ressursbasert analyse	s. 47
9.7.1. KIKK-modellen	s. 48
9.7.1.1.Kvalitet	s. 49
9.7.1.2.Kundeorientering	s. 50
9.7.1.3.Kostnadsstruktur	s. 51
9.7.1.4.Bedre innovasjonsevne	s. 52
9.7.1.5.Konklusjoner fra KIKK-modellen	s. 52
9.7.2. Ressursbasert analyse	s. 53
9.7.2.1.Inngående logistikk	s. 53
9.7.2.2.Produksjon	s. 54
9.7.2.3.Utgående logistikk	s. 54
9.7.2.4.Markedsføring og salg	s. 54
9.7.2.5.Oppfølging	s. 55
9.7.2.6.Sentrale aktiviteter i verdikjeden	s. 55
9.7.3. Presentasjon av SVIMA-modell	s. 56
9.7.3.1.Finansielle ressurser	s. 57
9.7.3.2.Organisatoriske-/kompetanse ressurser	s. 58
9.7.3.3.Merkevare	s. 58
9.7.3.4.Forhandlingskraft	s. 59
9.7.3.5.Resultater fra SVIMA-analyse	s. 60
9.8. Konklusjon av strategisk analyse	s. 61
<b>10. Regnskapsanalyse</b>	s. 63
10.1. Analysenivå	s. 64
10.2. Analyseperiode	s. 64
10.3. Valg av komparativ bransje	s. 64
10.4. Rapportert regnskap KOMPLETT ASA	s. 65
10.4.1. Omgruppering	s. 67

---

10.4.1.1.	Steg 1	s. 67
10.4.1.2.	Steg 2	s. 68
10.4.1.3.	Steg 3	s. 69
10.4.1.4.	Steg 4	s. 70
10.4.1.5.	Omgruppert regnskap	s. 72
10.4.2.	Justering	s. 75
10.4.2.1.	Aktuelle justeringer	s. 76
10.4.2.1.1.	FoU	s. 76
10.4.2.1.2.	Goodwill	s. 76
10.4.2.1.3.	Leasing kostnader	s. 77
10.4.2.1.4.	Avsetninger for mulige tap/service	s. 78
10.4.2.1.5.	Vurdering av varelager	s. 79
10.4.2.2.	Oppsummering av justeringer	s. 79
10.5.	Omgruppert og justert regnskap	s. 80
<b>11.</b>	<b><u>Analyse av risiko</u></b>	s. 82
11.1.	Likviditet	s. 83
11.2.	Normalisert rentedekningsgrad	s. 86
11.3.	Soliditetsanalyse	s. 87
11.4.	Netto driftsrentabilitet	s. 89
11.5.	Syntetisk rating	s. 89
<b>12.</b>	<b><u>Avkastningskrav</u></b>	s. 90
12.1.	Egenkapitalkrav	s. 90
12.1.1.	Risikofri rente	s. 91
12.1.2.	Estimering av beta-verdier KOMPLETT ASA	s. 92
12.1.3.	Markedets risikopremie	s. 93
12.2.	Finansielle krav	s. 94
12.3.	Driftskrav	s. 97



---

<b>13. <u>Lønnsomhetsanalyse</u></b>	s. 99
13.1. Egenkapital rentabilitet	s. 100
13.2. Netto driftsrentabilitet	s. 103
13.3. Oppsummering av lønnsomhet	s. 104
<b>14. <u>Analyse av historisk vekst</u></b>	s. 105
14.1. Vekst i egenkapitalen	s. 106
14.2. Vekst i driftsinntekter	s. 107
14.3. Oppsummering historisk vekstanalyse	s. 111
<b>15. <u>Fremtidsestimater</u></b>	s. 111
15.1. Periode frem til T	s. 112
15.2. Driftsinntektene	s. 113
15.3. Netto driftseiendeler	s. 114
15.4. Netto driftsresultat	s. 115
15.5. Finansiell gjeld	s. 116
15.6. Finansielle eiendeler	s. 117
15.7. Netto finanskostnad	s. 118
15.8. Netto finansinntekt	s. 119
15.9. Oppsummering av fremtidsbudsjettet	s. 120
<b>16. <u>Estimering av fremtidige avkastningskrav</u></b>	s. 121
16.1. Fremtidig egenkapitalkrav	s. 121
16.1.1. Risikofri rente	s. 121
16.1.2. Beta til egenkapitalen	s. 121
16.1.3. Markedets risikopremie	s. 122
16.1.4. Illikviditetspremie	s. 123
16.1.5. Skatt på utbytte	s. 123
16.1.6. Oppsummering av egenkapital krav	s. 124
16.2. Fremtidig finansielt eiendelskrav	s. 124
16.3. Fremtidig finansielt gjeldskrav	s. 125

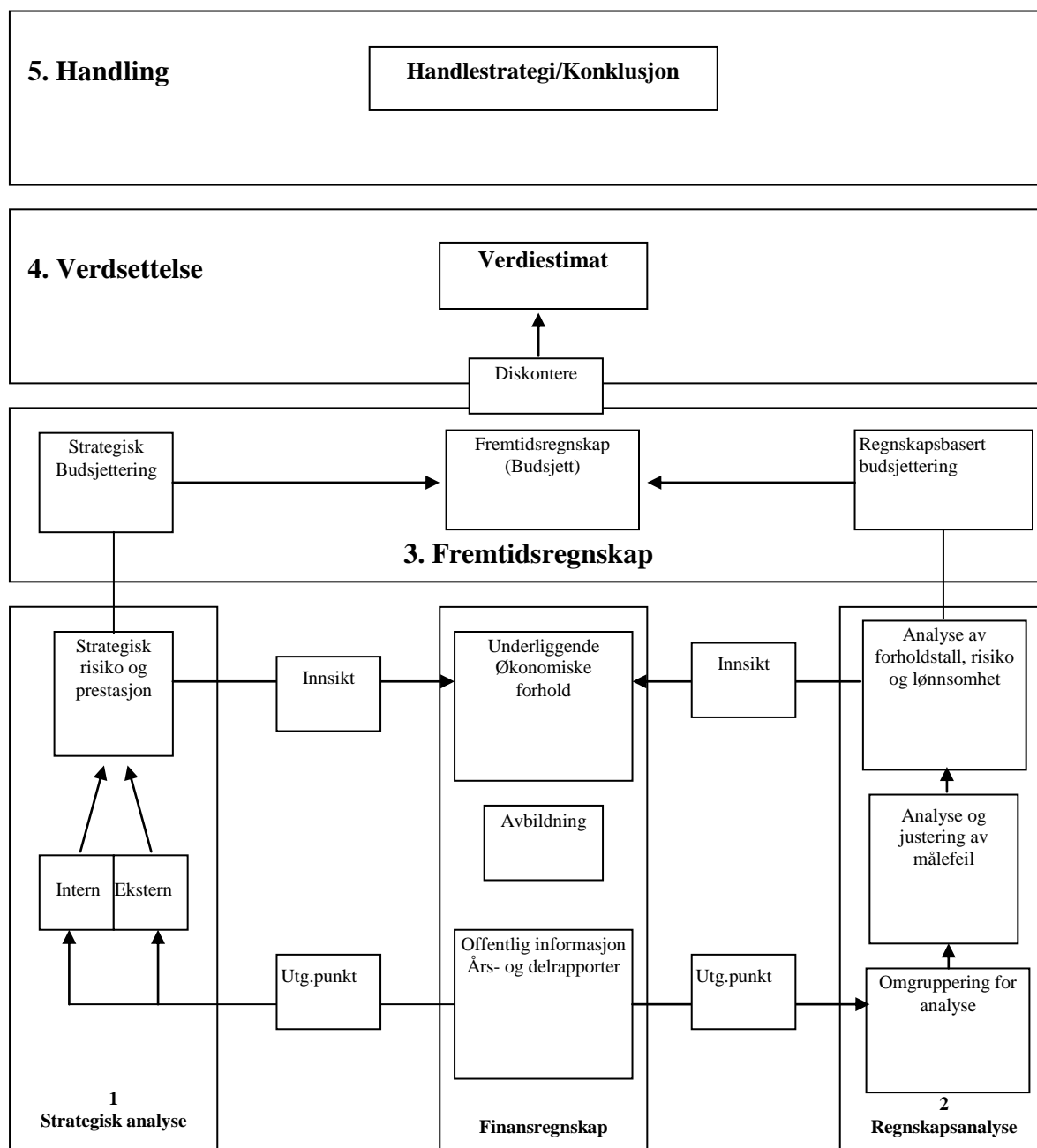
---

16.4.	Fremtidig netto gjeldskrav	s. 126
16.5.	Fremtidig netto driftskrav	s. 126
16.6.	Fremtidig sysselsatt kapitalkrav	s. 127
16.7.	Oppsummering av estimerte avkastningskrav	s. 127
<b>17. <u>Verdsettelse</u></b>		s. 128
17.1.	EK-metoden	s. 129
17.1.1.	FKE-modellen	s. 129
17.1.2.	SPE-modellen	s. 130
17.2.	TK-metoden	s. 131
17.2.1.	FKS-modellen	s. 131
17.2.2.	SPS-modellen	s. 132
17.2.3.	FKD-modellen	s. 133
17.2.4.	SPD-modellen	s. 134
17.3.	Oppsummering av verdsettelsen	s. 135
<b>18. <u>Sensitivitetsanalyse</u></b>		s. 136
18.1.	Driftsinntektsvekst	s. 136
18.2.	Netto driftsrentabilitet	s. 138
18.3.	Omløpet til netto driftseiendel	s. 139
18.4.	EK-krav horisont	s. 140
18.5.	Oppsummering av sensitivitetsanalyse	s. 142
<b>19. <u>Handlestrategi/konklusjon</u></b>		s. 143
<b>20. <u>Litteraturliste</u></b>		s. 145
<b>21. <u>Vedlegg</u></b>		s. 147
21.1.	Utskrift fra regresjonsanalyse Excel	s. 147

## 5 Struktur for Verdianalyse

Som nevnt vil det i denne utredningen bli gjennomført en verdsettelse av selskapet Komplet ASA. Verdsettelsen baserer seg på en fundamental regnskapsanalyse, basert på offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, samt en strategisk analyse av Komplet sin markedsposisjon og markedet for online forbrukerelektronikk handel. Strukturen som blir brukt bygger på modellen presentert i forelesning i kurset BUS424, ved NHH.

Modell 1: Rammeverk for fundamental verdsettelse, BUS 424, slide 01-61



---

## 6 Presentasjon av bransjen

### 6.1 Bransjen

Komplett driver handel til leverandører og sluttbrukere innen forbrukerelektronikk, men som et hovedsaklig e-handels foretak skiller det seg fra tradisjonelle selskaper i forbrukerelektronikkbransjen. Komplett blir likevel plassert i samme bransje som tradisjonelle elektronikkbutikker. I resten av utredningen vil derfor bransje henviser til selskaper som driver med forbrukerelektronikk, altså forbrukerelektronikkbransjen i de respektive land. Med markedet mener jeg potensielle kjøpere av forbrukerelektronikk i de land hvor Komplett er representert.

De største konkurrentene er større elektronikkvarehus i de respektive land Komplett konkurrerer i. En av årsakene er at Komplett kjemper om de samme kundene som tradisjonelle lavkost varehus innen forbrukerelektronikk. I den siste tiden har det også vist seg at tradisjonelle varehus også begynner å satse på online varehandel, med egne e-handels løsninger. Samtidig må andre e-handels baserte selskaper, som driver innen forbrukerelektronikk nevnes. I det følgende blir det gitt en presentasjon av utviklingstrekk ved de respektive landene hvor Komplett har startet e-handel.

#### 6.1.1 Norge

Norge er det største markedet for Komplett i dag og bransjen her vil derfor bli viet størst oppmerksomhet i denne bransje-presentasjonen.

Jeg starter med å se på de tradisjonelle selskapene i bransjen for forbrukerelektronikk. I Skandinavia er det Elkjøp og Expert som er ledende aktører innen forbrukerelektronikk<sup>2</sup>. I tillegg er det en rekke mindre aktører, her kan nevnes Euronics, Europas største elektrokjede<sup>3</sup>, den svenske elektronikkjeden SIBA, samt Elprice. Disse selskapene, foruten Euronics, selger også varer gjennom sine nettsider. Elkjøp selger varer på [elkjop.no](http://elkjop.no), Expert via siden [bestbuy.no](http://bestbuy.no) og SIBA gjennom siden [siba.no](http://siba.no). I tillegg finnes det flere mindre varehus og butikker. Her kan nevnes Lefdal, som også selger varer via siden [lefdal.com](http://lefdal.com) (eiet av Expert).

---

<sup>2</sup> [www.elkjop.no](http://www.elkjop.no) og [www.expert.no](http://www.expert.no)

<sup>3</sup> [www.euronics.no](http://www.euronics.no)

---

Blant de selskapene som satser på rene e-handels løsninger er de største konkurrentene Deal.no, MPX.no, PSData.no, i tillegg finnes det et utall mindre og mer spesialiserte nettbutikker uten at jeg vil nevne disse spesifikt her. Det er først i den seneste tiden at de tradisjonelle varehusene har satset med egen fullsortiment nettbutikk. Selv om disse store tradisjonelle varehusene skiller seg fra rene nettbutikker har de både fordeler og ulemper i forhold til nettbutikker som satser hovedsakelig på e-handel. I den strategiske analysen blir dette analysert nærmere.

Markedet i Norge er preget av høy konkurranse, Kompletts opplever ikke bare konkurranse fra rene online butikker, men også fra tradisjonelle elektronikkvarehus som satser på e-handel. Nettsteder som kelkoo.no, som kontinuerlig gir kjøperen mulighet til å finne den nettbutikken som har lavest pris, bidrar også til høy priskonkurranse innen bransjen.

Markedet for forbrukerelektronikk i Norge, ble av elektronikkbransjen beregnet til å være 28.5 milliarder kroner<sup>4</sup>, noe som er en økning på ca. 12% i forhold til 2005. Da er ikke programvare tatt med i beregningene slik at Kompletts egne estimater på markedsstørrelsen i Norge på 30 milliarder virker kredible. Det er da spesielt veksten innen flatskjerm-tv, elektriske husholdningsapparater, samt lyd og bilde produkter som bidrar til veksten. Salg av telefoni har hatt en negativ utvikling det siste året.

---

<sup>4</sup> [http://www.elektronikkbransjen.no/index.php?page\\_id=4&article\\_id=2313](http://www.elektronikkbransjen.no/index.php?page_id=4&article_id=2313)

---

### 6.1.2 Sverige/Danmark

Bransjen i Sverige preges av fire store aktører og et utall mindre elektronikk butikker, noe som har ført til et høyt prispress i markedet. Det er forventet en ytterligere konsolidering av bransjen i årene fremover som følge av fallende og lave marginer. I Sverige har Komplette etablert seg blant de fem største aktørene innen e-handel. Store varehus som Expert og El-GIGANTEN (elkjøp), kan nevnes som konkurrenter både som tradisjonelle varehus, men også ved at disse selskapene satser stort innen e-handel. Markedet for forbrukerelektronikk blir i Sverige vurdert til å være dobbelt så stort som det norske markedet, altså nærmere 60 milliarder<sup>5</sup>. Komplette hadde en omsetning på 457 millioner i dette markedet i 2006.

I Danmark skiller bransjen seg fra Norge og Sverige. Det finnes flere mindre aktører i bransjen med høyere grad av spesialisering. Bransjen har også opplevd stor vekst de seneste årene, med vekstrekorder hvert år for femte året på rad. For 2006 var veksten på 20 % innen forbrukerelektronikk, og det er forventet vekst også for 2007 på 11%<sup>6</sup>.

### 6.1.3 Storbritannia<sup>7</sup>

Storbritannia blir sett på som markedet med størst vekstpotensialet når det gjelder forbrukerelektronikk. Til tross for fallende priser, som har bakgrunn i tøffere konkurranse, har høy volumvekst bidratt til at verdien av totalmarkedet har økt de siste årene. Årsaken er gode økonomiske forhold de siste årene, som inntektsvekst og lave renter noe som har medført økt handel på kreditt. Spesielt har økt digitalisering, markedet har byttet ut sine analoge apparater med nye digitale, bidratt til den økte volumveksten. Bransjen har opplevd at en stadig større del av salget skjer gjennom større elektronikkvarehus og supermarkeder. Noe som har ført til marginalisering av mindre uavhengige spesialforhandlere, og større priskonkurranse, som igjen har ført til lavere priser og samtidig gjort produktene tilgjengelig for stadig flere kjøpere. Markedet blir beregnet til å være ti ganger så stort som det norske<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Komplette årsrapport 2006

<sup>6</sup> <http://www.bfe.dk>

<sup>7</sup> Consumer Electronics - United Kingdom / Country Report / 10 April 2007

---

Framtidsutsikter for bransjen blir vurdert til å være gode. Fremdeles vekst i økonomien med lav og stabil inflasjon, samt stadig høyere grad av digitalisering i samfunnet for øvrig vil føre til at et høyt salg vil kunne opprettholdes også i fremtiden. Den største faren for nedgang i salg av elektroniske produkter er høyere renter, som igjen vil gjøre tilgangen på kreditt vanskeligere og dyrere. Handel med forbrukerelektronikk over internett har økt kraftig, fra å kun utgjøre 1.3% av det totale salget i 2001, utgjorde salg over internet 8.0% i 2006<sup>8</sup>.

#### **6.1.4 Tyskland<sup>9</sup>**

Tyskland som er det største markedet i Europa når det gjelder forbrukerelektronikk, har vært igjennom en økonomisk nedgangstid de siste årene, men ved utgangen av 2006 viste Consumer Climate Index en økning i handelen. Bransjen opplever her at kvalitet og etterkjøps-service blir viktigere på bekostning av pris. Fremdeles går bransjen mot flere større kjeder, men uavhengige spesialistbutikker har fremdeles en høy markedsandel, 38.4%. Større aktører har ført til høyere priskonkurransen, noe som igjen har gjort til at mindre aktører har organisert seg med felles innkjøpsordninger. Fremtidsutsiktene for den Tyske bransjen er bra, arbeidsledigheten er på vei ned, og de fleste økonomer leverer positive prognoser. E-handelens andel av totalhandel har økt, men er fremdeles mindre enn sammenlignbare land. I 2006 utgjorde den 5% av handel innen forbrukerelektronikk.

#### **6.1.5 Nederland<sup>10</sup>**

Lavkonjunktur har ført til omfattende priskrig innen bransjen. Det er ventet en positiv utvikling i økonomien, noe som igjen vil føre til økt forbruk innen forbrukerelektronikk, men lave priser er fremdeles en viktig faktor innen bransjen, og det er knyttet stor usikkerhet til om det vil være mulig å øke marginene i bransjen. Høy grad av prissensitivitet etter inntreden av elektronikkjeder som Media Markt er noe av årsaken. Dette har ført til store endringer i den tidligere markedsdynamikken og mindre uavhengige forhandlere har blitt fortrent. Også online handel

---

<sup>8</sup> The World Market for Consumer Electronics - Consumer Electronics - World / Global Report

<sup>9</sup> Consumer Electronics - Germany / Country Report / 4 April 2007

<sup>10</sup> Consumer Electronics - Netherlands / Country Report / 10 April 2007

---

har økt kraftig de siste årene –i 2001 utgjorde internettsalg 6.3% mot 12.7% i 2006 av totalt salg innen forbrukerelektronikk- og konkurranse herfra er ventet å holde marginer i bransjen lave i lang tid fremover. Etter mange år med lav ”consumer confidence” ser det nå ut som tiltroen til økonomien er på vei tilbake igjen, og forbruket øker. Antall mindre husholdninger har også økt noe som har vært med å skape et større marked for forbrukerelektronikk.

### **6.1.6 Belgia<sup>11</sup>**

I Belgia har uavhengige forhandlere hatt en stor markedsandel og sterk stilling, men de senere år har spesialiserte kjeder som fokuserer på lave priser tatt store markedsandeler. Online salg i 2006 utgjorde 7.8% og er forventet å øke ettersom stadig flere varehus også satser online.

### **6.1.7 Frankrike<sup>12</sup>**

Det er mange aktører i det Franske markedet, hovedsakelig spesialiserte kjeder og hypermarkeder. Bransjen har vokst kraftig ved at en stadig større del av husholdningenes inntekt brukes på forbrukselektronikk. I takt med endret forbruksmønster opplever bransjen større vilje blant forbrukerne til å lånefinansiere sine kjøp. Handel via internett har hatt sterk økning, fra å utgjøre 0.2% i 2001 ble den estimert til å være 4.1% i 2006. Fremdeles stort potensialet i forhold til sammenlignbare land.

### **6.1.8 Irland**

I Irland har spesialiserte kjeder tatt over store markedsandeler. Det er spesielt muligheten disse kjedene har til markedsføring og bedre innkjøpsbetingelser som igjen gir lavere utsalgspriser som får æren for dette. Kjedene stjeler i hovedsak kunder fra de spesialiserte forhandlerene. Større varemagasin som også selger forbrukerelektronikk ser ut til å beholde sin markedsandel. Konkurransen innad i bransjen er tøff. Spesielt har konkurransen mellom lokale kjeder som Power City og DID Electrical og UK baserte Currys og Dixons ført til

---

<sup>11</sup> Consumer Electronics - Belgium / Country Report / 2 May 2007

<sup>12</sup> Consumer Electronics - France / Country Report / 13 April 2007



---

prispress. Potensialet i bransjen for videre vekst vurderes som høy. For det første består Irland av en forholdsvis ung befolkning som er det segmentet hvor etterspørselen er størst og som først adopterer nye produkter. Tilsvarende forventes den økende digitaliseringen å bidra positivt for etterspørselen.

## **6.2 Avsluttende kommentarer angående bransjen og markedet**

Bransjepresentasjonen viste særegenheter ved de enkelte landene hvor Komplett er representert, men også en rekke likheter, blant annet at større kjeder stadig tar markedsandeler fra mindre uavhengige markedsaktører. Konkurransen er hard, noe som har ført til at prisene og marginene i bransjen er lave.

De ledende kjedene i bransjen har alle satset på e-handel, og satser på å dra nytte av synergieffekter som følge av de kunnskaper som selskapet innehar i konkurranse med rene e-handels varehus.

Det fokuseres ikke i særlig høy grad på allerede eksisterende e-handelsvarehus pga det faktum at det ikke først å fremst er her Komplett skal kapre sine kunder. Komplett skal være førstevalget når forbrukerne går fra tradisjonell handel over til å gjøre sine kjøp online. Dessuten utgjør e-handel fremdeles en liten andel av den tradisjonelle handelen, og for at Komplett skal lykkes er de avhengige av å kapre kunder fra det tradisjonelle markedet.

Ved at en stadig større del av forbrukernes inntekt blir brukt på elektronikk og digitale produkter, blir bransjen mer utsatt for konjunkturer i økonomien.

## 7 Presentasjon av KOMPLETT ASA

### 7.1 Historikk KOMPLETT

Tabell 1: History of company, fra Komplett årsrapport 2006

#### HISTORY OF THE COMPANY

1991	1996	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Norek established	Started with e-commerce: Komplett.no	Norkom established (merger between Norek and Komplett Data)	Listed on OSE Komplett.se established	Komplett.co.uk established	Komplett.ie established	MBO Komplett Data retail stores Dutch warehouse established	New ERP system (SAP) Komplett.nl established	Offering consumer financing Komplett.be established	Komplett.de, Komplett.at and Komplett.dk established Offering white goods online

Komplett Data ble etablert i 1996 og startet da med e-handel. I 1999 ble Norkom dannet gjennom en sammenslåing av Norek og Komplett Data. I 2000 ble Komplett.se (den svenske nettbutikken) etablert og Norkom ble notert på Oslo Børs. 19 desember 2002 skiftet Norkom navn til Komplett ASA. I 2003 ble kjeden av fysiske butikker solgt til Datakjeden. I de påfølgende år har Komplett ASA etablert nettbutikker i en rekke land i Europa, noe som i dag gjør Komplett til Nordens ledende og blant de ledende internett-varehusene i Europa.

### 7.2 Komplett i dag

I dag driver Komplett nettbutikker i Norge, Storbritannia, Nederland, Tyskland, Danmark, Sverige, Irland, Belgia, Østerrike og Frankrike. Med nettbutikkene: *Komplett.no*, *Komplett.se*, *Komplett.co.uk*, *Komplett.ie*, *Komplett.nl*, *Komplett.be*, *Komplett.de*, *Komplett.at*, *Komplett.dk*, *Komplett.fr* og *Norek.no*.

Komplett leverer PC'er, PC komponenter, hjemme elektronikk, hvite-varer og annet relatert utstyr til forbrukere og forhandlere. Hvor PC'er, PC-utstyr og Audio står for bortimot 90 % av inntektene. Komplett ASA er notert på Oslo Børs under symbolet KOM.

Komplett har over 1 500 000 registrerte brukere i ti land, av disse er 448 000 aktive kunder som har handlet varer gjennom de siste 12 mnd. Av disse igjen er 215 500 kunder utenfor Norge.

---

Nettbutikken Komplet.no må derfor sees som selve grunnpilaren i selskapet. I 2006 behandlet Komplet 884 366 ordre og solgte 3 387 462 produkter.

### **7.2.1 Strategi**

Komplet har visjoner om å bli det ledende online varehuset i Europa. Dette ønsker de å få til gjennom intensiv markedsføring for å bli et førstevalg blant kunder som handler online. Samt skape verdier for kunder som det eneste leddet mellom produsent og forbruker. Komplet er bevisst på sine kjerne-konkuranseområder som er pris, produktspekter, markedsføring og kundeservice. ”Fornøyde kunder er selskapets viktigste ambassadører – og vil fortsette å være dette i fremtiden”, heter det i årsrapporten. Samtidig skal Komplet være ledende når det gjelder logistikk. Høy effektivitet er nøkkelen til å kunne konkurrere i dette markedet.

## 7.2.2 Nøkkeltall for Komplet

Tabell 2: Nøkkeltall for Komplet ASA, Komplet Årsrapport 2006

KEY FIGURES								
Komplet	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
(NOK million)								
Operating revenue	2 249	1 974	1 794	1 732	1 364	919	559	314
Operating profit	86	63	46	72	71	45	29	11
Pre-tax profit	95	71	52	86	78	49	29	10
Net profit after tax	66	49	31	64	57	36	21	6
Operating profit margin (%)	3.8	3.2	2.6	4.2	5.2	4.9	5.2	3.5
Number of employees at year end	350	310	296	278	295	210	135	101
<b>Geographic analysis of revenue</b>								
(NOK million)								
Norway	1 551	1 451	1 347	1 327	1 125	833	546	314
Sweden/Denmark *	457	331	315	267	167	76	13	
United Kingdom/Ireland	199	166	112	108	67	10		
Netherlands/Belgium	35	26	8					
Germany/Austria **	7	0	13	31	5			
<b>Key figures per share ****</b>								
(NOK)								
EPS	5.48	4.10	2.59	5.44	5.02	3.41	2.25	0.75
Diluted EPS	5.48	4.10	2.59	5.37	4.91	3.51		
Dividend	1.60 ***	7.00	1.20	1.00				
Average number of shares outstanding (1 000)	12 058	12 058	12 027	11 754	11 309	10 276	9 200	8 000
Number of shares at 31 December (1 000)	12 058	12 058	12 058	11 820	11 524	10 500	9 600	8 000
* Denmark from December 2006								
** Germany (reopened) and Austria from July 2006								
*** Proposed for the AGM								
**** Adjusted for share split approved 8 September 2000 by 0.25, and for share split approved 26 March 2004 by 0.5.								

Tallene er fra offentlige regnskapstall, og er således hverken normalisert eller justert.

---

## 8 Teknikker ved verdsettelse

Det finnes flere teknikker å velge blant ved en verdianalyse av et selskap. Alle teknikker har sine fordeler og ulemper, og deres bruk vil variere ut fra et kost-nytte perspektiv. Her blir de mest brukte verdsettelsesmodellene presentert. Felles for alle disse verdsettelses teknikkene er at de bygger på fakta fra finansregnskapet, og ikke på løse antagelser. Kvaliteten av finansregnskapet er selvfølgelig varierende og som ekstern analytiker bør en derfor gjennomføre en grundig analyse av regnskapet, dette blir gjennomført senere i utredningen.

Det skilles gjerne mellom enkle modeller som bygger på tall fra finansregnskapet og modeller som på ulik måte prøver å innkorporere prognoser for fremtidige resultater for selskapet<sup>13</sup>.

### 8.1 *Multipel analyse*

Her gjøres enkle sammenligninger av aktuelle selskapers P/B, P/S og P/E forholdstall. For så å benytte disse i en verdsettelse av selskapet. To metoder benytter denne teknikken, *komparrativ analyse* og *multipel screening*. Hvor den sistnevnte må sees på som en handlestrategi.

Komparrativ analyse gjennomføres ved først å finne sammenlignbare selskaper og deres forholdstall som nevnt ovenfor og samtidig gjøre den antagelsen at selskapene bør ha samme multipler. Eventuelt benyttes gjennomsnittlig forholdstall i de tilfellene hvor det finnes flere komparative selskaper, for derigjennom å finne prisen på det aktuelle selskapet. Metoden er lett gjennomførbar og krever lite ressurser, men antar samtidig at de komparrative selskapene er riktig priset. Samtidig må det taes hensyn til forskjeller mellom selskapene, og en grundig

---

<sup>13</sup> Penman, S. H. (2007) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, third edition, International edition, McGraw-Hill.

---

gjennomgang kan fort komplisere analysen, og marginalisere fordelene ved en slik analyse. Den andre metoden må mer sies å være en handlestrategi, hvor analytikeren rangerer selskaper på bakgrunn av deres forholdstall. Kjøper selskaper med lave forholdstall og selger med høye. Men metoden sier lite om den absolutte verdien til selskapene og bare om prisen for selskapet er relativt lav i forhold til andre selskaper. Om en hel bransje er mispriset vil en slik analyse bare dra med seg feil inn i vurderingen av det aktuelle selskapet.

## **8.2 Substansverdi analyse**

Tanken bak en slik analyse er å gjøre en verdivurdering av eiendelene som finnes i selskapet. Og gjennom dette finne verdien på egenkapitalen i selskapet. Utfordringen ved en slik analyse består i å finne markedsverdien på eiendelene ettersom det ikke nødvendigvis finnes likvide markeder for disse. I tillegg er jo hele poenget med de fleste selskaper å -gjennom sine eiendeler- skape verdier som overgår eiendelenes egenverdi.

Dette leder oss over på andre, mer komplekse metoder som også tar hensyn til hva som vil skje i fremtiden og prøver estimere fremtidsbudsjett.

## **8.3 Fundamental analyse**

Fundamental regnskapsanalyse er en metode hvor all informasjon blir analysert, fremtidige resultater blir estimert og en verdivurdering gjennomføres basert på disse estimatene. En fundamental analyse estimerer verdien av selskapet og analysen gir oss muligheten til å velge aksjer basert på et pris/verdi forhold.

Innen fundamental analyse finnes det to metoder for å finne verdien av selskapets egenkapital. *Egenkapitalmetoden* og *Totalkapitalmetoden*, (også kalt selskapskapitalmetoden) se figur 12, s. 128. Metodene skiller seg ved at egenkapitalmetoden regner ut verdien av egenkapitalen direkte ved hjelp av avkastingskravet på egenkapitalen. Totalkapital regner først ut verdien på hele selskapet ved hjelp av totalt avkastningskrav for deretter å trekke fra for gjelden i selskapet.

---

Da gjenstår det bare å bestemme hvilke verdier som skal legges til grunn for en verdivurdering. *Utbyttmodellen* (NBU) benytter anslag på fremtidige utbyttebetalinger fra aksjen som grunnlag for så å finne nåverdien av denne kontantstrømmen. *Kontantstrømmmodellen* (FK) tar for seg den frie kontantstrømmen fra driften og beregner nåverdien av denne. *Superprofittmodellen* (SP) baserer seg på bokført verdi av egenkapitalen pluss nåverdien av superprofitten, dvs meravkastingen utover et avkastingskrav. I tillegg finnes *Superprofittvekstmodellen* ( $\Delta SP$ ), som tar utgangspunkt i kapitalisert nettoresultat pluss nåverdien for fremtidig vekst.

Som vist er det et vidt spenn i hvor omfattende og komplekse disse verdsettelsesmodellene er. Samtidig er det ikke slik at den ene metoden nødvendigvis utelukker den andre, metodene er komplementære. Den enkle analysen skiller ut selskaper som det kan være interessant å analysere grundigere før en eventuell investering og verdivurdering.

I det følgende gjennomføres en fundamental analyse av Komplett. Selve analysen består av fem steg, som vist tidligere under *Struktur for verdianalyse*, modell 1, s. 11. Jeg vil her kort kommentere hvert steg, før jeg tar for meg Komplett ASA.

### **8.3.1 Strategisk analyse<sup>14</sup>**

Den Strategiske analysen er en kvalitativ analyse for å identifisere faktorer ved selskapet som kan gi grunnlag for superrentabilitet, og om denne superrentabiliteten er varig eller bare mulig å opprettholde på kort sikt. Denne analysen er delt inn i en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse. Den interne analysen tar for seg hvilke interne ressurser som kan bidra til eventuell superrentabilitet, mens den eksterne tar for seg selve markedet og bransjen som selskapet driver i.

---

<sup>14</sup>Forelesning 1, BUS 424, Frøystein Gjesdal

---

### **8.3.2 Regnskapsanalyse**

Her gjennomføres en omgruppering av finansregnskapet. Ettersom en analyse ikke har samme krav til organisering og underlagt samme krav som regnskapet, gjøres en omgruppering ut i fra hva som ønskes oppnådd med analysen. Omgrupperingen skjer med den hensikt å gjennomføre en investororientert analyse. Denne skiller seg fra en kreditororientert analyse som er mer konservativ og konsentrerer seg om selskapets likvidasjons- og substansverdier. En investor vil på den andre side være mer opptatt av hvilken avkastning selskapet vil gi i fremtiden, og derigjennom fokusere mer på resultatet fremfor kreditorer som gjerne vektlegger kontantstrømmen og selskapets evne til å betjene lånene.

### **8.3.3 Utarbeidelse av fremtidsregnskap**

Etter at regnskapsanalysen i steg 2 har gitt en oversikt over driften i selskapet lages et fremtidsregnskap. Fremgangsmåten for å utarbeide et fremtidsregnskap foregår i to steg. Først må nøkkelfaktorer som driver verdiskapningen i selskapet identifiseres, deretter må det utarbeides estimer for hvordan disse vil utvikle seg i fremtiden. Selve budsjetteringen består også av to deler. Først budsjetteres det på årsbasis frem til en endelig periode, for deretter å budsjettere en uendelig periode med konstant vekst. Jeg kommer tilbake til dette senere i oppgaven, kap. 15.

### **8.3.4 Verdsettelse av selskapet**

Oppgaven her blir å få redusert alle våre estimer til en verdi av selskapet. utfordringene blir å ta hensyn til tapte inntekter ved alternativ investering samt hvilken risk kompensasjon som bør legges til grunn. Dette gjøres gjennom en diskontering av fremtidige resultater, som nevnt tidligere gjøres dette enten ved hjelp av egenkapitalmetoden eller totalkapitalmetoden.



---

### 8.3.5 Handlingsplan

Hele analysen av selskapet ender opp i en konklusjon om hvorvidt selskapets verdi er høyere enn selskapets børsverdi, og derigjennom er et godt kjøp for investor. Dersom analysen er gjennomført for å brukes internt i selskapet kan resultatet brukes til å vurdere om selskapets strategi gir ønsket resultat på selskapets verdi, og om de interne ressursene blir benyttet på en hensiktsmessig måte. Utredningen fokuserer på Komplett sin verdi i forhold til børskursen og gir en anbefaler en handling for investor.

---

## 9 Strategisk analyse

Utgangspunktet for en slik fundamentalanalyse er den strategiske analysen. En forståelse av selskapets strategi og konkuransesituasjon gir oss mulighet til å si noe om hvorvidt en eventuell superrentabilitet, dvs om  $ekr-ekk > 0$ , vil være mulig å opprettholde i fremtiden og i så måte hvor lenge en kan forvente en slik meravkastning med bakgrunn i en strategisk fordel.

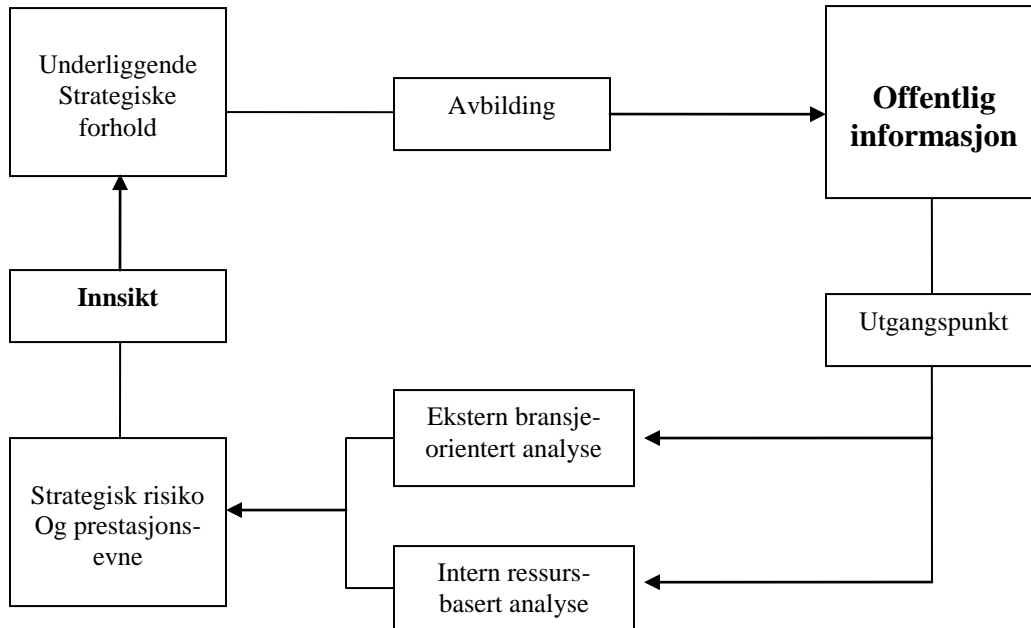
En strategisk analyse er også med på å redusere risikoen for at man som ekstern analytiker feiltolker regnskapsanalysen. Dersom den strategiske analysen tilsier at selskapet har en kapasitet på 1-2 % superrentabilitet samtidig som regnskapsanalysen tilsier en mye høyere meravkastning er dette klare indikasjoner på at fordelene er kortvarig eller at det er store målefeil i regnskapsanalysen.

For å kunne si noen om et selskaps strategi må en først se på selskapets foretningsmodell. Selskapets foretningsmodell er ledelsens metode for å nå sine egne strategier. I den strategiske analysen gjennomføres en deskriptiv analyse så vel intern som ekstern.

Informasjonen som legges til grunn for analysen er nødvendigvis begrenset ettersom jeg bygger denne analysen på offentlig tilgjengelig informasjon. En analytiker som har tilgang til intern informasjon vil nødvendigvis kunne gi en mer presis analyse av selskapet, men jeg føler likevel at bruk av offentlige regnskap, rapporter og presentasjoner fra selskapet gir tilstrekkelig informasjon til å gjennomføre en grundig og velunderrettet strategisk analyse. Analysen starter med å se nærmere på hvilke mål og hvilke strategier Komplet driver etter, med andre ord hvorfor Komplet driver i denne bransjen og hva de ønsker oppnå. Dette danner et godt utgangspunkt for den strategiske analysen som så knyttes til selskapets målsetninger.

## 9.1 Rammeverket for den strategiske analysen

Modell 2: Rammeverk for strategisk analyse, Forelesning BUS424 plansje 03-12



Som nevnt tidligere består den strategiske analysen av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. En eventuell strategisk fordel kan komme fra bransjemessige forhold, at bransjen opplever bedre avkastning enn bransjekravet ( $ekr_B - ekk_B > 0$ ). Eventuelt kan interne ressurser være årsaken til den strategiske fordelen, ( $ekr - ekr_B > 0$ ), eller gjerne en kombinasjon av disse. Det finnes også en tredje kilde til superrentabilitet. Bransjen kan ha en strategisk kapitalfordel ( $ekk_B - ekk > 0$ ). Den påfølgende analysen vil avdekke forhold som kan tilsi at Komplette har strategiske fordeler som kan gi opphav til superrentabilitet.

Det gjennomføres en SWOT analyse. SWOT analysen ser på styrker internt, hva selskapets fordeler er, og svakheter ved selskapet i forhold til konkurrentene. Den ser videre på hvilke muligheter og trusler i bransjen som har innvirkning på hvordan selskapet klarer oppnå sine mål. I selve analyse blir hvert enkelt område sett i forhold til selskapets foretningsmodell og egne forkynte målsetninger. På denne måten synliggjøres det hvordan selskapets strategier samsvarer med virkeligheten, og om målsetningene er realistiske.

---

Først gjennomføres en ekstern bransjeorientert analyse ettersom selskapets interne ressurser bør sees iforhold til det eksterne miljøet det opererer i.

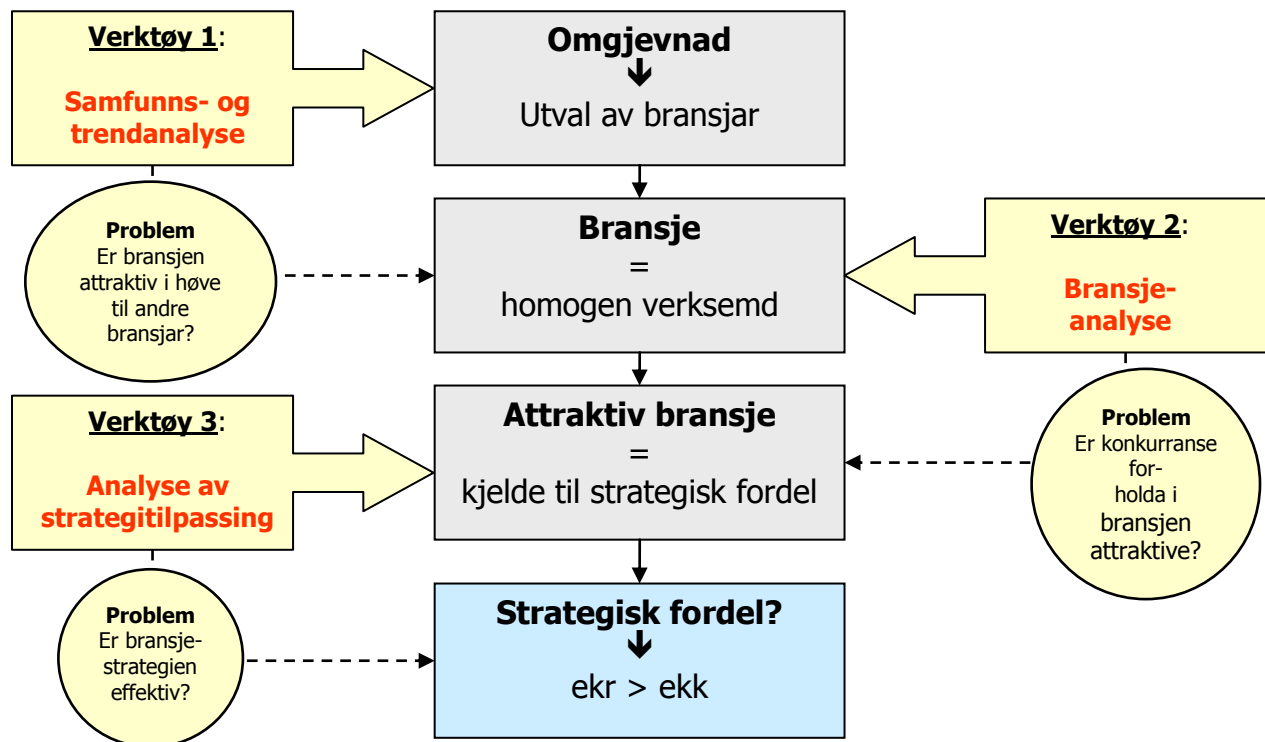
## **9.2 *Kompletts ambisjoner og strategier***

Kompletts forretningside er å være det eneste leddet mellom produsent og kunde. Kompletts visjon er å bli en ledende Europeisk online butikk. Kompletts mål er å bli det klare førstevalget for kunder som ønsker å handle sikkert på internett, heter det i årsrapporten. Dette prøver de å få til ved å skape verdier for kundene gjennom å være ledene på produktstyring og e-handel. Kompletts erkjenner at selskapet opererer i et marked preget av høy konkurranse, men at en egenutviklet e-handelsplattform skal gi selskapet fleksibilitet til å kunne takle stadige endringer i markedet. Nå må det også sies at selv om dette er de uttalte visjonene og strategien til selskapet, er det selve gjennomføringen som er essensiell for om selskapet lykkes. I den videre analysen fokuseres det på bransjeforhold som har innvirkning på mulighetene Kompletts har til å lykkes med en slik strategi og hvilke ressurser selskapet innehar.

### 9.3 Ekstern bransjeorientert analyse

Den bransjeorienterte analysen tar utgangspunkt i rammeverket for bransjeorientert strategisk analyse. Analysen av Komplet ASA tar for seg modellen trinn for trinn. Selve analysen skal avdekke forhold ved bransjen som har innvirkning på Kompletts evne til å generere superprofitt.

Modell 3: Rammeverk for bransjeorientert strategisk analyse, forelesning BUS424, slide 03-17

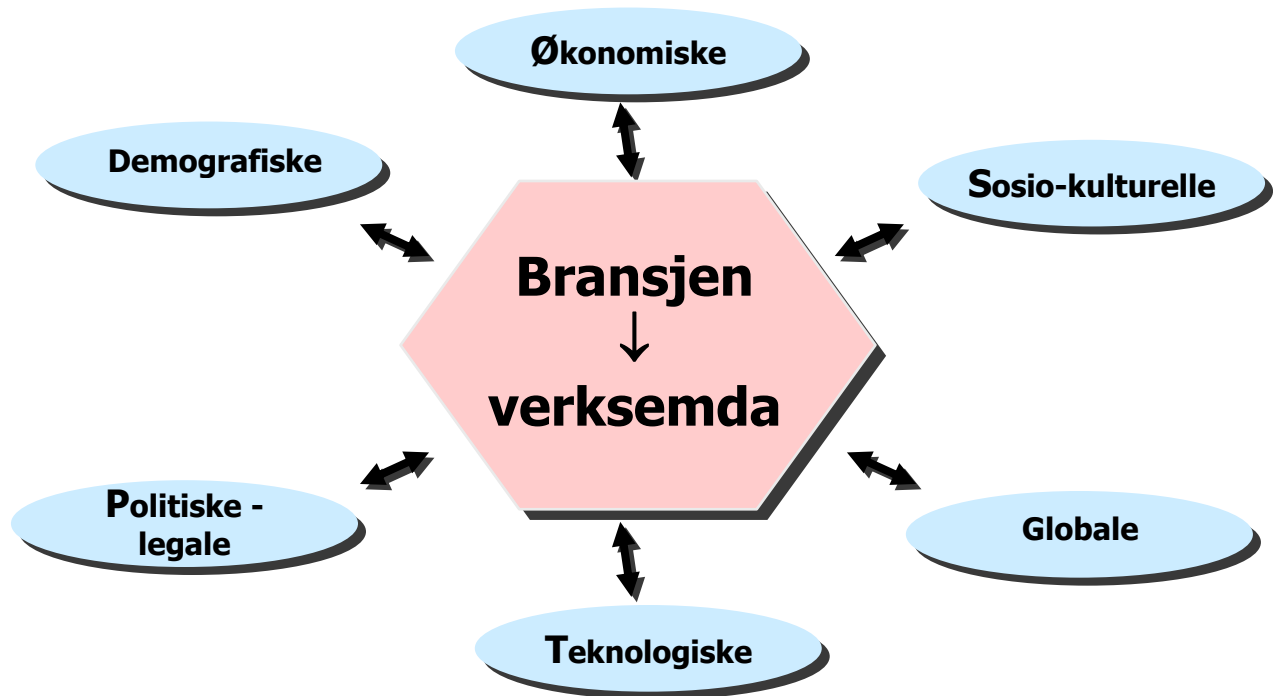


---

### 9.3.1 Samfunns- og trendanalyse

Makrofaktorer som har innvirkning på Komplet er først analysert. Årsaken til at disse blir identifisert først er at disse kan få direkte innvirkning på konkurransekraftene i bransjen som blir presentert senere. Det fokuseres her på hvilke ytre krefter som virker inn på bransjen. Analysen bygger på en utvidet PEST analyse. Oppsett er hentet fra Hill & Jones, Strategic Management.

Modell 4: Samfunns- og trendanalyse, forelesning BUS424, slide 03-24



#### 9.3.1.1 Økonomiske faktorer

De viktigste økonomiske faktorer som har betydning for Komplet er vekst i økonomiene, inflasjon og rentenivåer i de respektive landene Komplet er engasjert. De landene som Komplet er tyngst involvert i og har de største markedsandelene er Skandinavia og disse landene er preget av vekst i økonomien. En generell vekst i økonomiene bidrar til høyere forbruk som igjen skulle si at konkurransen blir noe svakere. Hvilket var tilfellet i Nederland, hvor nedgangstider

---

førte til kraftige priskriger, men hvor priskrigen avtok etter hvert som økonomien i landet bedret seg.

De generelle utsiktene til landene i Europa hvor Komplett er engasjert er gode. OECD<sup>15</sup> kunne melde om en vekst i BNP på 0.6% første kvartal 2007, samtlige land hadde en dårligere vekst i økonomien sammenlignet med 2006. Dette kan sees på som et faresignal for dårligere tider.

Inflasjonen i OECD<sup>16</sup> ligger på 2.2 % til april 2007, en stabil lav inflasjon vil bidra til å holde rentene lave, noe som igjen har stor betydning for Komplett. Rentenivået påvirker Komplett. For det første har Komplett solgt varer på kreditt til forbrukere siden 2005 i Norge, og siden 2006 i Sverige, per 31.12.06 er det pålydene 58.3 millioner i forbrukslån som Kompletts kunder har tatt opp gjennom Kompletts eget forbrukerfinansierings program. I tillegg forventes det at andre kunder også har finansiert sine kjøp på kreditt gjennom andre kredittselskaper og lignende. Komplett har ikke rentebærende gjeld, men rentenivået kan få betydning på fremtidige investeringsmuligheter for selskapet. Særlig i Norge har det vært en økningen i forbrukslån generellt. På denne måten vil en høyere rente ha direkte innvirkning på selskapets salg.

I tillegg er Komplett dels utsatt for utslag i valutakurser, spesielt er det SEK og EUR som har betydning. Selskapet har ikke valgt noen form for finansielle instrumenter for å sikre seg mot denne risikoen, og hevder den beste måten å sikre seg på er hyppig oppdatering av priser.

Oppsummert vil jeg si at forholdsvis gode tider for det geografiske markedet som Komplett driver i har bidratt til stadig økt forbruk av elektriske produkter og da spesielt digitale produkter. Online handel har hatt en eksplosiv økning de siste årene i alle land hvor Komplett er engasjert, og det er ingenting som på kort sikt skulle tilsi at denne økningen stagnerer.

---

<sup>15</sup> OECD Quarterly National Accounts, News release

[http://www.oecd.org/statsportal/0,2639,en\\_2825\\_293564\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/statsportal/0,2639,en_2825_293564_1_1_1_1_1,00.html)

<sup>16</sup> OECD Consumer Price Index, News release

[http://www.oecd.org/document/18/0,2340,en\\_2825\\_293564\\_38666770\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/18/0,2340,en_2825_293564_38666770_1_1_1_1,00.html)

---

### 9.3.1.2 Teknologiske krefter

Komplett er et resultat av den teknologiske utviklingen, og et godt eksempel på hvordan teknologien har brutt ned inngangsbarrierer i bransjen. Komplett har selv utviklet sin e-handels plattform, og har på denne måten vært ledene nasjonalt. Så seint som i 2006 vant Komplett Norsk BankID pris for sin metode *”å håndtere kjøp over internett på en lett, effektiv og sikker metode”*.

Tendensene nå er at uavhengige selskaper står for e-handelsløsninger som så selskaper som ønsker satse på e-handel kjøper. Selskaper kan derfor etablere seg i markedet uten spesielt store etableringskostnader og utviklingskostnader samt den usikkerhet som følger med dette. Resultatet har vært at mange små nisjeforetninger har etablert seg med egen nettbutikk og er med på å heve konkurransen.

Økt bruk av internett som en informasjonskanal pre kjøp har bidratt til å heve forbrukernes kunnskap om produktene. Sider som Kelkoo.no, prisguide.no og dinpris.no har gjort det enkelt å finne den laveste produktprisen. Trendforskere<sup>17</sup> antar også at dialogen mellom selskap og kunde blir tettere som følge av internett, og dette er noe Komplett tar på alvor. Komplett har allerede et godt organisert kundesupport og har lenge vært klar over denne utviklingen.

Den teknologiske utviklingen har Komplett klart å bruke til sin fordel, ny utvikling har ført til større konkurranse på kort sikt, men Komplett hevder seg ennå som ledende aktør med sin prisgivende e-handelsløsning. Komplett er avhengig av videre satsing på sin egen e-handelsplattform for å holde følge med uavhengige leverandører av e-handel teknologi.

Teknologisk utvikling utgjør liten risiko.

---

<sup>17</sup> <http://www.dn.no/privatokonomi/article1032400.ece?WT.svl=nederstprivok>



---

### 9.3.1.3 Demografiske krefter

Alderssammensetningen i befolkningen i de respektive landene er den demografiske faktoren som har mest å si for Komplett. Eldre forbrukere har større terskel for å endre sine forbruksvaner, unge forbrukere tar tidligere i bruk ny teknologi. For Komplett som selger ny teknologi er derfor dette vesentlig. I land som Tyskland og Østerrike består en relativ stor andel av befolkningen av mennesker i alderen 35-45 år. Det vil derfor være viktig å få denne gruppen til å ta i bruk ny teknologi som onlinehandel. Store økonomiske forskjeller i befolkningen skulle også kunne være en trussel mot suksess. For det meste henvender Komplett seg til den store middelklassen og markedet i Europa og Skandinavia er sådan stort.

Demografiske faktorer utgjør liten risiko.

### 9.3.1.4 Sosiale krefter

Med dette menes hvordan normer og verdier har innvirkning på Komplett. Verdt å nevne er økt fokus på miljø. Det kan forventes et økt fokus på miljøfiendtlige produkter ettersom trenden i samfunnet er et stadig høyere miljøfokus. ” *Nå kommer økopanikken for fullt, og det vil gi tydelige konsekvenser for forbruket, spår trendanalytiker Marius Jensen i Opinion.*<sup>18</sup> . Komplett oppgir i sin årsberetning at selskapet følger alle pålagte miljøkrav, og ikke forurenses mer enn normalt for sammenlignbare selskaper. Komplett er medlem av Grønt Punkt<sup>19</sup>. I tillegg til at selskapet må leve opp til de normer og verdier i landene de driver i, finnes det en risiko for at økt miljøfokus i befolkningen kan endre etterspørselen av varene Komplett selger. I det siste er også elektriske produkter begynt å bli klassifisert ved hjelp av Svanemerket<sup>20</sup> i Norge og lignende merking i utlandet. Dette er ikke noe som vil ramme Komplett spesielt, men bransjen som helhet, som kan oppleve lavere etterspørsel, eventuelt press på marginer ettersom miljøkravene til produktene blir strengere.

Sosiale faktorer utgjør liten risiko.

---

<sup>18</sup> <http://www.dn.no/privatokonomi/article1032400.ece?WT.svl=nederstprivok>

<sup>19</sup> <http://www.grontpunkt.no/>

<sup>20</sup> <http://www.ecolabel.no/cgi-bin/svanen/imaker?id=271>

---

### 9.3.1.5 Politiske og juridiske krefter

Det er politiske beslutninger som danner rammevilkårene til selskapet. De landene som Komplet er engasjert i må sies å være mindre risikofylte land med tanke på stabilitet og forutsigbarhet i lovgivningen for selskaper. Angrerettloven er et eksempel på hvordan betingelsene for Komplet kan endres ved politiske og juridiske krefter. Angrerettloven gir forbrukerne større makt når det gjelder fjernsalg og salg utenfor fast utsalgssted. For Komplet har dette betydning ved at selskapet er stilt ovenfor strengere krav til opplysningsplikt i forhold til ordinære selskaper. Hvilken betydning dette har i konkurransesammenheng er heller uklart ettersom mange selskaper likevel fokuserer såpass mye på kundetilfredshet at de ikke avviker stort fra det lovverket som Komplet må følge. Risikoen for annen lovgivning som skulle tilsi dårligere konkurranseforhold for online selskaper regnes ikke som høy ettersom de fleste politiske miljøer er positiv til digitalisering og økt bruk av internett.

En annen faktor som også gjør seg gjeldene er vedtak om utbygging av digitalt bakkenett og nedleggelse av det gamle analoge nettet<sup>21</sup>. Politiske beslutninger som dette er med på å skape større etterspørsel av produkter som i dette tilfellet er digital dekoder. Det kan også tenkes at ved overgangen til digital-tv og nedleggelse av det analoge nettet, skapes ytterligere synergier som økt salg av digital-tv og digitale opptaksmedier. På nåværende tidspunkt er det fremdeles uklart hvordan det politiske og juridiske miljøet vil forholde seg til opphavsrett med tanke på muligheten for forbrukere å gjøre digitale opptak av tv-sendinger. Dette spørsmålet vil også kunne få betydning for salg av opptaksmedier.

Risikoen for at politiske og juridiske faktorer skal få negativ innvirkning på Komplet er liten. Trenden og viljen i det politiske miljøet til stadig økt digitalisering er noe som skaper muligheter for nye produkter og vekst for Komplet og bransjen som helhet.

---

<sup>21</sup> <http://www.ntv.no/nar>

---

### 9.3.1.6 Globalisering

Økt globalisering kan få betydning for Komplett ved at større kjeder velger å etablere seg. Økt globalisering har ført til at inngangsbarrierer til nye markeder har blitt kraftig redusert de senere år. I tillegg har dette gitt mulighet for Komplett til å etablere seg i flere land og selge varer på tvers av landegrenser. Den økte globaliseringen fører også til at selskaper ikke lenger har mulighet, på samme måte som før, å differensiere markedene. Et eksempel på dette er spillkonsoller som tidligere har blitt lansert i ulike verdensdeler med forskjellige soner.

Økt globalisering får betydning for Komplett ved at faren for inntrengere i bransjen blir større. Etableringsbarrierer blir brutt ned, og det er blitt lettere å gjennomføre salg på tvers av landegrenser. Dette skaper både muligheter og trusler for Komplett. Komplett driver fjernsalg og økt globalisering vil være en fordel med tanke på mulighetene for fremtidig vekst. På en annen side vil faren for nyetableringer kunne føre til økt konkurranse.

Risikoen totalt sett for at økt globalisering vil ha en negativ effekt for Komplett vurderes som lav til middels.

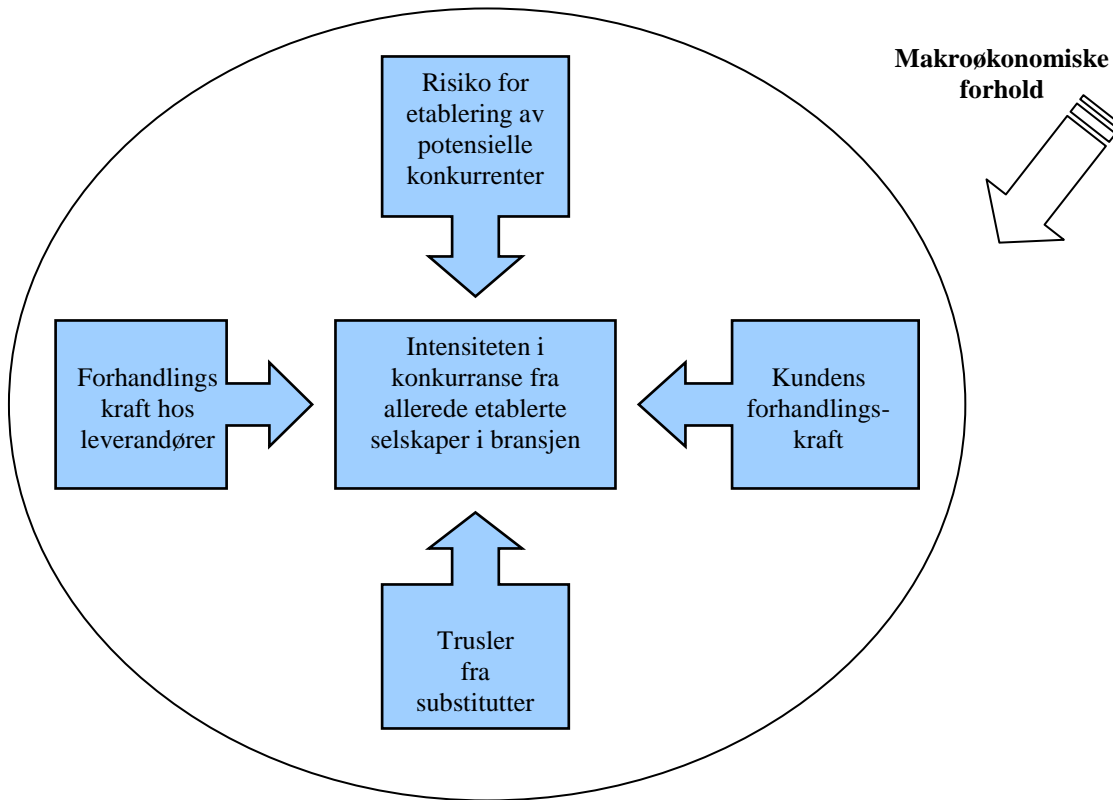
## 9.4 Bransjeanalyse

Denne analysen bygges rundt Porters konkurransekraft modell, "Porter's Five Forces Model". Modellen identifiserer fem komponenter som er med på å bestemme hvilke muligheter et selskap har til å oppnå og opprettholde en høy profitt. I den videre bransjeanalysen fokuseres det på disse faktorene.

Modellen fokuserer på risikoen for inntrengere i bransjen, kunders og leverandørers forhandlingskraft, hvilke substitutter som kan true produktet selskapet leverer, samt intensiteten i konkurransen fra allerede etablerte selskaper. I tillegg er det lagt til for de makroøkonomiske faktorene som ble diskutert i forrige avsnitt for å vise betydningen av disse for modellen.

---

## Modell 5: Porter Five Forces Model



### 9.4.1 Risiko for etablering av potensielle konkurrenter

Her blir det fokusert på faren for at selskaper, som ikke allerede er representert i bransjen, skal etablere seg. Nyetableringer øker konkurransen innad i bransjen, og er en av konkurransekraftene Porter identifiserer som en årsak til at selskaper i bransjen ikke kan oppnå høy profitt. Dersom det er høy sannsynlighet for nyetableringer i bransjen kan ikke selskapet ta høy profitt og på den måten risikere at andre selskaper etablerer seg for å dra nytte av bransjens profittmuligheter.

Det er først og fremst inngangsbarrierer som har betydning for om et marked er utsatt for nyetableringer. De inngangsbarrierene jeg skal fokusere på ble presentert av Joe Bain<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Joe Bain, *Barriers to New Competition*, (1956), Harvard University Press

---

### 9.4.1.1 Merkeloyalitet

For Komplett er det ikke selve merkevaren på produktene som selges som er av betydning, men merkevaren for selve nettbutikken. I 2006 gjennomførte Komplett en stor markedsføringskampanje sammen med leverandører for å gjøre folk oppmerksomme på sine nettbutikker. I tillegg har også Komplett satset på å nå andre potensielle kjøpere ved egen fulldistribuert katalog. Komplett må derfor sies å være godt i gang med å bygge opp sin merkevare. I 2006 endte Komplett på 15. plass av totalt 167 merkevarer på Norsk Kundebarometer for kundetilfredshet. Faktorene denne kåringen bygger på er pris, materiell kvalitet, reaksjonsdyktighet og personlig behandling<sup>23</sup>. I 2007 målingen derimot kom ikke Komplett like godt ut, og har falt til en 36. plass, men er fremdeles foran selskaper som Expert og Elkjøp på henholdsvis 123. og 168. plass<sup>24</sup>.

Komplett fokuserer også på etterkjøps service, og har i tillegg til hovedkontoret i Norge etablert service senter i Gøteborg, som dekker Sverige og Danmark, med 29 fulltidsstillinger. Samt et service senter i Nederland som dekker det resterende markedet, med 18 fulltidsstillinger. Komplett ser sin kundeservice enhet som en del av sin kjernekompetanse.

All den tid Komplett konkurrerer i et forholdsvis nytt marked, hvor en stor andel av kundene er førstegangskjøpere, er selskapet avhengig av et godt rykte og høy synlighet i media for å gjøre potensielle kunder oppmerksomme på sin e-handelsløsning. Komplett har brukt store ressurser på å bygge opp sin merkevare i spesielt Norge og Sverige. Potensielle inntrengere her vil tilsvarende bli stillt foran store kostnader for å bygge et tilsvarende merkevarenavn i dette markedet. Når det gjelder Komplettets satsning i Europa er Komplett å se som en inntrenger i et allerede eksisterende marked. Selskaper som allerede har vært i markedet en stund har bygget opp sitt merkevarenavn og Komplett står foran tilsvarende investeringer i markedsføringstiltak for å oppnå en tilsvarende stilling i dette markedet. Forbrukerne i denne bransjen har også vist seg å bli stadig mer prisbevisste og dette kan føre til lavere lojalitet iforhold til forhandler.

---

<sup>23</sup> <http://www.kundebarometer.com/index.php?content=nkbmodellmod>

<sup>24</sup> <http://www.kundebarometer.com/index.php?content=nkbres2007&criteria=tilfredshet>

---

En faktor som skulle tilsi noe annet er vektleggelsen av sikkerhet ved online handel. Her spiller merkevarenavn en viktig rolle, kundene føler høyere grad av sikkerhet ved å handle fra en kjent butikk.

Komplett har opparbeidet seg et merkevarenavn og en kundebasis i det norske og svenske markedet, noe som gjør konkurransekraften fra mulige inntrengere lav.

#### **9.4.1.2 Absolutte kostnadsfordeler**

Det er spesielt Kompletts investering og utvikling av egen e-handelsplattform og selskapets lange erfaring innen e-handel som kan sees på som absolutte kostnadsfordeler. Komplett sitter på lang erfaring innen e-handel og har utviklet sin egen plattform i tråd med sin egen oppfatning av markedet. For potensielle konkurrenter vil en etablering kreve store investeringer i en tilsvarende e-handelsplattform. Enten en egenutvikling eller ved å kjøpe fra tidligere omtalte leverandører av slike e-handelsløsninger. Komplett vil ha en driftsfordel gjennom denne e-handelsplattformen.

#### **9.4.1.3 Skalafordeler**

Med skalafordeler menes stordriftsfordeler. Fordeler Komplett har i forhold til nykommere i bransjen. Komplett skal i løpet av 2007 implementere automatiseringen av sitt nordiske lager, og gjennom dette bli mer effektive. Komplett vil med dette redusere behandlingstiden for hver ordre og kundene vil kunne oppleve hurtigere levering. Komplett som har et høyt volum vil ha fordeler ved at faste kostnader blir delt over et stort antall varer.

I tillegg vil Komplett få forhandlingskraft i forhold til sine leverandører, noe jeg skal komme tilbake til når jeg ser på forhandlingskraften til leverandører.

Komplett drar også nytte av muligheten til å kunne ha flere utleveringssteder for varer.

Om noen selskaper skulle gjennomført en storskala inntreden i markedet, må inntrengeren gjennomføre store investeringer med den risiko dette medfører. Komplett må derfor sies å inneha

---

skalafordeler som følge av sin størrelse i forhold til potensielle nykommere, som ikke kan gjøre en storveis inntreden i markedet uten å pådra seg høy risiko.

Noen andre momenter som har betydning for hvor attraktivt en bransje er, er kundens byttekostnader og eventuelle statlig reguleringer. Når det gjelder byttekostnader er ikke Komplet i en situasjon i dag hvor kundene har byttekostnader. Det kan heller sies at kundene opplever det motsatte, gjennom alle pris-sammenlignings-sider, at kunden kan oppnå lavere pris på å bytte butikk ved bare noen tastetrykk. Til en viss grad kan det tenkes at kunder som allerede har fått innvilget kreditt gjennom Komplet sin forbrukslån ordning opplever byttekostnader ved at de allerede har kreditt hos Komplet og å ordne dette gjennom andre selskaper er tidkrevende.

Komplet er ikke utsatt for statlige reguleringer slik den politiske situasjonen er i Europa. Fri handel over landegrensene og en positivitet i forhold til økt bruk av internett som handelskanal i Norge og Europa for øvrig er med på å legge forholdene til rette for Komplet som distanseselger.

## **9.4.2 Konkurransen innad i bransjen**

Trusselen fra allerede eksisterende selskaper i bransjen og intensiteten i konkurransen blant disse har stor betydning for lønnsomheten i en bransje. Komplet er i en litt spesiell posisjon med tanke på at selskapet ikke bare konkurrerer med andre online selskaper, men også med tradisjonelle elektronikk varehus. Nå har de tradisjonelle varehusene for alvor begynt å satse med egne online butikker, og det er derfor her fokus vil ligge i analysen av konkurransen blant allerede etablerte selskaper.

### **9.4.2.1 Struktur**

Bransjen er fragmentert med tanke på antall selskaper som selger forbrukerelektronikk og datautstyr online. Et enkelt søk på en av de tidligere nevnte pris-sammenlignings-sidene viser oss mangfoldige treff for online-butikker som kan levere de mest etterspurte varene. Samtidig er noen av aktørene som El-kjøp og Expert, samt tidligere nevnte aktører, store internasjonale selskaper som sammen har store markedsandeler i det tradisjonelle markedet. Disse aktørene har

---

stordriftsfordeler som deres online-butikk drar nytte av. Spesielt gjelder dette innkjøpsordninger, lagerhold og ekspertise fra lang fartstid i bransjen. Online-markedet er derfor å definere som et delvis fragmentert marked, men med noen aktører som drar nytte av stordriftsfordeler fra det tradisjonelle markedet.

Et fragmentert marked tilsier høy konkurranse om kundene, spesielt i et marked hvor selskapene ikke har store muligheter for å differensiere sine produkter, og hvor pris er den hovedsaklige konkurransefaktoren.

### **9.4.2.2 Etterspørsel**

Det har vært en stor vekst i hvor mye som brukes på elektroniske og digitale produkter, både tradisjonell handel og online. Spesielt har økningen i online-kjøp vært stor. Dette har stor betydning for konkurransen i markedet blant annet vil konkurransen svekkes ettersom etterspørselen øker. Det vil bli mindre viktig å stjele markedsandeler fra konkurrenter for å vokse. For Komplet er dette utslag i svakere priskonkurranse enn hva ville vært tilfellet ved stagnering eller tilbakegang i etterspørselen.

Tabell 3, s. 41, viser utviklingen i online-handel for henholdsvis forbrukerelektronikk og PC'er i de landene Komplet er representert.



**Tabell 3: Global Market Information Database for EBSLG**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Online expenditure on consumer electronics <sup>52</sup></b>						
Austria - € mn	-	10.96	16.06	21.93	28.86	37.17
Belgium - € mn	-	3.55	5.31	8.12	11.32	15.41
Denmark - DKr mn	-	58.50	97.50	138.84	183.09	229.82
France - € mn	-	39.06	60.39	89.73	127.54	176.02
Germany - € mn	-	131.87	249.46	385.14	544.96	736.78
Ireland - € mn	-	1.67	2.51	3.86	5.39	7.35
Netherlands - € mn	-	25.67	36.41	48.80	63.39	80.91
Norway - Nkr mn	-	84.14	113.51	159.87	211.32	246.14
Sweden - SEK mn	-	146.83	194.47	271.59	360.29	482.44
United Kingdom - £ mn	-	60.45	105.10	171.63	233.03	313.25
<b>Online expenditure on personal computers (PCs) <sup>53</sup></b>						
Austria - € mn	-	16.71	25.92	35.62	46.01	56.85
Belgium - € mn	-	16.48	26.73	43.13	61.82	85.70
Denmark - DKr mn	-	381.62	522.10	660.01	793.15	924.36
France - € mn	-	81.71	133.81	217.17	312.13	433.49
Germany - € mn	-	288.49	377.18	499.14	656.31	857.83
Ireland - € mn	-	2.92	4.44	6.52	9.20	12.64
Netherlands - € mn	-	90.68	134.49	180.65	230.02	281.60
Norway - Nkr mn	-	439.01	567.86	743.31	909.27	979.05
Sweden - SEK mn	-	785.36	1,022.28	1,298.04	1,627.55	2,060.63

### 9.4.2.3 Utgangsbarrierer

For de tradisjonelle selskapene i bransjen vil ikke utgangskostnadene være betydelige, ettersom disse stort sett bruker eksisterende infrastruktur for lager og leveranse. For rene onlinebutikker er det begrensede utgangsbarrierer i form av investeringer i lagerlokale, automatiserte lagerordninger og leasingkontrakter. For Komplett sin del er 2007 satsningen på å automatisere lageret i Sandefjord selskapets største investering hittil. Hvorvidt disse investeringene for en stor del er låst avhenger av hvor spesialtilpasset automatiseringen er og beliggenheten. Det er forventet at utgangsbarrierer har mindre innvirkning på konkurranseforholdet innad i bransjen.

### 9.4.3 Trussel fra kunder

Kunder har makt i form av forhandlingskraft. Som bransjeanalysen indikerer er konkurransen innad i bransjen høy, noe som fører til at kundene får større forhandlingskraft. For Komplett gjør

---

dette seg gjeldene ved at kundene krever bedre service og lavere priser. Det er ikke først å fremst direkte ved forhandlinger men ved at kundene velger andre butikker. Men den forhandlingskraften det her vises til er kundens mulighet til å påvirke prisen på varene direkte. For Komplett sin del består 72 % av salget av direktesalg til sluttbruker. Sluttbruker har her ikke noe makt til å påvirke prisene. Det resterende salget til Komplett er til forhandlere. Forhandlere er større aktører som har mulighet til å forhandle på prisene i større grad, avhengig av sin egen størrelse. Forhandlerene Komplett leverer til er stort sett mindre uavhengige forhandlere og deres forhandlingskraft er av naturlige årsaker begrenset. Dessuten virker det som fokus for Komplett fremover blir direktesalg til sluttbruker.

#### **9.4.4 Trussel fra leverandører/producenter**

Trussel fra leverandører gir seg utslag gjennom deres forhandlingskraft. Det er spesielt selskaper som er avhengig av spesielle leverandører som er utsatt for forhandlingssterke leverandører. Komplett er som ledene aktør avhengig av å kunne tilby produkter fra de mest ettertraktede produsentene. I hvor stor grad disse produsentene har og bruker sin forhandlingskraft har jeg ingen informasjon om, men tilfeller som lansering av xbox-360 og Playstation 3 hvor produsenten, bevisst eller ubevisst, ikke klarer mette markedet er Komplett til en hvis grad avhengig av sin produsent. I slike situasjoner kan Komplett oppleve en viss grad av trussel fra leverandør eller i Komplett sitt tilfelle fra produsent.

Komplett skriver i sin årsberetning at de opplever økt interesse fra leverandører til å selge over internett, og dette har ført til at Komplett har blitt i stand til å inngå bedre innkjøpsavtaler med sine produsenter. Samt økt interesse fra andre produsenter som fremdeles ikke er inne på markedet.

Komplett kjøper varer av mange leverandører for videresalg. Komplett er ikke avhengig av noen spesiell leverandør, og konkurransen i data og elektronikkbransjen skaper gode betingelser for Komplett i forhold til sine leverandører. Produsenter av data og forbrukerelektronikk har tradisjonelt vært dominert av noen få store aktører. Disse har kanskje i en tidligere fase hatt en viss grad av makt over Komplett men ettersom Komplett har økt sitt salg og internett handel har

---

blitt mer akseptert kan det virke som denne makten er blitt redusert i forhold til Komplett. Produsentene har ingen spesiell forhandlingskraft ovenfor Komplett.

Konkurransen har også blitt intensivert de senere år. De senere årene har det vært en økning i antall produsenter som følge av økt fokus på nye digitale produkter som LCD skjermer. Den økte tilgangen på produsenter på en rekke av varene Komplett kjøper, tilsier at trusselen fra disse er av mindre betydning. Likevel kan det være verdt å merke seg at Kompletts mulighet til å forhandle frem gode priser relativt til sine konkurrenter avhenger i stor grad av innkjøpsvolum.

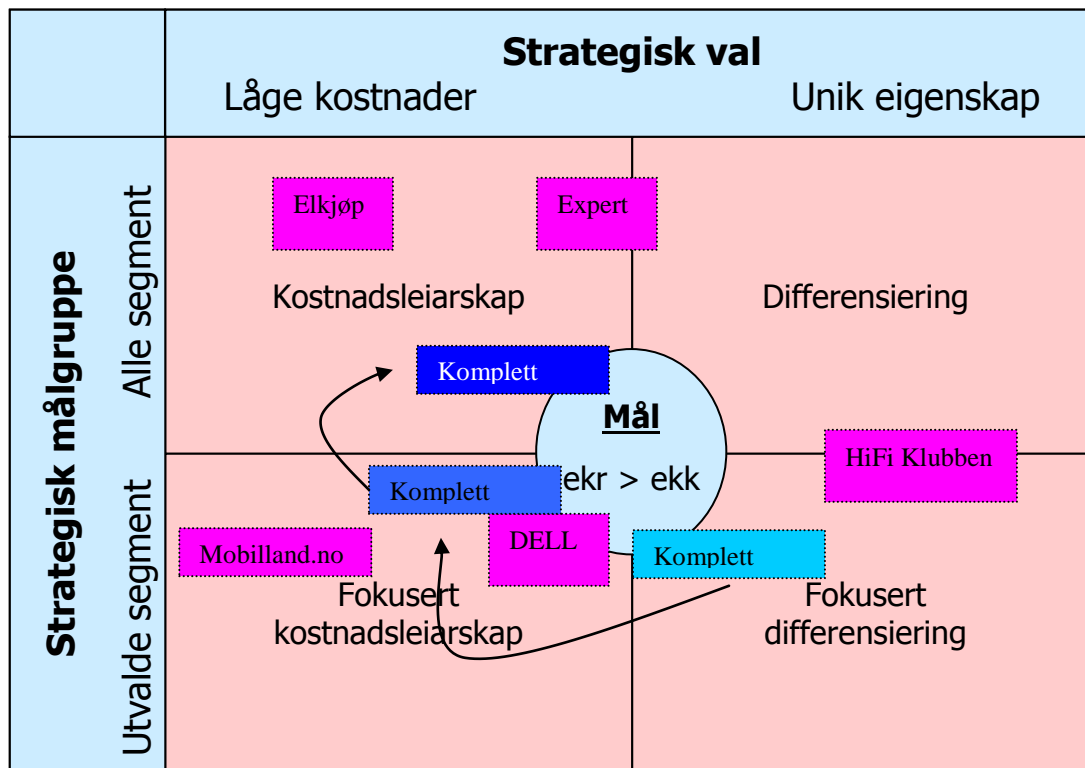
#### **9.4.5 Trussel fra substitutter**

Med substitutter menes ikke den tradisjonelle tolkningen av substitutter. Altså hvorvidt folk velger ny tv foran andre fritidssysler. Det som er den farligste substituttet til tjenesten Komplett tilbyr er at forbrukerne velger tradisjonelle varehus foran online varehus som Komplett, eller velger spesial produkter fra spesialiserte forhandlere. Trussler fra slike substitutter er reell. I Tyskland viste bransjepresentasjonen at spesialist forretninger har beholdt sin markedsandel på 38.4 %, til tross for inntreden av store billigkjeder. Komplett konkurrerer om de samme kundene som tradisjonelle varehus og spesialist forretninger. For Komplett er det avgjørende å tiltrekke seg disse kundene og Komplett opptrer da som substitutt til deres tjenester. De senere år har forbrukerundersøkelser vist at stadig mer brukes på tv, hjemmekino, pc osv. På sikt kan forbrukertrendene og forbruksmønsteret endre seg, og Komplett kan oppleve konkurranse fra andre fritidssysler og mindre fokus på hjemmeunderholdning. Dette er trender som endres på lang sikt og for Komplett utgjør ikke disse substituttene noen stor fare.

### **9.5 Bransjestrategier**

Ulike bransjestrategier blir nå presentert og Komplett sin strategi blir presentert i forhold til disse. Jeg tar utgangspunkt i modellen til Porter.

Tabell 4: Strategi for en virksomhet, Porter 1980, 1985, presentert forelesnings slide 03-38



Komplettets forretningsmodell var ved oppstarten salg av PC'er, systemkomponenter for datautstyr og annet beslektet digitalt utstyr<sup>25</sup>. Komplett blir derfor plassert i boksen for Fokusert differensierings strategi. Komplett henvendte seg til en spesiell målgruppe, PC markedet, og hadde en unik forretningsmodell som en av de første innen e-handel. De senere årene har Komplett utvidet sitt produktspekter og sitt nedslagsfelt innen forbrukerelektronikk og PC markedet, samt markedet for Hjem og Fritids produkter. I modellen er strategitilpasningen som Komplett har fulgt angitt.

I dag defineres Komplett som et stort varehus som henvender seg til hele forbrukerelektronikk og PC markedet. Strategien til selskapet er å være blant de ledene på effektivitet i bransjen og på den måten tilby lavere priser. Noe som tilsier at selskapet følger en strategi for å bli kostnadsledene i bransjen.

<sup>25</sup> Norkom årsberetning 2001

---

I tillegg er det forsøkt å illustrere noen få eksempler på hvilke strategier andre konkurrenter i bransjen følger. Disse er markert i Porters modell. Elkjøp er et typisk varehus som følger en kostnadsledene strategi. Fra selskapet heter det: *”Elkjøps forretningsidé er å oppnå god lønnsomhet ved å være den mest effektive distribusjonskanal for forbrukerelektronikk, elektriske husholdningsapparater og relaterte tjenester til folk flest i Norden<sup>26</sup>”*.

Expert på den andre side skiller seg delvis fra en ren kostnadsledene strategi: *”In our interaction with the customer, we shall live up to the vision by simplifying the internal work in stores, which will enable us to spend as much time as possible on the customer. By doing so, we wish to establish a positive spiral in which the customers love us and return again and again<sup>27</sup>”*. I følge disse uttalelsene vil Expert gi gevinstene ved økt effektivisering tilbake til kundene iform av mer kundekontakt.

I tillegg er HiFi-klubben plassert i strategi kartet, som et eksempel på spesialist forretninger i bransjen. HiFi-klubben har vært tilbydere av lyd og bilde produkter i Hi-end segmentet av markedet. Leverandørene er hovedsakelig mindre produsenter som ikke finnes i de større varehusene. HiFi-klubben fører en blanding mellom differensiert og fokusert differensiert strategi.

## 9.6 Konklusjoner fra bransjeanalysen

Som vist er den viktigste faktorene for om Komplette skal lykkes med sin strategi om fortsatt vekst innenlands og utenlands helt avhengig av hvordan den generelle økonomien i landene utvikler seg. Da er det spesielt rentemarkedet som er av betydning. Fordi lave renter gir forbrukerne høyere kjøpekraft som igjen gir økt etterspørsel og mindre konkurranse om allerede eksisterende markedsandeler. Det snakkes nå om internasjonal renteuuro, og frykt for økt inflasjon i euro området<sup>28</sup>. Dette skaper usikkerhet og er et faresignal for lavere etterspørsel.

---

<sup>26</sup> <http://www.elkjop.no>

<sup>27</sup> [www.expert.no](http://www.expert.no)

<sup>28</sup> [http://www.imarkedet.no/a\\_nyhet/nervøs+børs/art384941.html](http://www.imarkedet.no/a_nyhet/nervøs+børs/art384941.html)

---

Analysen viser at økt digitalisering og en trend som taler for økt bruk av forbrukselektronikk tilsier at på lang sikt vil markedet kunne holde stand.

Analysen viser også at Komplett gjennom egenutviklet e-handelsplattform raskt kan tilpasse seg endringer i markedet, og at ny teknologi har bidratt til at Komplett har kunnet etablere seg i en bransje med høy konkurranse, og prissensitive kunder. I tillegg til at antall nettbrukere øker, øker også antallet som handler online og verdien av online handel. Politiske miljøer har vist positivitet i forhold til økt digitalisering og økt handel over landegrensler.

Komplett har bygget seg opp et merkevarenavn og rykte som en seriøs aktør i et ellers uoversiktlig online marked. Gjennom sin rolle som dominerende innen online handel i Norge og Sverige har Komplett kunne dra nytte av kostnadsfordeler og skalafordeler i forhold til mindre aktører. Her kan nevnes effektivisering av hovedlager, bedre innkjøpsbetingelser pga volum som noen av fordelene som har betydning for Kompletts evne til å konkurrere i bransjen som en kostnadsleder.

Komplett er langt fra alene om å drive etter en kostnadsleder strategi. Konkurransen innad i bransjen er kraftig. Kundene opplever lave byttekostnader, da spesielt i onlinemarkedet gjennom enkle prissammenlignings tjenester, som igjen fører til høy priskonkurranse.

Ut ifra analysen finnes det muligheter i markedet for superprofitt. Komplett har strategiske fordeler i forhold til sine konkurrenter og er i så måte i en posisjon til å generere superprofitt. På kort sikt er mulighetene for Komplett til å opprettholde denne superprofitten god, på lengre sikt avhenger mye av hvordan bransjen utvikler seg. Den tradisjonelle delen av bransjen har vist økt grad av konsolidering mens online segmentet fremdeles er preget av mange små nettbutikker, noe som bidrar til høy priskonkurranse. Komplett har gjennom merkevarebygging og stort vareutvalg lagt grunnlag for å bli en av de ledene aktører i dette segmentet. Kompletts nylig oppkjøp av inWarehouse og TCG kan være et signal om at bransjen går mot konsolidering. I så måte er Komplett en aktør som kan tenkes å bidra til økt konsolidering i lys av sin rolle i online markedet. I tråd med disse betraktningene forventes en eventuell superprofitt basert på eksterne faktorer, å ligge i området 3-5 %.

---

## **9.7 Intern ressursbasert analyse**

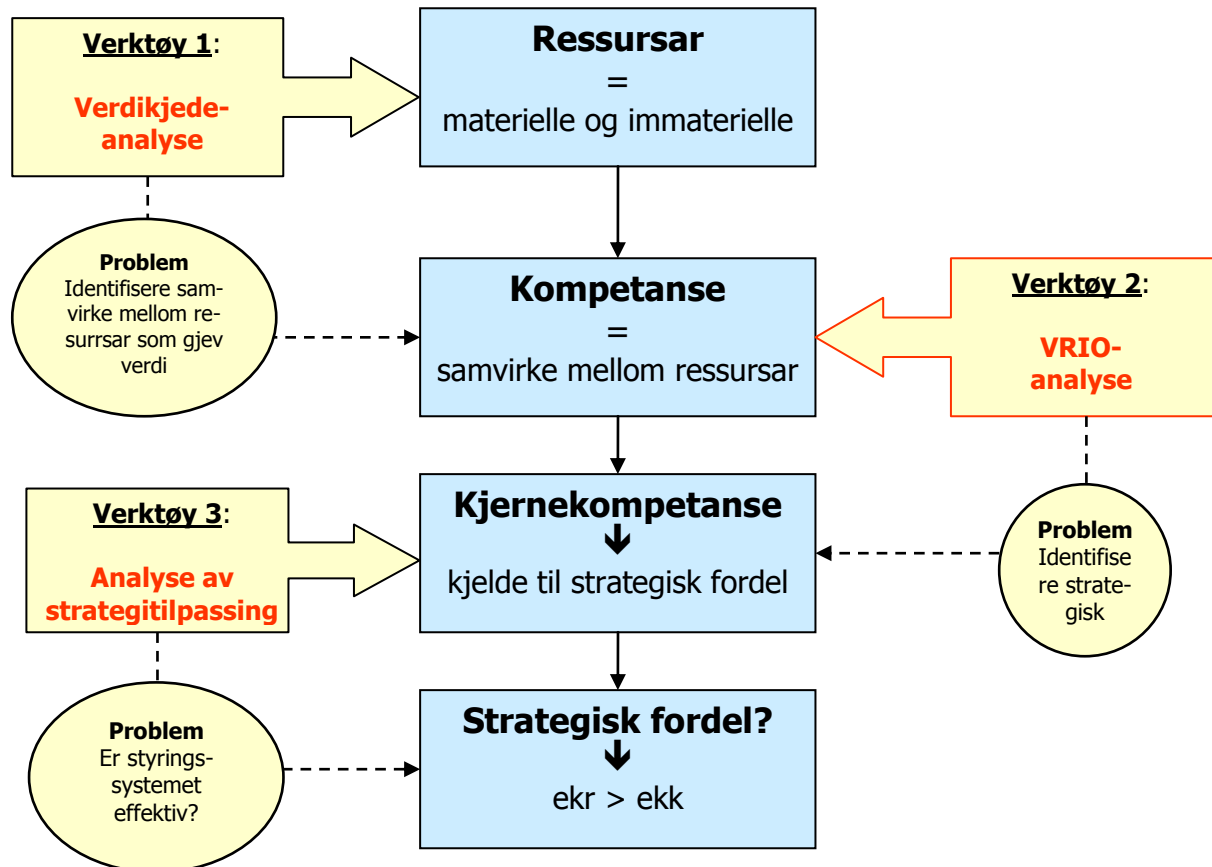
Et selskap har et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter i bransjen når selskapet har en høyere lønnsomhet enn gjennomsnittet i bransjen<sup>29</sup>. Utredningen har så langt sett på hvilke muligheter og trussler som finnes i bransjen. I det følgende vil det bli fokusert på hvilke ressurser Komplett innehar for å dra nytte av disse mulighetene i bransjen og hvordan disse blir utviklet i selskapet. Ressurser selskapet innehar som kan danne grunnlag for superrentabilitet kan enten være matrielle eiendeler eller immaterielle. I tillegg, som nevnt tidligere, kan finansielle ressurser være årsak til en strategisk kapitalfordel. Selskapet kan ha et annet avkastningskrav i forhold til bransjen ved at soliditeten til selkapet er høy.

---

<sup>29</sup> Hill & Jones, (2004), Strategic Management Theory, An Integrated Approach, sixth edition, Houghton Mifflin Company, Boston, s. 76

For den interne analysen benyttes følgende modell:

**Modell 6: Rammeverk for ressursorientert strategisk analyse, presentert forelesning, slide 03-45**



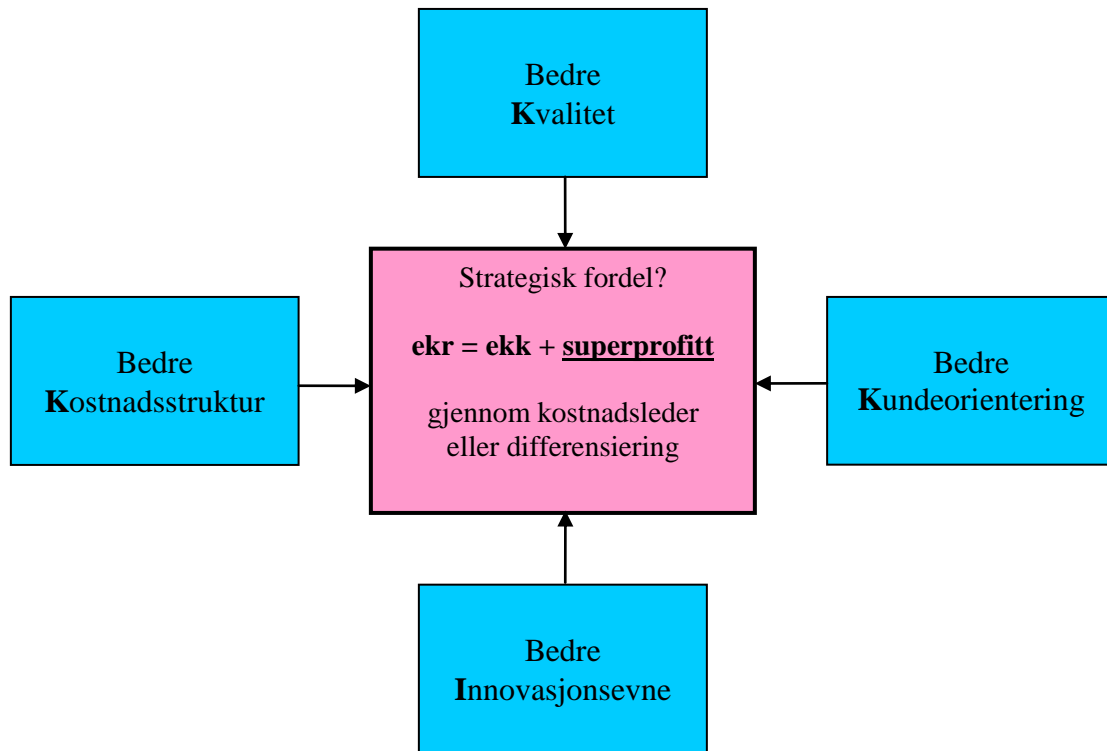
### 9.7.1 KIKK-modellen

Kompletts mulige kilder til konkurransefordel blir analysert gjennom en KIKK-analyse. Denne analysen bidrar til å identifisere hvilke av Kompletts ressurser som er med å bidra til eventuell superrentabilitet. Videre vil analysen forsøke å avdekke i hvilken grad disse ressursene danner grunnlag for en kort eller varig konkurransefordel, gjennom en SVIMA-analyse.



---

Modell 7: KIKK-modellen, forelesningsnotater BUS 424, 03-59



KIKK-modellen identifiserer fire faktorer som kan danne grunnlag for konkurransefortrinn. Bedre kvalitet, bedre innovasjonsevne, bedre kundeorientering og bedre kostnadsstruktur. Hver faktor vil bli analysert, for å se hvordan disse bidrar for Komplet.

### 9.7.1.1 Kvalitet

Komplet tilbyr et bredt produktspekter. Produktene som tilbys er kjente merkevarer som kundene kan finne i alternative nettbutikker og tradisjonelle varehus. Kvaliteten på disse produktene må derfor sies å ikke danne grunnlag for noen konkurransefortrinn. Komplet har gjennom fokus på å ha et stort produktspekter også mange produkter i lavpris segmentet fra mindre kjente produsenter. Dette er produkter beregnet på den mer prisbevisste forbrukeren, og kvalitetskravene er ikke nødvendigvis like viktige. Også her har analysen avdekket at andre konkurrerende forhandlere følger denne strategien med å tilby lavpris produkter, og heller ikke dette danner grunnlag for konkurransefortrinn. Komplet tilbyr også noen produkter i Hi-end

---

segmentet av markedet og lagerfører enkelte hi-end produkter. I så måte skiller Komplett seg fra andre nettbutikker og større lavpriskjeder. Om dette danner grunnlag for konkurransefordeler er heller uklart da Kompletts strategi er å bli en lavpris aktør. Kvaliteten av produktene danner derfor ingen konkurransefordel for Komplett slik jeg ser det.

På den andre siden kan det store produktspekteret sies å være en konkurransefordel for Komplett. En av ulempene ved fjernsalg er at kunden ikke mottar varene samme dag som kjøpet gjennomføres, tradisjonelle varehus har begrensede muligheter for antall produkter som kan vises i butikken og også hvilke varer de kan lagerføre i selve butikken. Men en av Kompletts fortrinn er muligheten til å ha et stort antall varer til utstilling i sin online-butikk, samt lagerføre et stort antall varer på bakgrunn av sin størrelse. Komplett har derfor mulighet til å kompensere ”leverings-dilemmaet” ved å lagerføre et stort produktspekter innenfor alle kategorier forbrukslektronikk og skaper gjennom dette økt kvalitet for kunden og er en konkurransefordel.

Den prisvinnende e-handelsløsningen<sup>30</sup> bidrar også til økt kvalitet på selve netthandelen for kundene. Komplett står selv som utvikler av denne løsningen og innehar mye kompetanse på dette feltet. Til forskjell fra andre aktører i online markedet, som ikke selv har egenutviklede løsninger, har Komplett fordelen ved at selve utviklingen og salgskompetansen finnes innad i selskapet. Kvaliteten av e-handelsløsningen kan bidra som en konkurransefordel.

Opplevd kvalitet for kundene henger sammen med kundeservicen til Komplett.

### **9.7.1.2 Kundeorientering**

Komplett sier selv at kundeservice skal være et av kjernekompetanse områdene til selskapet<sup>31</sup>. I 2004 gjorde Komplett store endringer i sine systemer for å bedre kundeopplevelsen av selve nettbutikken og for å kunne tilby bedre kjøpsoppfølging<sup>32</sup>, noe som dels viser at Komplett har høyt kundefokus.

---

<sup>30</sup> Komplett årsrapport 2006

<sup>31</sup> Kompletts Årsrapport 2006 s.18

<sup>32</sup> Kompletts Årsrapport 2004, s. 7

---

Som nevnt tidligere har Komplett servicesenter lokalisert, foruten ved sitt hovedkontor, i Gøteborg og Nederland. Komplett fokuserer på at kundene skal ha en positiv opplevelse av selve kjøpsprosessen og er bevisst på at god kundeservice bidrar til dette. Selve kundefokuset er noe også de tradisjonelle varehusene, og også online-butikker er seg bevisst. Selve gjennomføringen derimot kan gi opphav til konkurransefortrinn. Komplett har skalafordeler i forhold til sine mindre online aktører, og kan ha et større kundeservice team, og læringsmiljø rundt kundeservice. I tillegg har Komplett vareutleveringssteder i Stockholm, Gøteborg og Malmø. Dette er noe som er mulig på bakgrunn av et høyt salg i disse regionene, en skalafordel.

Komplett har også satt i gang en prosess med å ytterligere effektivisere sin logistikk funksjon for å bedre leveringstidene.

Som nevnt har strategien til Komplett gitt utslag i fornøyde kunder i 2006 etter Norsk Kundebarometer, og Komplett er langt foran sine konkurrenter. Høyt kundefokus og stadig forbedringer i kundens handelsopplevelser og forenklinger i kjøpsprosessen kan bidra til å differensiere Komplett fra andre tradisjonelle- og online-varehus, og i så måte bidra til å bli en konkurransefordel.

### **9.7.1.3 Kostnadsstruktur**

Strategien til Komplett ble tidligere definert til å være en kostnadsledene strategi. Dette innebærer blant annet at Komplett skal konkurrere i bransjen med lave priser muliggjort av en effektiv organisering og logistikk funksjon. Som nevnt har Komplett satt i gang arbeid med å effektivisere sitt hovedlager i Sandefjord. Økt grad av automatisering skal bidra til lavere enhetskostnader. Komplett sier selv at denne automatiseringen vil føre til vesentlige reduksjoner i lagerkostnadene. Som ren online forhandler har Komplett sparte kostnader i forhold til sine tradisjonelle konkurrenter, hva gjelder butikklokaler og selgere samt andre kostnader forbundet med dette.

I tillegg har Komplett, som en betydelig aktør, muligheter til å oppnå bedre avtaler fra produsenter. Dette gjelder spesielt fra mindre produsenter i lavprissegmentet. Det er spesielt i

---

forhold til produsenter som ikke har det samme merkevarenavnet som større etablerte produsenter. Komplet kan utnytte dette. Komplet melder også i sin årsrapport at de opplever økt interesse fra nye produsenter. Dette viser at Komplet nå er i en fase hvor de har forhandlingskraft overfor sine leverandører, og dette bidrar til bedre innkjøpsbetingelser.

#### **9.7.1.4 Bedre innovasjonsevne**

Komplet har vist seg som ledene innen utvikling av e-handelsløsninger. Gjennom egen utviklings avdeling skjer det en kontinuerlig utvikling og oppdatering av løsningen, og Komplet har ved flere anledninger vunnet priser for sine løsninger, sist ved å vinne innovasjonspris fra Norsk BankID<sup>33</sup>. Noe som tilsier at Komplet har vist og stadig viser evne og vilje til å ta i bruk og utvikle nye løsninger innen e-handel. I tillegg kan det nevnes at Jan Gusland, leder for utvikling av IT- og e-handels løsninger har lang fartstid i selskapet, noe som tyder på stabilitet i utviklingsavdelingen.

Komplet har også Produktledere innen de forskjellige produktgruppene som følger etterspørselen i de forskjellige geografiske markedene nøye, og kan dermed tilby det produktspekteret som etterspørres.

Komplet har derfor en klar kilde til konkurransefordel hva gjelder innovasjonsevne, og at selskapet også klarer dra nytte av dette på en effektiv måte gjennom god organisering.

#### **9.7.1.5 Konklusjon fra KIKK-modellen**

Som analysen har avdekket har den strategiske fordel til Komplet sitt utspring i flere forhold. Innovasjonsevne, kostnadsstruktur, kundeorientering og kvalitet. Konklusjonen er derfor at Komplet har mulighet til å oppnå superprofitt i denne bransjen. Forventet superprofitt ut i fra KIKK-analysen vil være noe høyere enn hva som var forventet på bakgrunn av den eksterne bransjeanalysen. Mitt estimat blir at interne ressurser tilsier en superprofitt rundt 4-7 %, basert på faktorene presentert ovenfor.

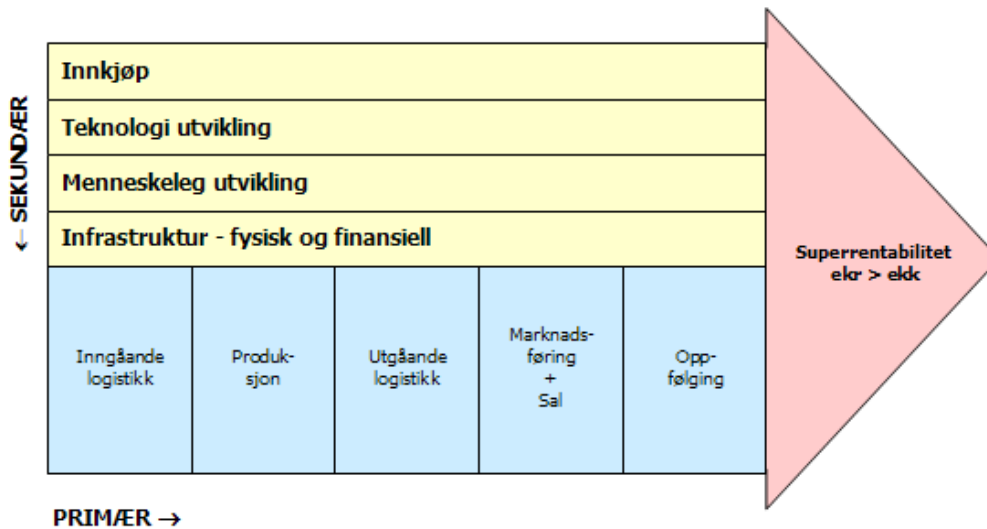
---

<sup>33</sup> <http://www.bankid.no/index.db2?id=3944>

## 9.7.2 Ressursbasert analyse

KIKK-analysen identifiserte kildene til Kompletts konkurransefordeler. I det følgende vil de viktigste ressursene Komplette innehar, som er med å skape disse konkurransefortrinnene, bli analysert. For å finne hvilke ressurser som gir Komplette konkurransevne, må først aktivitetene som skaper konkurransefortrinnene identifiseres, for så å finne hvilke ressurser selskapet har som gjør det mulig å gjennomføre disse aktivitetene. Jeg vil ta utgangspunkt i Porter's verdikjede for så å presenter aktuelle aktiviteter hos Komplette som skaper verdier for selskapet og kundene.

Modell 8<sup>34</sup>: Porter's verdikjede, Forelesningsnotater STR210, Inger Stensaker, 2004



### 9.7.2.1 Inngående logistikk

Komplette skal være eneste ledd mellom produsent og forbruker. Komplette er derfor avhengig av gode relasjoner med sine leverandører som i de fleste tilfeller er produsenten av varene. Komplette tilbyr 7800 produkter fra det Norske varehuset og rundt 4000 varer fra det Nederlandske varehuset. Ved å tilby et så stort produktspekter av varer i et marked hvor prisendringer og produktoppdateringer skjer hyppig er det desto viktigere å ha en kompetent produktstyring. Komplette er seg bevisst på dette, og definerer også produktstyring som del av sin

<sup>34</sup> Forelesningsnotater STR210, slide Inger Stensaker, 2004

---

kjernekompetanse. Komplet har også egne produktstyrings team som kontinuerlig følger markedet hva gjelder pris, etterspørsel og varelager. Spesialiserte team innenfor hvert produktområdet er en fordel muliggjort gjennom Kompletts posisjon som ledene aktør, altså en skalafordel.

Som nevnt tidligere opplever Komplet økt aksept for e-handel blant produsentene og dette har ført til bedre innkjøpsavtaler og interesse fra andre produsenter. Også her bidrar Kompletts størrelse og innkjøpsvolum til bedre muligheter for gode innkjøpsavtaler.

### **9.7.2.2 Produksjon**

Produksjonen for Komplet sitt vedkommende er selve e-handelsplattformen. Det er gjennom nettbutikkene selve salget skjer. Komplet utvikler selv løsningen og har på denne måten muligheter til kontinuerlig oppdateringer og utvikling av nye tjenester som etterspørres i markedet. Dette kan Komplet få til ved at utviklingen av e-handels plattformen skjer internt i selskapet.

### **9.7.2.3 Utgående logistikk**

Dette er et område Komplet har fokusert mye på. Komplet har et nært samarbeid med flere logistikkpartnere, Posten i Norge og Sverige, DHL, Tollpost Globe, Parcel Force, TPG Post og Deutsche Post. I tillegg har Komplet outsourcet sitt lager i Nederland. Ny satsning på å strømlinjeforme selskapets logistikk funksjoner gjennom automatisering, skal bidra til lavere enhetskostnader, økt kapasitet og kortere leveringstider.

### **9.7.2.4 Markedsføring og salg**

Komplet har allerede et sterkt varemerke, i 2006 ble det gjennomført ytterligere markedsføringskampanjer for å markedsføre nettbutikkene. Disse markedsføringstiltakene ble gjennomført i samarbeid med leverandørene. Markedsføringen var hovedsakelig gjennom tv, men

---

det ble også produsert kataloger for å komme i kontakt med nye kundegrupper. Komplettn viser også at de stadig vil satse på markedsføringstiltak. I 2007 har selskapet sponset Sandefjord Fotball med ny arena, som får navnet *Komplettn.no Arena*, forventet åpning 21. juli 2007. Dette vil ytterligere bidra til å markedsføre Komplettn som selskap og komplettn.no som nettbutikk i det norske markedet.

### **9.7.2.5 Oppfølging**

Komplettn har et kundeperspektiv i sin utvikling av e-handelsløsningen, og har som mål og stadig innføre ny teknologi som bedrer kundens handelsopplevelse. Blant annet har kunden mulighet til å få prisvarsler på selvbestemte produkter. Det vil si at kunden mottar beskjed fra Komplettn når prisen på det aktuelle produktet når den grensen kunden har satt. Dette er bare en av flere funksjoner som viser at Komplettn tar kundefokuset på alvor. I tillegg som jeg har nevnt tidligere har Komplettn serviceteam lokalisert i de forskjellige geografiske markedene som det opererer, for å bidra til økt support før og etter kjøp. Komplettn har også et nært samarbeid med sine produsenter, og via Komplettn sine sider kommer kundene direkte inn til kundesupport for de enkelte produsentene.

### **9.7.2.6 Sentrale aktiviteter i verdikjeden**

Verdikjeden til Komplettn er nå presentert og aktiviteter som bidrar til verdiskapelsen er identifisert. Det er som vist flere aktiviteter som bidrar til å skape verdier for kundene. Det er fysiske ressurser som automatisert varelager og utleveringssteder samt finansielle ressurser som gir selskapet mulighet til å holde et stort varelager som igjen gir kundene et vidt produktspekter. Komplettn har en sterk finansiell posisjon og hadde ved utgangen av 2006 kontanter og likvide midler pålydende 154 millioner. Komplettns finansielle styrke gjør det mulig å gjennomføre prosjekter fortløpende etter endrede markedsforhold. Komplettn gjennomførte forbrukerfinansierings tjenesten ved hjelp av egne midler, og ved utgangen av 2006 var låneporteføljen på 58.3 millioner. I tillegg gir økt finansiell handlekraft det mulig for Komplettn å vokse gjennom oppkjøp. Et eksempel er Komplettns oppkjøp av svenske inwarehouse.se

---

Analysen indikerer at organisatoriske ressurser som logistikkrutiner i selskapet stadig blir forbedret og per i dag har Komplett et nært samarbeid med flere logistikkpartnere. Flere relasjonsbaserte ressurser er identifisert. Komplett har bygget et merkevarenavn gjennom flere markedsføringstiltak, og har bygget relasjoner til kundene gjennom å holde fokus på kundebehov og kundeservice, noe som har gitt utslag i kundenes tilfredshet, bekreftet av måling gjennomført av Norsk Kundebarometer. Komplett har bygget relasjoner til sine leverandører noe som har bidratt til høyere grad av forhandlingsmakt og bedre innkjøpsbetingelser.

Komplett har også ressurser i form av høy kompetanse innen e-handel. E-handelsplattformen er utviklet gjennom flere år av selskapet selv, og selskapet sitter i så måte på store immaterielle kunnskaper hva gjelder e-handelsplattformer. Noe som blir bekreftet gjennom at leder for utviklingsavdelingen har lang fartstid i selskapet. Prisbelønte løsninger er også et signal om at selskapet sitter på ferdigheter som overgår sine konkurrenter, og evner å designe nye løsninger.

De viktigste ressursene er kort oppsummert: *Finansielle, organisatoriske/kompetanse, merkenavn, forhandlingskraft.*

Jeg vil nå ta i bruk SVIMA verktøyet for å analysere hvorvidt disse ressursene kan gi opphav til varige konkurransefortrinn.

### **9.7.3 Presentasjon av SVIMA-modellen**

Selve modellen trenger litt forklaring. Den tar for seg de ressursene som har størst betydning for Komplett sin konkurranseevne og stiller spørsmål om disse ressursene er *sjeldne* i markedet, *viktig* for kunden, *ikke imiterbar* -eventuelt vanskelig imiterbar-, *mobilisert* –med det menes om selskapet har tatt i bruk ressursen - og om ressursen er *appropriert* – om ressursen kun kommer selskapet til gode.



## Har selskapet ressurser - materielle eller immaterielle - som er:

	1) Sjelden i markedet
	2) Viktig for kunden
	3) Ikke imiterbar (Konkurrenter kan ikke lett imitere ressursen)
	4) Mobilisert (tatt i bruk av selskapet)
	5) Appropriert (her menes tilfaller selskapet)
<b>SVAR:</b>	<b>1 2 3 4 5 Superrentabilitet</b>
	nei nei nei nei nei ekr < ekk Dårligere konkurranseevne
	ja nei nei nei nei ekr = ekk Fri konkurranse
	ja ja nei nei nei ekr > ekk Kortsiktig
	ja ja ja ja ja ekr > ekk Langsiktig

Tabell 5: SVIMA-modell fra STR210, utarbeidet fra VRIO-modell i BUS424, slide 03-58

### 9.7.3.1 Finansielle ressurser

Sjelden: Analysen viste at markedet er dominert av store aktører med betydelig finansiell styrke. Blant rene online butikker er nok en slik finansiell styrke som Komplet innhar en sjeldenhet, men i markedet som sådan er ikke dette en sjelden ressurs, blant de store dominerende aktørene.

Viktig: Kompletts finansielle stilling har ikke direkte innvirkning på kundene, men indirekte ved at Komplet raskt kan gjennomføre prosjekter som markedet etterspør, samt tilby et stort produktspekter.

Ikke imiterbar: Komplet har opparbeidet seg kapital gjennom blant annet kontantstrøm fra driften. Dersom dette var en essensiell ressurs for å lykkes i markedet ville andre selskaper kunne imitert denne finansielle posisjonen med for eksempel innskutt egenkapital, selv om dette igjen ville økt risikoen. Ressursen må derfor sies å være imiterbar.

Mobilisert: Komplet betaler deler av overskuddet i utbytte, men en stor andel går til ekspansjon i nye geografiske markeder, enten ved åpninger av egne nettbutikker eller gjennom oppkjøp. Finansielle midler ble også benyttet til å utvide og videreføre forbrukerfinansieringstilbudet. Ressursen er derfor mobilisert.

---

Appropriert: Det er bare Komplet som drar nytte av sin finansielle posisjon, men det kan tenkes at Komplet er med å skape større troverdighet og trygghet rundt online baserte foretak og på den måten bidrar til å bedre forholdene til sine konkurrenter. I hvilken grad dette har betydning er usikkert.

### **9.7.3.2 Organisatoriske/kompetanse ressurser**

Sjelden: Komplet er for onlinebutikk å være en temmelig gammel organisasjon, med mye kompetanse. Det må derfor sies å være en sjelden ressurs med såpass lang erfaring i markedet, og det at selskapet har hatt så mange år til å tilpasse seg organisatorisk.

Verdifull: For kundene er dette verdifullt fordi det muliggjør raskere levering, større produktvalg ved at selskapet gjennom høy produktkompetanse og produktstyring kan føre mange varer. Bedre e-handelsløsninger ved innovative utviklere.

Ikke imiterbar: Kompetansen selskapet har opparbeidet seg er ikke imiterbar. Det kan tenkes at konkurrenter kan forsøke å stjele kompetanse gjennom å rekruttere sentrale personer i selskapet, men selve organisasjonskulturen og kjernekompetansen i selskapet er ikke imiterbar.

Mobilisert: Ressursen er mobilisert, og blir stadig forbedret og er gjenstand for effektivisering.

Appropriert: Konkurrerende virksomheter får ingen nytte av Kompletts organisering og intern kompetanse.

### **9.7.3.3 Merkevare**

Sjelden: Forbrukerelektronikkmarkedet er preget av mange sterke merkevarer. De største kjedene for forbrukselektronikk er alle sterke varemerker i de respektive landene. I online markedet er Kompletts merkevarenavn en sjelden ressurs.

---

Verdifullt: For selskapet er et sterkt merkenavn viktig for å tiltrekke seg kunder blant andre sterke aktører i bransjen. For Komplett er det enda viktigere med en sterk merkevare fordi selskapet driver i et markedet i stor vekst, og er avhengig av å kapre førstegangskjøpere.

Ikke imiterbar: De fleste selskaper kan bygge opp et merkenavn gjennom store markedsføringstiltak. Spørsmålet er bare hva folk forbinder med merkenavnet. For Komplett sin del har analysen avdekket at de har lykket med å skape fornøyde kunder, og gjerne har differensiert seg fra andre lavpris selskaper i bransjen ved stort produktutvalg. Jeg vil derfor si at på kort sikt er dette en ikke imiterbar ressurs for Komplett.

Mobilisert: Komplett har etablert merkevarenavnet i bransjen, og gjennomfører stadig nye markedsføringstiltak. Ressursen er derfor mobilisert.

Appropriert: Komplettets merkevare kommer bare Komplett til gode, og må derfor sies å være appropriert.

### **9.7.3.4 Forhandlingskraft**

Sjelden: At selskaper i bransjen har forhandlingskraft i forhold til leverandører og produsenter er ikke en sjelden ressurs. Dette er da også noe av bakgrunnen til den pågående konsolideringen i bransjen, og er derfor en nødvendighet for Komplett for at selskapet skal være i stand til å hevde seg i konkurranse med de større tradisjonelle varehusene. For Komplett er økt forhandlingsmakt avhengig av fortsatt vekst for å få til bedre innkjøpsbetingelser fra produsenter. Mindre aktører har ikke denne forhandlingskraften og denne ressursen på karakteriseres som delvis sjelden.

Verdifullt: For kundene gir denne ressursen utslag i at Komplett kan holde lavere priser og konkurrere med de store varehusene. I hvilken grad forhandlingskraften er gjeldene er noe jeg ikke har informasjon om.

Ikke imiterbar: For de mindre selskapene i bransjen er det helt umulig å forhandle på lik linje med Komplett ettersom deres volum er betydelig mindre. For at mindre konkurrenter skal komme

i samme forhandlingsposisjon som Komplet er de avhengig av høyere volum, noe som ikke er mulig på kort sikt.

Mobilisert: Som sagt står det i årsrapporten at Komplet har opplevd økt interesse fra produsenter og bedre innkjøpsbetingelser i tråd med økt legitimitet for online handel.

Appropriert: Muligheten til å oppnå bedre innkjøpsbetingelser med bakgrunn i økt volum kommer bare Komplet til gode gjennom lavere innkjøpspriser. Det kan også tenkes at produsentene gir Komplet andre betalingsbetingelser og så videre.

### 9.7.3.5 Resultater av SVIMA-analyse

	1)	Sjelden i markedet						
	2)	Viktig for kunden						
	3)	Ikke imiterbar (Konkurrenter kan ikke lett imitere ressursen)						
	4)	Mobilisert (tatt i bruk av selskapet)						
	5)	Appropriert (her menes tilfaller selskapet)						
<b>SVAR:</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>Superrentabilitet</b>	<b>Konklusjon</b>	
Finansiell	delvis	Ja	Nei	ja	ja	ekr = ekk	Midlertidig fordel	
Organisatorisk/kompetanse	ja	Ja	Ja	ja	ja	ekr > ekk	Langsiktig fordel	
Merkevarenavn	delvis	Delvis	Ja	ja	ja	ekr > ekk	Kortsiktig fordel	
Forhandlingskraft	delvis	Ja	Mulig	ja	ja	ekr > ekk	Betinget fordel	

**Tabell 6: Resultater fra SVIMA-analyse**

I analysen blir det bare fokusert på de ressursene som er av størst betydning for Komplet. Jeg har oppsummert SVIMA-analysen i modellen ovenfor, og har funnet at de viktigste ressursene til Komplet er de organisatoriske og kompetansebaserte ressursene. I tillegg nyter Komplet godt av merkevarenavnet selskapet har opparbeidet. Hvorvidt selskapets økte forhandlingskraft i forhold til leverandørene er et varig kompetansefortrinn avhenger av hvordan bransjen utvikler seg i fremtiden. Det forventes at online bransjen opplever de samme tendensene som den tradisjonelle bransjen og går mot stadig større enheter. I så måte vil også andre aktører få dra nytte av forhandlingskraft. Jeg har også vist hvordan den finansielle posisjonen kan gi opphav til superprofitt på kort sikt.

---

På lang sikt har det vist seg at selskaper som avviker fra bransjerentabiliteten vil nærme seg bransjerentabiliteten på sikt<sup>35</sup>. Noe som tilsier at Komplette ikke skal forvente en meravkastning i forhold til bransjen på lang sikt. Det forventes likevel at Komplette er i besittelse av noen essensielle ressurser som på kort og lang sikt kan føre til en egenkapitalrentabilitet høyere enn bransjen som helhet. En slik superrentabilitet med utspring i interne ressurser vil jeg anta vil være rundt 3-4 %.

## **9.8 Konklusjon av Strategisk Analyse**

En stor del av utredningen fokuserer på den strategiske analysen. Dette synes jeg er viktig for å kunne analysere tallene i regnskapsanalysen, og ikke minst ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

Analysen har vist at bransjen som helhet har opplevd vekst, noe som gode økonomiske forhold generelt har bidratt til, og ny teknologi og digital satsning har også bidratt til økt omsetning i bransjen. For Komplette sin del har den økte troverdigheten til onlinebransjen bidratt til kraftig økning i onlinehandel, som har hatt direkte innvirkning på Komplette. Den kraftige konkurransen i bransjen har likevel bidratt til at prisene har holdt seg stabilt lave. Bransjemessig er dette en bransje hvor kundene er små og uten forhandlingsmakt i de fleste tilfeller, og høy konkurranse blant produsentene bidrar også til å begrense deres makt over de største forhandlerkjedene. Substitutter for bransjen er mer perifere og av mindre betydning.

Hva gjelder interne ressurser som bidrar til superprofitt i Komplette er det identifisert flere faktorer som bidrar til økt konkurransekraft og hvilke ressurser som skaper disse konkurransefordelene. God organisering har ført til at Komplette har kunnet senke leveringstiden, øke produktspekteret og med dette skape høyere opplevd kvalitet for kunden. En effektiv organisering har bidratt til økt kundeorientering og bedre kundeservice. Analysen viser at Komplette gjennom en solid finansiell posisjon har dratt nytte av dette, både gjennom økt

---

<sup>35</sup> Penman, S. H., 1991, "An Evaluation of the Accounting Rate-of Return," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 233 - 255

---

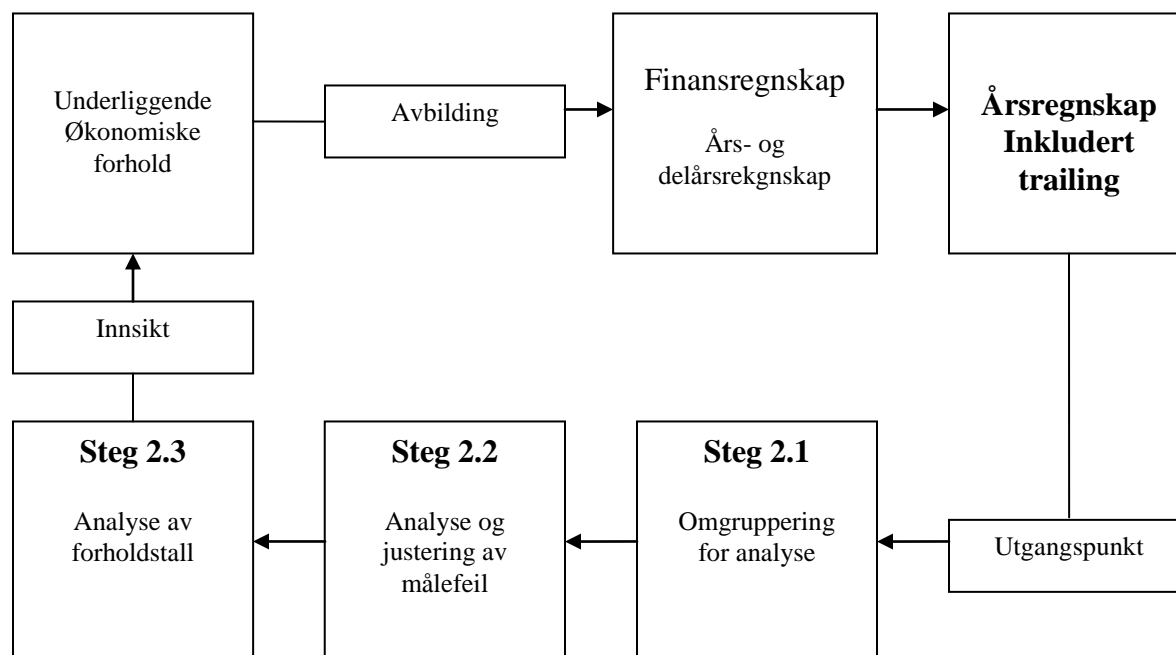
innovasjon og ytterligere satsninger på å bygge merkevaren Komplett. I tillegg gjennomføres det kontinuerlig arbeid med å effektivisere organisasjonen og logistikk rutiner for å senke kostnadene.

Det forventes dermed ut fra den strategiske analysen at Komplett har en kapasitet på superrentabilitet på 5-10 % som bygges på faktorer grundig gjennomgått i den strategiske analysen.

## 10 Regnskapsanalyse

Modellen viser framgangsmåten i regnskapsanalysen. Utgangspunktet for analysen er årsregnskapet. Regnskapet blir så omgruppert for analyse. Dette blir gjort fordi oppstillingen i finansregnskapet først og fremst har en kreditororientert oppstillingsplan. Jeg skal gjennomføre en verdivurdering av selskapet og ønsker derfor en investororientert analyse med hovedfokus på verdien av inntjeningen til egenkapitalen nå og i fremtiden. Det blir videre nødvendig å justere regnskapet for eventuelle målefeil. Dette kan være aksepterte målefeil gjennom god regnskapsskikk eller målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring. Til sist gjøres en analyse av forholdstallene.

**Modell 9: Rammeverk for Regnskapsanalyse, BUS 424, Frøystein Gjesdal, slide 20-2**



---

## **10.1 Analysenivå**

Jeg velger å analysere Komplett som en samlet enhet. Det kan argumenteres for at de nyere virksomhetsområdene til Komplett i Europa burde vært analysert som et eget foretningsområde. Det er ikke offentliggjort regnskaper fra de enkelte land og da jeg bygger analysen på offentlig tilgjengelig informasjon blir det naturlig å fokusere på Komplett som en samlet enhet. Dessuten er Kompletts virksomhetsområder i de ulike geografiske områdene tilnærmet lik, og i så måte forventes ikke de store forskjeller.

## **10.2 Analyseperiode**

Komplett har som nevnt drevet med online salg i lang tid. I 2000 ble selskapet notert på Oslo Børs. I de senere årene har selskapet etablert mange nye nettvarehus beregnet på forskjellige geografiske markeder i Europa. I tillegg har konseptet til Komplett gjennom de siste årene endret karakter. Fra å hovedsakelig tilby datakomponenter og pc-utstyr til brune- og hvitevarer, til hjem og fritids utstyr.

Det viktige ved valg av analyseperiode er hvor stabil virksomheten har vært historisk. I stabile virksomheter som ikke har gjennomgått store endringer kan analysen bygges på eldre tall. Dersom selskapet har gjennomgått organisatoriske og foretningmessige endringer vil eldre tall gi et feil inntrykk av selskapet.

Analysen bygges på en 5 års horisont, fra 2002 til 2006. Da er allerede børsnoteringen gjennomført og Komplett har åpnet nettbutikk i Sverige, som i dag har vist seg å bli det største foretningsområdet utenlands.

## **10.3 Valg av komparativ bransje**

Det har vist seg vanskelig å finne noen selskaper som er egnet til sammenligning med Komplett. Jeg kunne sammenlignet Komplett med Expert eller Elkjøp, men dette kan gi et misvisende bilde



ettersom Komplet er et rent e-handelsforetak. Dessuten er ikke regnskapstall for Elkjøp tilgjengelige og sammenligning med bare Expert ville vært på et for tynt grunnlag.

Aktuelle selskaper å sammenligne med er tidligere nevnte rene online aktører, her ville det vært naturlig å sammenligne med nest største aktør i det norske markedet MPX.no men regnskapstall for disse er ikke tilgjengelig. Ettersom eier Torp Computing Group bare rapporterer på konsernnivå. TCG har nå også fusjonert med Komplet ASA.

## 10.4 Rapportert regnskap for Komplet ASA

Nedenfor er det rapporterte resultatregnskapet til Komplet gjengitt. Jeg har valgt å bruke IFRS tallene for 2004. For Komplet får ikke dette noen betydning i resultatregnskapet. I tillegg er unormale finansposter og unormalt driftsresultat skilt ut.

**Tabell 7: Resultatregnskap Komplet Konsern**

Rapportert regnskap noe modifisert	2002	2003	2004	2005	2006
Salgsinntekter	1 363 246	1 730 935	1 792 693	1 972 065	2 240 487
+ Inntekter fra forbrukslån	-	-	-	73	7 168
+ Andre driftsinntekter	950	849	1 259	1 725	1 781
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>1 364 196</b>	<b>1 731 784</b>	<b>1 793 952</b>	<b>1 973 863</b>	<b>2 249 436</b>
Varekostnad	1 164 734	1 514 772	1 579 538	1 717 064	1 936 611
+ Lønnskostnader	83 603	88 537	89 790	106 055	121 157
+ Avskrivninger og nedskrivning	4 675	6 557	11 814	10 022	11 664
+ Andre driftskostnader	40 409	50 354	67 068	77 364	94 150
<b>= Driftskostnader</b>	<b>1 293 421</b>	<b>1 660 220</b>	<b>1 748 210</b>	<b>1 910 505</b>	<b>2 163 582</b>
Driftsresultat inklusive engangsposter	70 775	71 564	45 742	63 358	85 854
- Nedskrivning anlegg (varige og immaterielle) 1)	0	0	2 181	0	0
- Resultat diskontinuerlig virksomhet	5 973				
- Andre engangskostnader knyttet til drift 1)	-149	-85	7	81	-80
<b>Driftsresultat før engangsposter og diskont.</b>	<b>64 951</b>	<b>71 649</b>	<b>47 916</b>	<b>63 277</b>	<b>85 934</b>
<b>= Driftsresultat</b>	<b>70 775</b>	<b>71 564</b>	<b>45 742</b>	<b>63 358</b>	<b>85 854</b>
+ Ordinært nettoresultat tilknyttede selskaper	0	1 806	1 809	1 669	1 140
+ Unormalt nettoresultat tilknyttede selskaper	-	-	-	-	-
+ Normale finansinntekter	8 349	6 620	3 762	5 462	7 091
- Normale finanskostnader	168	227	156	416	245
+ Unormalt finansinntekter	96	396	1 379	1 144	879
- Unormale finanskostnader	665	1 886	745	507	210
+ Gevinst salg av butikkjeden		7 566			
Finansresultat	7 612	14 275	6 049	7 352	8 655
<b>= Ordinært resultat før skatt</b>	<b>78 387</b>	<b>85 839</b>	<b>51 791</b>	<b>70 710</b>	<b>94 509</b>
- Skattekostnad	21 641	21 860	20 603	21 406	28 456
<b>= Årsresultat Konsern</b>	<b>56 746</b>	<b>63 979</b>	<b>31 188</b>	<b>49 304</b>	<b>66 053</b>
- Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-
<b>= Årsresultat</b>	<b>56 746</b>	<b>63 979</b>	<b>31 188</b>	<b>49 304</b>	<b>66 053</b>

1) Ettersom Komplette ikke har skilt ut nedskrivninger og engangskostnader knyttet til driften, har jeg forsøkt å få disse frem i det rapporterte regnskapet. Dette gjelder gevinst/tap ved salg av anleggsmidler samt nedskrivning på 2181 i 2004. Derav den utradisjonelle oppstillingen

2) I balansen er det noen punkter som bør kommenteres. Overgangen til IFRS får betydning for hvordan utsatt skattefordel blir målt, IFRS regelverket er strengere og overgangen til IFRS førte til en reduksjon på 3891 i utsatt skattefordel, som ble ført mot egenkapitalen. I tillegg fikk overgangen effekt for klassifiseringen av utbytte, som ikke blir klassifisert som kortsiktig gjeld men som egenkapital.

IFRS 2004: Totaleffekten på egenkapitalen blir:  $14\,474 - 3\,978 = 10\,496$

IFRS 2005: Totaleffekten på egenkapitalen blir  $36\,175 - 3\,891 = 32\,284$

Effekten for egenkapital og gjeld blir 3 891.

**Tabell 8: Eiendeler i Kompletts Balanse**

	<b>Eiendeler</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>IFRS 2004</b>	<b>IFRS 2005</b>	<b>IFRS 2006</b>
	Utsatt skattefordel	3 549	7 200	4 329	6 308	7 418
+	Software/IT systemer	0	7 781	11 967	11 747	9 884
+	Andre immaterielle eiendeler	3 209	2 507	1 805	1 103	401
=	<b>Immaterielle eiendeler</b>	<b>6 758</b>	<b>17 488</b>	<b>18 101</b>	<b>19 158</b>	<b>17 703</b>
	Innredning av leide lokaler	830	3 674	2 217	2 513	2 308
+	Maskiner og inventar	13 803	14 783	12 724	11 915	15 905
=	<b>Varige driftsmidler</b>	<b>14 633</b>	<b>18 457</b>	<b>14 941</b>	<b>14 428</b>	<b>18 213</b>
	Investering i tilknyttet selskap	0	3 692	5 590	6 330	7 319
+	Andre finansielle fordringer	906	4 940	228	168	228
=	<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>906</b>	<b>8 632</b>	<b>5 818</b>	<b>6 498</b>	<b>7 547</b>
	<b>Anleggsmidler</b>	<b>22 297</b>	<b>44 577</b>	<b>38 860</b>	<b>40 084</b>	<b>43 463</b>
	Varelager	114 176	149 440	158 309	187 481	214 632
	Kundefordringer	86 683	122 353	110 160	102 671	116 051
+	Andre fordringer	23 808	36 613	36 575	13 483	29 007
+	Forbruker lån	0	0	0	5 300	58 344
+	Forskuddsbetalte kostnader	371	1 467	196	1 314	1 997
=	<b>Fordringer</b>	<b>110 862</b>	<b>160 433</b>	<b>146 931</b>	<b>122 768</b>	<b>205 399</b>
	Investeringer	37	-	-	-	-
+	Konter og bankinnskudd	176 459	162 823	206 026	166 470	153 983
=	<b>Omløpsmidler</b>	<b>401 534</b>	<b>472 696</b>	<b>511 266</b>	<b>476 719</b>	<b>574 014</b>
	<b>Eiendeler</b>	<b>423 831</b>	<b>517 273</b>	<b>550 126</b>	<b>516 803</b>	<b>617 477</b>

**Tabell 9: Egenkapital og Gjeld for Komplett**

	<b>Egenkapital og Gjeld</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>IFRS 2004</b>	<b>IFRS 2005</b>	<b>IFRS 2006</b>
	Innskutt egenkapital	122 671	127 120	136 733	136 733	136 733
+	Konsernets fond	109 565	160 288	188 285	151 576	202 580
=	<b>Egenkapital</b>	<b>232 236</b>	<b>287 408</b>	<b>325 018</b>	<b>288 309</b>	<b>339 313</b>
	Utsatt skatt	0	0	0	4 175	4 466
=	<b>Langsiktig gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4 175</b>	<b>4 466</b>
	Leverandørgjeld	134 680	157 392	147 369	128 017	174 935
+	Betalbar skatt	22 985	29 328	18 804	18 180	24 961
+	Skyldig offentlige avgifter	8 480	9 917	33 852	41 289	40 997
+	Skyldig utbytte	11 523	14 474	-	-	-
+	Annen kortsiktig gjeld	13 928	18 756	25 084	36 833	32 805
=	<b>Kortsiktig gjeld</b>	<b>191 596</b>	<b>229 867</b>	<b>225 109</b>	<b>224 319</b>	<b>273 698</b>
	<b>Gjeld</b>	<b>191 596</b>	<b>229 867</b>	<b>225 109</b>	<b>228 494</b>	<b>278 164</b>
	<b>Egenkapital og Gjeld</b>	<b>423 832</b>	<b>517 275</b>	<b>550 127</b>	<b>516 803</b>	<b>617 477</b>

I tabelleringen av regnskapstallene er det gjort noen endringer for å standardisere oppstillingen, i det videre arbeidet vil jeg gjennomføre en omgruppering av regnskapet.

## 10.4.1 Omgruppering

### 10.4.1.1 Steg 1

Omgruppere foreslått utbytte til egenkapital. Etersom IFRS ikke setter av foreslått utbytte, trengs det ingen omgruppering de årene hvor rapporteringen skjer etter IFRS. For årene hvor Komplett rapporterer etter IFRS er skyldig utbytte inkludert i posten Konsernets fond.

**Tabell 10**

	<b>Egenkapital og Gjeld</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>IFRS 2004</b>	<b>IFRS 2005</b>	<b>IFRS 2006</b>
	Innskutt egenkapital	122 671	127 120	136 733	136 733	136 733
+	Skyldig utbytte	11 523	14 474	-	-	-
+	Konsernets fond	109 565	160 288	188 285	151 576	202 580
=	<b>Egenkapital</b>	<b>243 759</b>	<b>301 882</b>	<b>325 018</b>	<b>288 309</b>	<b>339 313</b>
	Utsatt skatt	0	0	0	4 175	4 466
=	<b>Langsiktig gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4 175</b>	<b>4 466</b>
	Leverandørgjeld	134 680	157 392	147 369	128 017	174 935
+	Betalbar skatt	22 985	29 328	18 804	18 180	24 961
+	Skyldig offentlige avgifter	8 480	9 917	33 852	41 289	40 997
+	Annen kortsiktig gjeld	13 928	18 756	25 084	36 833	32 805
=	<b>Kortsiktig gjeld</b>	<b>180 073</b>	<b>215 393</b>	<b>225 109</b>	<b>224 319</b>	<b>273 698</b>
	<b>Gjeld</b>	<b>180 073</b>	<b>215 393</b>	<b>225 109</b>	<b>228 494</b>	<b>278 164</b>
	<b>Egenkapital og Gjeld</b>	<b>423 832</b>	<b>517 275</b>	<b>550 127</b>	<b>516 803</b>	<b>617 477</b>

## 10.4.1.2 Steg 2

Kartlegging av ”Dirty Surplus” (DS). I utgangspunktet skal all endring i egenkapitalen resultatføres. Jmfør regnskapslovens kongruensprinsipp § 4-3, (1) ”Alle inntekter og kostnader skal resultatføres”. (2) ”Virkning av endring av regnskapsprinsipp og korrigerende av feil fra tidligere årsregnskap skal føres direkte mot egenkapitalen. Andre unntak fra kongruensprinsippet skal gjøres når det er i samsvar med god regnskapsskikk”.

DS må derfor kartlegges for å finne det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen, da egenkapitalen bare endrer seg ved opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet eller kapitalendring i selskapet, for å omgruppere denne til et resultatelement.

Når det i regnskapet settes av for utbytte blir egenkapitalen redusert med denne avsetningen. Dersom det derimot ikke settes av betalt utbytte blir egenkapitalen redusert med utbetalt utbytte. Ettersom jeg i steg 1 omgrupperte avsatt utbytte, benytter jeg her betalt utbytte. Effekten av overgangen til IFRS blir lagt som dirty surplus i 2004. Egenkapital 01.01 2004 er etter NGAAP.

**Tabell 11 Dirty surplus, endring i egenkapital**

	Endring i EK	2002	2003	2004	2005	2006
	Egenkapital 01.01 inkl. omgruppert utbytte	148 856	243 759	301 882	325 018	288 309
+	Årsresultat	56 746	63 979	31 188	49 304	66 053
+	Dirty surplus	-703	1 515	-3 189	-1 604	1 832
-	Betalt utbytte	0	11 820	14 474	84 409	16 882
+	Netto kapitalinnskudd	38 861	4 449	9 613		
=	Egenkapital 31.12	243 759	301 882	325 018	288 309	339 313
	Endring av EK gjennom året	94 903	58 123	23 136	-36 709	51 004

**Tabell 12: Fullstendig nettoresultat**

	Fullstendig nettoresultat	2002	2003	2004	2005	2006
	Rapportert årsresultat	56 746	63 979	31 188	49 304	66 053
+	Dirty surplus	-703	1 515	-3 189	-1 604	1 832
=	Fullstendig nettoresultat	56 043	65 494	27 999	47 700	67 885

### 10.4.1.3 Steg 3:

Her skilles det normale og unormale resultatet og skattekostnaden fordeles på det normale og unormale resultatet. Med unormale poster menes ekstraordinære eller diskontinuerlige.

Ekstraordinære poster er poster som er uvanlig, uregelmessig og vesentlige. Diskontinuerlige poster er resultat fra virksomhet som skal selges eller avvikles. I tillegg blir andre unormale poster som ”dirty surplus”, salgsgevinster ved salg av eiendeler, engangsnedskrivning og valuta gevinster eller tap klassifisert som unormal.

Andre finansinntekter og andre finanskostnader hos Komplette blir klassifisert som unormale. I tillegg er gevinsten ved salg av butikkjeden klassifisert som unormal. Jeg har etter beste evne forsøkt å skille ut en resultatandel for den solgte butikkjeden. Regnskapene spesifiserer ikke kostnader og inntekter forbundet med den men jeg har benyttet proformaregnskaper til å finne resultatandelen, da denne metoden tilfører minst støy.

I tillegg defineres den tidligere beregnede ”dirty surplus” som driftsrelatert.

**Tabell 13: Driftskattesats**

Driftskattesats	2002	2003	2004	2005	2006
Rapportert skattekostnad	21 641	21 860	20 603	21 406	28 456
Netto finansresultat egen virksomhet	7 612	12 469	4 240	5 683	7 515
Driftsresultat	70 775	71 564	45 742	63 358	85 854
Driftskattesatsen, dss	0,2757	0,2567	0,4245	0,3127	0,3069
Normalisert driftskattesats, ndss	0,3153	0,3153	0,3153	0,3153	0,3153
Driftskattesatsavviket	-0,03964	-0,05862	0,10917	-0,00255	-0,00836

**Formel 1: Driftskattesats**

$$dss = \frac{SK - 0,28 * (FR + UFR)}{(DR + UDR)}$$

**Formel 2: Normalisert driftskattesats**

$$ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

**Tabell 14: Unormalt netto finansresultat**

Unormalt netto finansresultat	2002	2003	2004	2005	2006
Unormal finansinntekt	96	396	1 379	1 144	879
- Unormal finanskostnad	665	1 886	745	507	210
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	5 973				
+ Gevinst fra salg av butikkjeden		7 566			
Unormalt finansresultat	5 404	6 076	634	637	669
- 28% skatt på unormalt finansresultat	1 513,1	1 701,3	177,5	178,4	187,3
+ Ekstraordinært finansresultat	-	-	-	-	-
+ Finansiell dirty surplus	-	-	-	-	-
= Unormal netto finansresultat	3 890,9	4 374,7	456,5	458,6	481,7

De eneste postene som kan sies å være en unormal driftspost er gevinst og tap ved salg av anleggsmidler samt nedskrivning av anleggsmidler. Det kan naturligvis være andre poster som er unormale, uten at dette blir spesifisert i årsrapporten. I tillegg blir effekten av valutakursendringer klassifisert som unormal. Rapporteringen av valutakursendringer er også mangelfull for de enkelte årene.

**Tabell 15: Unormalt netto driftsresultat**

	<b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
	Gevinst/tap salg av anleggsmidler	-149	-85	7	81	-80
-	Nedskrivning	0	0	2 181	0	0
<b>=</b>	<b>Unormalt driftsresultat</b>	<b>-149</b>	<b>-85</b>	<b>-2 174</b>	<b>81</b>	<b>-80</b>
-	dss% skatt på unormalt driftsresultat	-41,1	-21,8	-922,8	25,3	-24,6
+	Unormalt nettoresultat fra driftstilnyttet selskap	-	-	-	-	-
+	Ekstraordinært netto driftsresultat	-	-	-	-	-
+	Driftsrelatert "dirty surplus"	-703	1 515	-3 189	-1 604	1 832
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	-2 574,5	-4 200,1	5 230,9	-161,5	-718,2
<b>=</b>	<b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>1 763,6</b>	<b>5 651,9</b>	<b>-9 671,1</b>	<b>-1 386,8</b>	<b>2 494,8</b>

Det unormale nettoresultatet til egenkapitalen blir da som vist i tabellen nedenfor.

**Tabell 16: Unormalt nettoresultat til EK**

	<b>Unormalt nettoresultat til Egenkapital</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
	Unormal netto finansresultat	3 890,9	4 374,7	456,5	458,6	481,7
	Unormalt netto driftsresultat	1 763,6	5 651,9	-9 671,1	-1 386,8	2 494,8
<b>=</b>	<b>Unormalt nettoresultat til Egenkapital</b>	<b>5 654,5</b>	<b>10 026,6</b>	<b>-9 214,6</b>	<b>-928,2</b>	<b>2 976,5</b>

#### 10.4.1.4 Steg 4

Her skilles det mellom drift og finansiering, for å få frem avkastning fra driften og kostnadene ved finansieringen. Det trengs derfor en omgruppering av balansen. Dette kan enten gjøres ved fokus på totalkapitalen, sysselsett kapital eller netto driftsrelatert kapital. I det følgende blir de forskjellige omgrupperingsmulighetene presentert.

Totalkapitalfokus, omgrupperer anleggsmidler og omløpsmidlene til driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler. I tillegg blir langsiktig og kortsiktig gjeld omgruppert til driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld.

Ved fokus på sysselsatt kapital, det vil si den kapitalen som er skutt inn i selskapet av eierne og finansielle långivere, går jeg et skritt lenger, og fokuserer bare på hvordan netto driftseiendeler og finansielle eiendeler er finansiert gjennom egenkapital, minoritet og finansiell gjeld.

Nettodriftskapital øker fokus i balansen ytterligere ved å bare fokusere på finansieringen av netto driftseiendeler gjennom egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld.

Men før denne omgrupperingen gjennomføres, fordeles skattekostnaden mellom normalt og unormalt samt på driften og finansresultatet. Nedenfor er skattekostnadene fordelt på tilhørende poster i regnskapet.

**Tabell 17: Fordeling av skattekostnaden**

Fordeling av skattekostnaden		2002	2003	2004	2005	2006
	Rapportert Skattekostnad	21 641,0	21 860,0	20 603,0	21 406,0	28 456,0
-	Skatt på finansinntekt $0.28 \times FI$	2 337,7	1 853,6	1 053,4	1 529,4	1 985,5
+	Skatt på finanskostnad $0.28 \times FK$	47,0	63,6	43,7	116,5	68,6
-	Skatt på unormalt finansresultat $0.28 \times (UFI-UFK)$	1 513,1	1 701,3	177,5	178,4	187,3
=	<b>Skatt på driftsresultat dss x (DR + UDR)</b>	<b>17 837,2</b>	<b>18 368,7</b>	<b>19 415,8</b>	<b>19 814,8</b>	<b>26 351,8</b>
-	Skatt på unormalt driftsresultat dss x UDR	-41,1	-21,8	-922,8	25,3	-24,6
=	<b>Skatt på normalt driftsresultat dss x DR</b>	<b>17 878,3</b>	<b>18 390,5</b>	<b>20 338,6</b>	<b>19 789,4</b>	<b>26 376,4</b>
-	Unormal skatt på normalt driftsresultat (dss - ndss) x DR	-2 574,5	-4 200,1	5 230,9	-161,5	-718,2
=	<b>Normal driftsskattekostnad ndss x DR</b>	<b>20 452,8</b>	<b>22 590,6</b>	<b>15 107,7</b>	<b>19 950,9</b>	<b>27 094,6</b>
	Normalisert driftskattesats på normalt DR	0,315	0,315	0,315	0,315	0,315

Tallene er hentet fra tidligere beregninger, men kan også finnes ved hjelp av vist formel for hver post. Verdt å merke seg er at DR refererer til driftsresultatet før engangsposter, og ikke rapportert driftsresultat som har innkomponert unormale driftsposter, derav utradisjonell oppstilling i tabell 7. Driftskattesatsen blir den samme som tidligere beregnet.

## 10.4.1.5 Omgruppert regnskap

Nedenfor er det omgrupperte regnskapet for Komplette gjengitt. Det skiller mellom drift og finansiering og mellom normalt og unormalt resultat.

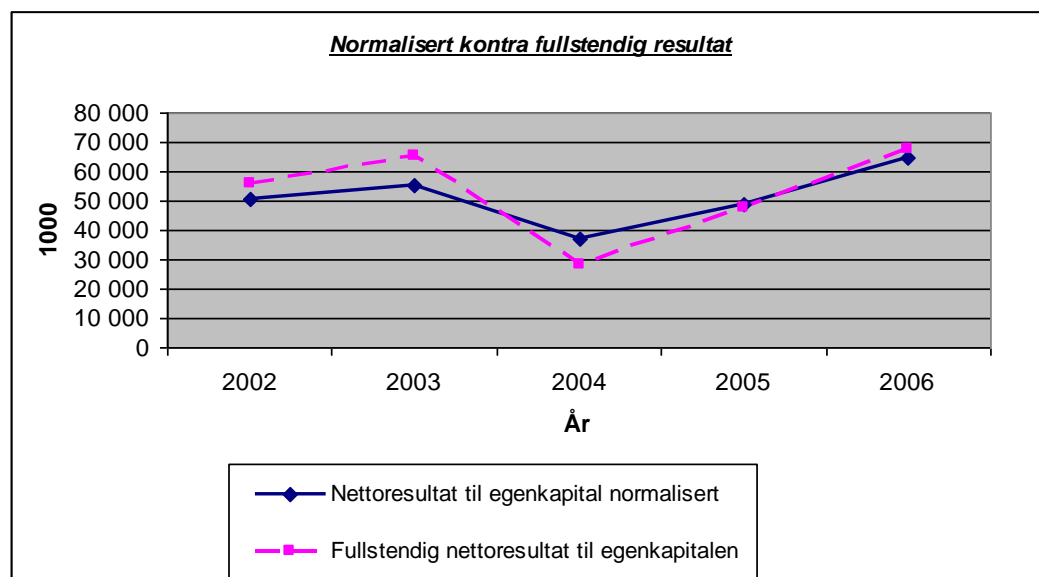
**Tabell 18: Omgruppert resultatregnskap**

	<b>Omgruppert resultat</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
	Salgsinntekter	1 363 246,0	1 730 935,0	1 792 693,0	1 972 065,0	2 240 487,0
+	Inntekter fra forbrukslån	-	-	-	73,0	7 168,0
+	Andre driftsinntekter justert for unormale poster	1 099,0	934,0	1 259,0	1 725,0	1 861,0
=	<b>Driftsinntekter</b>	<b>1 364 345,0</b>	<b>1 731 869,0</b>	<b>1 793 952,0</b>	<b>1 973 863,0</b>	<b>2 249 516,0</b>
	Varekostnad	1 164 734,0	1 514 772,0	1 579 538,0	1 717 064,0	1 936 611,0
+	Lønnskostnader	83 603,0	88 537,0	89 790,0	106 055,0	121 157,0
+	Avskrivninger uten nedskrivning	4 675,0	6 557,0	9 633,0	10 022,0	11 664,0
+	Andre driftskostnader justert for unormale poster	40 409,0	50 354,0	67 075,0	77 445,0	94 150,0
=	<b>Driftskostnader</b>	<b>1 293 421,0</b>	<b>1 660 220,0</b>	<b>1 746 036,0</b>	<b>1 910 586,0</b>	<b>2 163 582,0</b>
=	<b>Driftsresultat før engangsposter egen drift</b>	<b>64 951,0</b>	<b>71 649,0</b>	<b>47 916,0</b>	<b>63 277,0</b>	<b>85 934,0</b>
-	Driftsrelatert skattekostnad	20 452,8	22 590,6	15 107,7	19 950,9	27 094,6
=	<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>44 498,2</b>	<b>49 058,4</b>	<b>32 808,3</b>	<b>43 326,1</b>	<b>58 839,4</b>
+	Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	0,0	1 806,0	1 809,0	1 669,0	1 140,0
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>44 498,2</b>	<b>50 864,4</b>	<b>34 617,3</b>	<b>44 995,1</b>	<b>59 979,4</b>
+	Netto normal finansinntekt	6 011,3	4 766,4	2 708,6	3 932,6	5 105,5
=	<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>50 509,5</b>	<b>55 630,8</b>	<b>37 326,0</b>	<b>48 927,7</b>	<b>65 084,9</b>
-	Netto normal finanskostnad	121,0	163,4	112,3	299,5	176,4
-	Netto minoritetsresultat					
=	<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>50 388,5</b>	<b>55 467,4</b>	<b>37 213,6</b>	<b>48 628,2</b>	<b>64 908,5</b>
+	Unormal netto driftsresultat	1 763,6	5 651,9	-9 671,1	-1 386,8	2 494,8
+	Unormal netto finansresultat	3 890,9	4 374,7	456,5	458,6	481,7
=	<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>56 043,0</b>	<b>65 494,0</b>	<b>27 999,0</b>	<b>47 700,0</b>	<b>67 885,0</b>
	Netto betalt utbytte	-38 861	7 371	4 861	84 409	16 882
=	<b>Endring i egenkapitalen</b>	<b>94 904</b>	<b>58 123</b>	<b>23 138</b>	<b>-36 709</b>	<b>51 003</b>

Endringen i EK er også funnet gjennom resultatregnskapet, differansen mellom tidligere beregnet endring i EK er på avrundingsfeil på grunn av manglende desimaler fra Kompletts årsregnskap.



**Graf 1: Normalisert kontra fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for Komplet**



Det normaliserte nettoresultatet til egenkapitalen varierer mindre enn det fullstendige nettoresultatet. Som vist er det ikke store avvik, bortsett fra årene 2003 og 2004. For 2003 er det spesielt inntekten ved salg av butikkjeden som skaper avviket, mens for 2004 er det overgangen til IFRS og føringen av denne effekten som ”dirty surplus” som skaper de store avvikene.

**Tabell 19: Omgrupperte Eiendeler for Komplet**

Omgrupperte eiendeler	2002	2003	2004	2005	2006
Immaterielle eiendeler	6 758	17 489	18 101	19 158	17 703
Varige driftsmidler	14 633	18 457	14 941	14 428	18 213
Investering i tilknyttet selskap	0	3 692	5 590	6 330	7 319
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>21 391</b>	<b>39 638</b>	<b>38 632</b>	<b>39 916</b>	<b>43 235</b>
Varer	114 176	149 440	158 309	187 481	214 632
Driftsrelaterte fordringer	110 863	160 433	146 931	122 768	205 399
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>225 039</b>	<b>309 873</b>	<b>305 240</b>	<b>310 249</b>	<b>420 031</b>
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>246 430</b>	<b>349 511</b>	<b>343 872</b>	<b>350 165</b>	<b>463 266</b>
Langsiktig investering i aksjer	0	0	0	0	0
Langsiktig finansielle fordringer	906	4 940	228	168	228
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>906</b>	<b>4 940</b>	<b>228</b>	<b>168</b>	<b>228</b>
Kortsiktige finansielle fordringer	0	0	0	0	0
Investeringer	37	0	0	0	0
Konter og bankinnskudd	176 459	162 823	206 026	166 470	153 983
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>176 496</b>	<b>162 823</b>	<b>206 026</b>	<b>166 470</b>	<b>153 983</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>177 402</b>	<b>167 763</b>	<b>206 254</b>	<b>166 638</b>	<b>154 211</b>
<b>Eiendeler</b>	<b>423 832</b>	<b>517 274</b>	<b>550 126</b>	<b>516 803</b>	<b>617 477</b>

**Tabell 20: Omgruppert EK og Gjeld for Komplett**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Omgruppert egenkapital og gjeld</b>					
<b>Egenkapital inkl omgruppert utbytte</b>	<b>243 759</b>	<b>301 882</b>	<b>325 018</b>	<b>288 309</b>	<b>339 313</b>
Utsatt skatt	0	0	0	4 175	4 466
+ Pensjonskrav	0	0	0	0	0
<b>= Langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4 175</b>	<b>4 466</b>
Leverandør gjeld	134 680	157 392	147 369	128 017	174 935
+ Betalbar skatt	22 985	29 328	18 804	18 180	24 961
+ Skyldig offentlige avgifter	8 480	9 917	33 852	41 289	40 997
+ Annen kortsiktig gjeld	13 928	18 756	25 084	36 833	32 805
<b>= Kortsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>180 073</b>	<b>215 393</b>	<b>225 109</b>	<b>224 319</b>	<b>273 698</b>
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>180 073</b>	<b>215 393</b>	<b>225 109</b>	<b>228 494</b>	<b>278 164</b>
Gjeld til kredittinstitusjon	0	0	0	0	0
= Langsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0
+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>423 832</b>	<b>517 275</b>	<b>550 127</b>	<b>516 803</b>	<b>617 477</b>

Som nevnt tidligere er det vanlig å fokusere på enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Nedenfor presenteres omgruppert balanse med fokus på sysselsatt kapital og sysselsatte eiendeler. Netto driftseiendeler og netto driftskapital finnes lett fra den omgrupperte balansen, for enkelthetskyld er netto driftskapital spesifisert nedenfor.

**Tabell 21: Omgruppert balanse med fokus på sysselsatt kapital**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Omgruppert Balanse</b>					
Driftsrelaterte anleggsmidler	21 391	39 638	38 632	39 916	43 235
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	0	0	0	4 175	4 466
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>21 391</b>	<b>39 638</b>	<b>38 632</b>	<b>35 741</b>	<b>38 769</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	225 039	309 873	305 240	310 249	420 031
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	180 073	215 393	225 109	224 319	273 698
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>44 966</b>	<b>94 480</b>	<b>80 131</b>	<b>85 930</b>	<b>146 333</b>
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>66 357</b>	<b>134 118</b>	<b>118 763</b>	<b>121 671</b>	<b>185 102</b>
Finansiell anleggsmidler	906	4 940	228	168	228
+ Finansielle omløpsmidler	176 496	162 823	206 026	166 470	153 983
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>177 402</b>	<b>167 763</b>	<b>206 254</b>	<b>166 638</b>	<b>154 211</b>
<b>Sysselsette eiendeler</b>	<b>243 759</b>	<b>301 881</b>	<b>325 017</b>	<b>288 309</b>	<b>339 313</b>
<b>Egenkapital inkl. omgruppert utbytte</b>	<b>243 759</b>	<b>301 882</b>	<b>325 018</b>	<b>288 309</b>	<b>339 313</b>
Langsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0
+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	0	0	0
= Finansiell gjeld	0	0	0	0	0
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>243 759</b>	<b>301 882</b>	<b>325 018</b>	<b>288 309</b>	<b>339 313</b>

**Tabell 22 Netto driftskapital for Komplett**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Netto driftskapital (EK +FG - FE)</b>	<b>66 357</b>	<b>134 119</b>	<b>118 764</b>	<b>121 671</b>	<b>185 102</b>

---

## 10.4.2 Justering av regnskapet

Tanken bak å justere regnskapet er at regnskapene ikke avspeiler de virkelige verdiene som ligger i selskapet, målefeil. Det er derfor ønskelig, gjennom justering, å finne den regnskapsmessige rentabiliteten som viser den historiske avkastningen til selskapet. For at regnskapene skal vise internrenten til de ulike investeringene må avskrivninger være korrekte i forhold til kontantstrømmen disse investeringene og eiendelene genererer.

Det er tre typer målefeil en ekstern analytiker ønsker å justere regnskapene for. Målefeil av type 1 er målefeil med bakgrunn i feil mellom korrekt historisk kost og verdibasert regnskapsføring, målefeil av type 2 er feil mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost. Den tredje type målefeil er manipulering av regnskapstall, eller kreativ regnskapsføring.

For en ekstern analytiker vil slike justeringen innebære fare for å tilføre regnskapstallene ytterligere støy. Offentlige regnskapstall er ofte ikke spesifiserte nok, og tilgangen til spesifikk informasjon om selskapet er mangelfull. Dette er også årsaken til at mange mener at noen justering av regnskapstallene ikke vesentlig forbedrer grunnlaget for budsjettering og verdsettelse. Jeg mener selv at eventuell justering bør begrenses til å gjelde åpenbare målefeil, der slik justering kan gjennomføres på en forsvarlig måte, altså der nytten ved justering overstiger kostnaden –her økt støy-.

Jeg vil bare kort kommentere hvilke poster en ekstern analytiker bør være spesielt oppmerksomme på i Kompletts regnskap hva gjelder kreativ regnskapsføring. For selskaper som Komplett som driver detaljhandel er det først og fremst kvaliteten på kundefordringer og vurderingen av varelager som bør sees nærmere på. Selv antar jeg at Komplett som følger god regnskapsskikk og IFRS på konsernnivå ikke har innslag av kreativ regnskapsføring i sine regnskaper. Noen klare incentiver blant ledelsen til å manipulere regnskapstallene er heller ikke til stedet, for eksempel opsjonsprogrammer til ledelsen.

---

### **10.4.2.1 Aktuelle justeringer for Komplett**

I det følgende gjennomgås de justeringer som synes mest aktuelle for selskapet Komplett. Det finnes mange justeringer som er aktuelle, men fra mitt synspunkt presentert tidligere ønsker jeg bare å justere regnskapet for åpenbare feil hvor informasjon er tilgjengelig.

#### **10.4.2.1.1 Forskning og Utvikling:**

Komplett har som tidligere nevnt utviklet sin egen e-handelsplattform, og utgifter til denne utviklingen er kostnadsført fortløpende. Dette innebærer at regnskapstallene ikke tar høyde for kapital investert i utviklingen av handelsplattformen. I utgangspunktet hadde det vært ønskelig å balanseføre utviklingskostnadene for så å skrive dem av over en fornuftig avskrivningsplan.

Komplett har en post i regnskapet kalt programvare som skrives av over en 3-5 års periode. Om denne posten hentyder på egenutviklet programvare vites ikke.

Konklusjonen blir her at støyen av en eventuell estimering av utviklingskostnadene bare ville tilført regnskapet mer støy og gjennomføres derfor ikke.

#### **10.4.2.1.2 Goodwill:**

Komplett har fra tidligere regnskaper klassifisert kjøp av avtaler fra Next Interactive AS som Goodwill, og i de senere år som annen immateriell eiendel. I utgangspunktet bør kjøpt Goodwill avskrives over beste estimat på levetiden, men dersom et selskap gjennom sterk markedsføring danner grunnlag for egengenerert goodwill, kan det være tilfeller hvor kjøpt goodwill ikke bør skrives av. For Komplett sitt vedkommende er spørsmålet om slik goodwill bør skrives av etter en fornuftig avskrivningsplan eller tilbakeføres, slik jeg ser det, litt uklart.

For det første kommer det an på hvilke avtaler Komplett kjøpte fra Next Interactive AS, og hvordan disse får betydning for Komplett. Dersom dette er avtaler med en bestemt levetid som Komplett kan dra nytte av, vil en tilbakeføring bare bli et unøyaktig estimat på den egengenererte goodwill Komplett har skapt gjennom markedsføring. På den andre siden, har Komplett ved å gjennomføre storstilt markedsføringskampanjer, utvilsomt generert egen goodwill, og selv om

estimatet på denne goodwill ikke har sammenheng med de faktiske markedsføringskostnadene, vil et estimat være bedre enn å overse den egengenererte goodwill totalt.

**Tabell 23: Justering av goodwill**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Justering av Goodwill</b>						
Rapportert Goodwill 31.12	3912	3209	2507	1805	1103	401
+ Tilbakeføring av akk. Ned og avskrivning 31.12	664	1366	2069	2771	3473	4175
<b>= Justert Goodwill</b>	<b>4576</b>	<b>4575</b>	<b>4576</b>	<b>4576</b>	<b>4576</b>	<b>4576</b>

**Tabell 24: Virkning av justering Goodwill i balansen**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Virkning av tilbakeskriv. goodwill i balansen</b>						
Akk. Endring i driftseiendel	664,0	1 366,0	2 069,0	2 771,0	3 473,0	4 175,0
- Virkning på utsatt skatt ved ndss	209,4	430,7	652,3	873,7	1 095,0	1 316,4
<b>= Netto driftseiendel</b>	<b>454,6</b>	<b>935,3</b>	<b>1 416,7</b>	<b>1 897,3</b>	<b>2 378,0</b>	<b>2 858,6</b>
Egenkapital	454,6	935,3	1 416,7	1 897,3	2 378,0	2 858,6

**Tabell 25: Virkning av justering av goodwill i resultat**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Virkning av tilbakeskriv. goodwill i resultat</b>					
Endring i driftseiendel = Driftsresultat	702,0	703,0	702,0	702,0	702,0
Endring i utsatt skatt = driftsrelatert skattekostnad	221,3	221,7	221,3	221,3	221,3
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>480,7</b>	<b>481,3</b>	<b>480,7</b>	<b>480,7</b>	<b>480,7</b>

#### 10.4.2.1.3 Leasing kostnader:

En annen faktor som er aktuell for Komplette da de driver en vesentlig del av sin drift fra leid/least lokaler er hvordan denne leien defineres. Komplette definerer sine leasing avtaler som operasjonell leasing, det vil si kontinuerlig kostnadsføring og ingen balanseføring, i kontrast til finansiell leasing hvor et leiekraft og en leierett blir balanseført og leien skilt i avdrag og renter. For selskaper vil føring av finansiell leie som operasjonell leie føre til økt rentabilitet. Og selskaper utformer leieavtaler slik at de kan følge regnskapslover og samtidig føre leien som operasjonell leie. For en ekstern analytiker kan dette by på problemer i å definere hvilken type leasing det er snakk om. I tillegg til delvis uklare leieforhold og leiekostnader i regnskapene skaper dette en fare for økt støy i justerte regnskaper. Det er min oppfatning at et selskap som Komplette, som driver hovedsakelig fra leide lokaler, blåser opp rentabiliteten til selskapet ved å føre all leie som operasjonell leasing. Dette er årsaken til at jeg velger å føre deler av Komplettes leasing som finansiell leasing. Den delen jeg velger å føre som operasjonell leasing er lagertjenester i

Nederland. Grunnen er at Komplett her kjøper tjenester og ikke selv hovedsakelig benytter lokalene slik jeg forstår det, samt en leie som baserer seg på antall ordre og hvor lagertjenester er inkludert i leien. Jeg vil derfor føre leie av hovedlager og kontor i Norge og Sverige som finansiell leasing. Da leasingkostnadene for 2006 ikke er spesifisert er de regnet ut som et gjennomsnitt over gjenværende minimum betaling av leie.

**Tabell 26: Justering av leasingkostnader**

Justering av Leiekostnader		2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Leasing kostnader	5 662,0	8 212,0	9 678,0	8 098,0	8 258,0	12 289,0
	IB av leieretten 1.1.	41 672,8	60 441,0	71 230,9	59 602,0	60 779,6	90 448,1
+	Netto tilgang funnet residualt	21 929,9	15 375,4	-6 224,8	5 699,5	34 279,7	6 862,1
-	Årets avdrag	3 161,6	4 585,5	5 404,1	4 521,9	4 611,2	6 862,1
=	<b>Leierett 31.12</b>	<b>60 441,0</b>	<b>71 230,9</b>	<b>59 602,0</b>	<b>60 779,6</b>	<b>90 448,1</b>	<b>90 448,1</b>
	Leiekraft 01.01	41 672,8	60 441,0	71 230,9	59 602,0	60 779,6	90 448,1
+	Netto tilgang	21 929,9	15 375,4	-6 224,8	5 699,5	34 279,7	6 862,1
-	Avdrag	3 161,6	4 585,5	5 404,1	4 521,9	4 611,2	6 862,1
=	<b>Leiekraft 31.12</b>	<b>60 441,0</b>	<b>71 230,9</b>	<b>59 602,0</b>	<b>60 779,6</b>	<b>90 448,1</b>	<b>90 448,1</b>
	Rente på leiekraftet	2 500,4	3 626,5	4 273,9	3 576,1	3 646,8	5 426,9
	<b>Virkning på balansen</b>						
	Driftseiendeler	60 441,0	71 230,9	59 602,0	60 779,6	90 448,1	90 448,1
-	Utsatt skatt ndss	19 056,8	22 458,8	18 792,2	19 163,5	28 517,8	28 517,8
	<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>41 384,3</b>	<b>48 772,2</b>	<b>40 809,8</b>	<b>41 616,1</b>	<b>61 930,3</b>	<b>61 930,3</b>
	<b>Egenkapital</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
	<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>41 384,3</b>	<b>48 772,2</b>	<b>40 809,8</b>	<b>41 616,1</b>	<b>61 930,3</b>	<b>61 930,3</b>
	<b>Virkning på resultatet</b>						
	Fullstendig driftsresultat		3 626,5	4 273,9	3 576,1	3 646,8	5 426,9
-	Utsatt skatt		1 015,4	1 196,7	1 001,3	1 021,1	1 519,5
=	Netto driftsresultat fra egen virksomhet		2 611,1	3 077,2	2 574,8	2 625,7	3 907,4
-	Netto finanskostnad		2 611,1	3 077,2	2 574,8	2 625,7	3 907,4
=	Fullstendig nettoresultat til EK		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

#### 10.4.2.1.4 Avsetninger for mulig tap og service:

Komplett gjør avsetninger for mulige tap i fremtiden, hvorvidt denne avsetningen er riktig er vanskelig for en ekstern analytiker å si noe om. I tillegg gjøres det avsetninger til service og garanti. Igjen vil det være vanskelig, basert på offentlig tilgjengelig informasjon, å beregne fornuftige avsetninger. Komplett har i gjennomsnitt satt av 0.29% av salgsinntekten til garanti og service avsetninger. Avsetningene varierer stort fra 0.13% i 2002 til 0.519% i 2005, slike variasjoner kan bety smoothing av resultatet. Analyse av årsregnskap gir ikke god nok informasjon til å gjennomføre en justering mot snittet over perioden eller i bransjen som helhet.

### 10.4.2.1.5 Vurdering av varelager:

Komplett verdsetter varelager til laveste av anskaffelseskost etter FIFO-prinsippet og virkelig verdi. Avsetningen for ukurans er basert på omløpshastighet, andel av prisbeskyttelse og lagerrotasjon. Selv gjør jeg den antagelsen at varelager er vurdert riktig, og ikke trenger noen justering. Uansett er det verdt å merke seg at blant detaljforhandlere er det innen vurderingen av varelager at kreativ regnskapsføring kan forekomme.

### 10.4.2.2 Oppsummering av justeringer

Tabell 27 Oppsummering av justeringer

	Oppsummering av justeringer	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	<i>Nettodriftsresultat:</i>						
	Tilbakeskrivning av Goodwill		505,4	506,2	505,4	505,4	505,4
+	Justering av leasing		3 626,5	4 273,9	3 576,1	3 646,8	5 426,9
=	Justering i fullstendig nettoresultat til EK		4 131,9	4 780,0	4 081,6	4 152,2	5 932,3
	<i>Balansen:</i>						
	Tilbakeskrivning av Goodwill	478,1	983,5	1 489,7	1 995,1	2 500,6	3 006,0
+	Justering av leasing	41 384,3	48 772,2	40 809,8	41 616,1	61 930,3	61 930,3
=	Virkning på netto driftseiendeler	41 862,4	49 755,7	42 299,5	43 611,2	64 430,8	64 936,3
=	Virkning på EK	478,1	983,5	1 489,7	1 995,1	2 500,6	3 006,0
=	Virkning på finansiell gjeld	41 384,3	48 772,2	40 809,8	41 616,1	61 930,3	61 930,3

Jeg mener at ved å gjennomføre disse justeringene vil regnskapet danne et riktigere bilde av det virkelige resultatet uten at støyen reduserer kvaliteten av regnskapet.

## 10.5 Omgruppert og justert regnskap

Under er det omgrupperte og justerte regnskapet gjengitt.

Tabell 28 Omgruppert og justert resultatregnskap

	Omgruppert og justert resultatregnskap	2002	2003	2004	2005	2006
	Salgsinntekter	1 363 246,0	1 730 935,0	1 792 693,0	1 972 065,0	2 240 487,0
+	Inntekter fra forbrukslån	-	-	-	73,0	7 168,0
+	Andre driftsinntekter justert for unormale poster	1 099,0	934,0	1 259,0	1 725,0	1 861,0
=	<b>Driftsinntekter</b>	<b>1 364 345,0</b>	<b>1 731 869,0</b>	<b>1 793 952,0</b>	<b>1 973 863,0</b>	<b>2 249 516,0</b>
	Varekostnad	1 164 734,0	1 514 772,0	1 579 538,0	1 717 064,0	1 936 611,0
+	Lønnskostnader	83 603,0	88 537,0	89 790,0	106 055,0	121 157,0
+	Avskrivninger uten nedskrivning	8 558,5	11 258,1	13 452,9	13 931,2	17 824,1
+	Andre driftskostnader justert for unormale poster	32 197,0	40 676,0	58 977,0	69 187,0	81 861,0
=	<b>Driftskostnader</b>	<b>1 289 092,5</b>	<b>1 655 243,1</b>	<b>1 741 757,9</b>	<b>1 906 237,2</b>	<b>2 157 453,1</b>
=	<b>Driftsresultat før engangsposter egen drift</b>	<b>75 252,5</b>	<b>76 625,9</b>	<b>52 194,1</b>	<b>67 625,8</b>	<b>92 062,9</b>
-	Driftsrelatert skattekostnad ndss	23 726,7	24 159,8	16 456,6	21 322,1	29 027,0
=	<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>51 525,7</b>	<b>52 466,1</b>	<b>35 737,6</b>	<b>46 303,7</b>	<b>63 035,9</b>
+	Nettoresultat fra driftstilknnyttet virksomhet	0,0	1 806,0	1 809,0	1 669,0	1 140,0
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>51 525,7</b>	<b>54 272,1</b>	<b>37 546,6</b>	<b>47 972,7</b>	<b>64 175,9</b>
+	Netto normal finansinntekt	6 011,3	4 766,4	2 708,6	3 932,6	5 105,5
=	<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>57 537,0</b>	<b>59 038,5</b>	<b>40 255,2</b>	<b>51 905,3</b>	<b>69 281,4</b>
-	Netto normal finanskostnad	2 732,0	3 240,6	2 687,1	2 925,2	4 083,8
-	Netto minoritetsresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>54 805,0</b>	<b>55 797,9</b>	<b>37 568,1</b>	<b>48 980,1</b>	<b>65 197,7</b>
+	Unormal netto driftsresultat	1 763,6	5 651,9	-9 671,1	-1 386,8	2 494,8
+	Unormal netto finansresultat	3 890,9	4 374,7	456,5	458,6	481,7
=	<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>60 459,5</b>	<b>65 824,5</b>	<b>28 353,4</b>	<b>48 051,9</b>	<b>68 174,1</b>
	Netto betalt utbytte	-38 861,0	7 371,0	4 861,0	84 409,0	16 882,0
=	<b>Endring i egenkapitalen</b>	<b>99 320,5</b>	<b>58 453,5</b>	<b>23 492,4</b>	<b>-36 357,1</b>	<b>51 292,1</b>

Avskrivninger: Er redusert med årets avskrevet goodwill. 702 i 2002, og økt med annuitets avdraget på leasingkostnadene.

Andre driftskostnader: Er redusert med leien inneværende år. 3626.5 i 2002

Netto normal finanskostnad: Er økt med beregnet netto finanskostnad for leie leiekrevet. 2611.1 i 2002.



**Tabell 29 Justert balanse med fokus på sysselsatt kapital**

	Justert balanse m/fokus på sys. kapital	2002	2003	2004	2005	2006
=	Netto anleggsmidler	71 146,7	81 936,5	82 243,2	100 171,8	103 705,3
+	Driftsrelatert arbeidskapital	44 966,0	94 480,0	80 131,0	85 930,0	146 333,0
=	<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>116 112,7</b>	<b>176 416,5</b>	<b>162 374,2</b>	<b>186 101,8</b>	<b>250 038,3</b>
	Finansiell anleggsmidler	906,0	4 940,0	228,0	168,0	228,0
+	Finansielle omløpsmidler	176 496,0	162 823,0	206 026,0	166 470,0	153 983,0
=	<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>177 402,0</b>	<b>167 763,0</b>	<b>206 254,0</b>	<b>166 638,0</b>	<b>154 211,0</b>
=	<b>Sysselsette eiendeler</b>	<b>293 514,7</b>	<b>344 179,5</b>	<b>368 628,2</b>	<b>352 739,8</b>	<b>404 249,3</b>
=	<b>Egenkapital inkl. omgruppert utbytte</b>	<b>244 743,5</b>	<b>303 371,7</b>	<b>327 015,1</b>	<b>290 809,6</b>	<b>342 318,0</b>
	Langsiktig finansiell gjeld	48 772,2	40 809,8	41 616,1	61 930,3	61 930,3
+	Kortsiktig finansiell gjeld	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	<b>Finansiell gjeld</b>	<b>48 772,2</b>	<b>40 809,8</b>	<b>41 616,1</b>	<b>61 930,3</b>	<b>61 930,3</b>
=	<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>293 515,7</b>	<b>344 181,5</b>	<b>368 631,2</b>	<b>352 739,8</b>	<b>404 248,3</b>

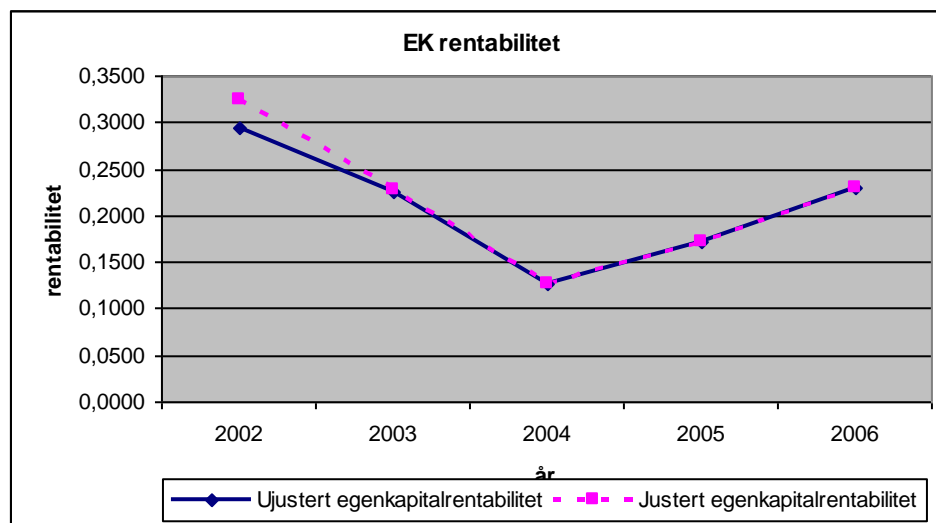
Jeg har også her for enkelhets skyld skilt ut netto driftskapital. Netto driftskapital fremkommer som formelen viser, årsaken til forskjell fra netto driftseiendeler i tabel 29 er avrundinger gjort fra komplett.

**Tabell 30 Netto driftskapital**

	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Netto driftskapital (EK +FG - FE)</b>	<b>116 113,7</b>	<b>176 418,5</b>	<b>162 377,2</b>	<b>186 101,8</b>	<b>250 037,3</b>

Resultatet av justeringene kan sees fra EK-rentabilitets grafen.

**Graf 2: Virkning av justeringer på EK-rentabiliteten**



**Tabell 31**

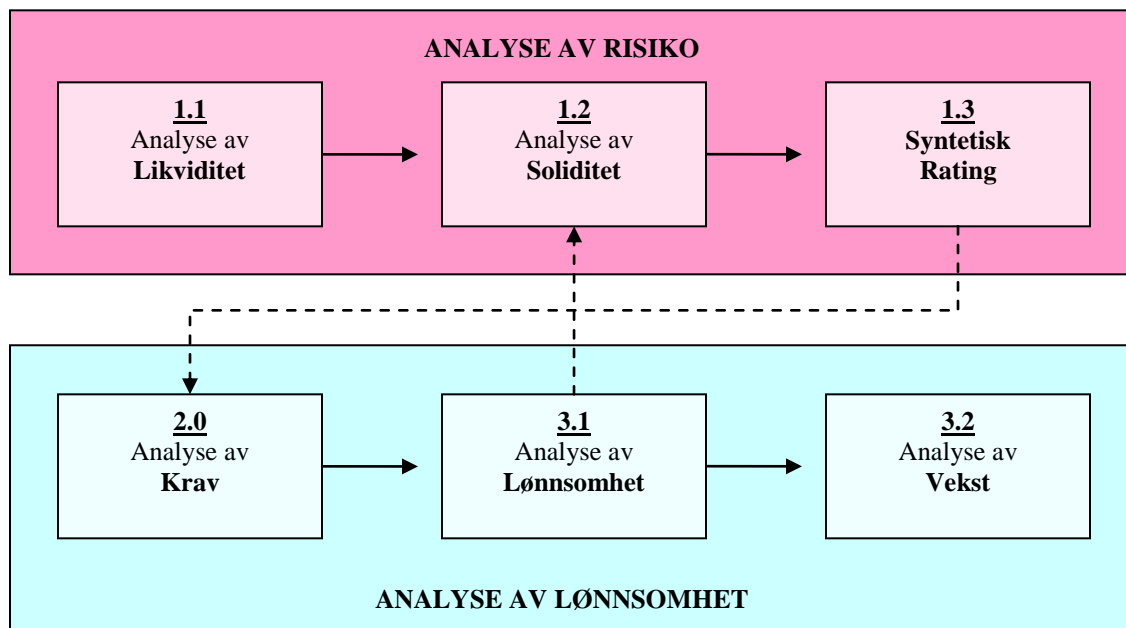
	2002	2003	2004	2005	2006
Ujustert egenkapitalrentabilitet	0,2945	0,2263	0,1262	0,1722	0,2307
Justert egenkapitalrentabilitet	0,3282	0,2267	0,1267	0,1722	0,2296

Egenkapitalrentabiliteten er her regnet ut slik at den gjenspeiler etterskuddsrentabiliteten. Den opptjente kapitalen gjennom hver periode er trukket fra. Denne etterskuddsrentabiliteten egner seg også best som sammenligningsgrunnlag for egenkapitalkravet som senere analyseres. Dette fordi avkastningskravet er en etterskuddsrente og da bør sammenligningsgrunnlaget, her egenkapitalrentabiliteten, også være det. Ved bruk av inngående kapital ved beregning av rentabilitet vil som oftest kapitalbasen som danner grunnlaget for beregningene bli undervurdert.

## 11 Analyse av risiko

For denne analysen taes det utgangspunkt i følgende modell:

**Modell 10: Analyse av risiko og lønnsomhet, BUS 424, Frøystein Gjesdal, slide 20-3**



I denne analysen vil fokus være på de nøkkeltallene som har betydning for å kunne si noe om risikoen i selskapet. Bruk av absolutte regnskapstall gir oss begrenset innsikt og fokus bør være på relative forholdstall som gir innsikt i underliggende forhold<sup>36</sup>

<sup>36</sup> BUS424 Forelesning #18, Frøystein Gjesdal

For kreditorer er likviditet på kort sikt og soliditet på lang sikt av spesiell interesse da dette avgjør om selskapet kan innfri sine forpliktelser. For investoranalyse er det gjerne fremtidsutsiktene og mulighetene selskapet har for vekst som er av interesse. En likviditets- og soliditetsanalyse er likevel på sin plass ved en investororientert analyse, da dette bidrar til et bedre helhetlig bilde av selskapet. Spesielt vil den usystematiske eller selskapsspesifikke risikoen være av betydning for mindre veldiversifiserte investorer. Justeringene som er gjennomført skaper også et nytt utgangspunkt for forholdstallene i den videre analysen. Som nevnt tidligere har jeg ikke funnet noen selskaper som jeg ser det hensiktsmessig å sammenligne tall fra Komplet med. Jeg velger derfor å se tallene i forhold til snitt på Oslo Børs der det er av betydning.

## 11.1 Likviditet

Likviditet det vil si evne til å betjene kortsiktige forpliktelser. Det blir ofte vist til likviditetsgrad 1 som et forholdstall på hvor betalingsdyktig forskjellige selskaper er. I tillegg benyttes likviditetsgrad 2, som ser på de mest likvide betalingsmidler i forhold til den kortsiktige gjelden.

**Formel 3: Likviditetsgrad 1**

$$Likviditetsgrad1 = \frac{OM}{KG} = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}$$

**Formel 4: Likviditetsgrad 2**

$$Likviditetsgrad2 = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

**Tabell 32 Likviditetsgrad for Komplet**

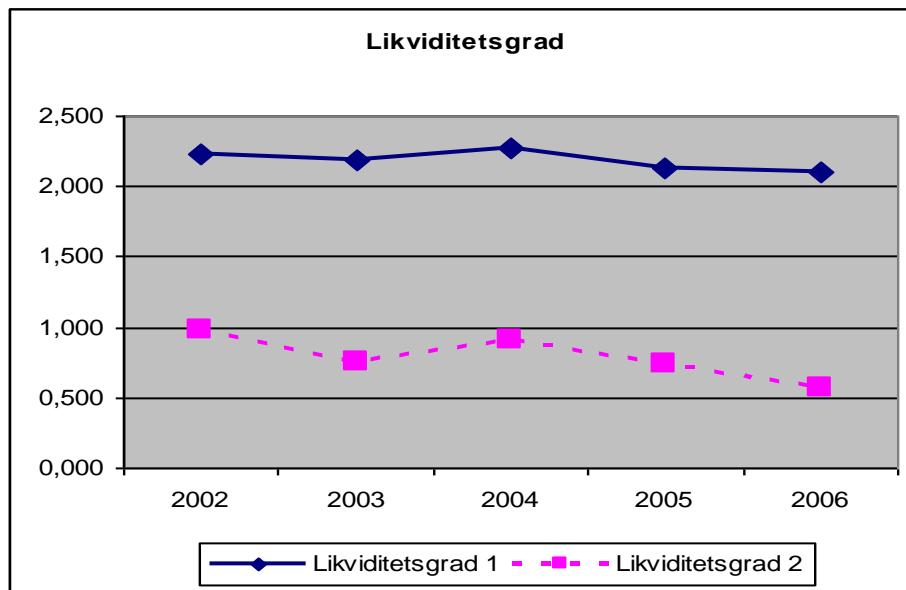
Oppsummering av likviditetsgrad	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	2,230	2,195	2,271	2,125	2,097	2,163
Likviditetsgrad 2	0,980	0,756	0,915	0,742	0,563	0,748
Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	

Noe absolutt mål på hva forholdstallet bør være varierer fra bransje til bransje. Med utgangspunkt i selskapene på Oslo Børs som hadde en median i likviditetsgrad 1 fra 1993-2004 på 1.668<sup>37</sup> må Kompletts vektete likviditetsgrad 1 på 2.163 sies å være bra, også sett i forhold til handelsselskapene med et snitt på 1.755<sup>38</sup>.

<sup>37</sup> Forelesningsnotater BUS 424, Frøystein Gjesdal, slide 18-41

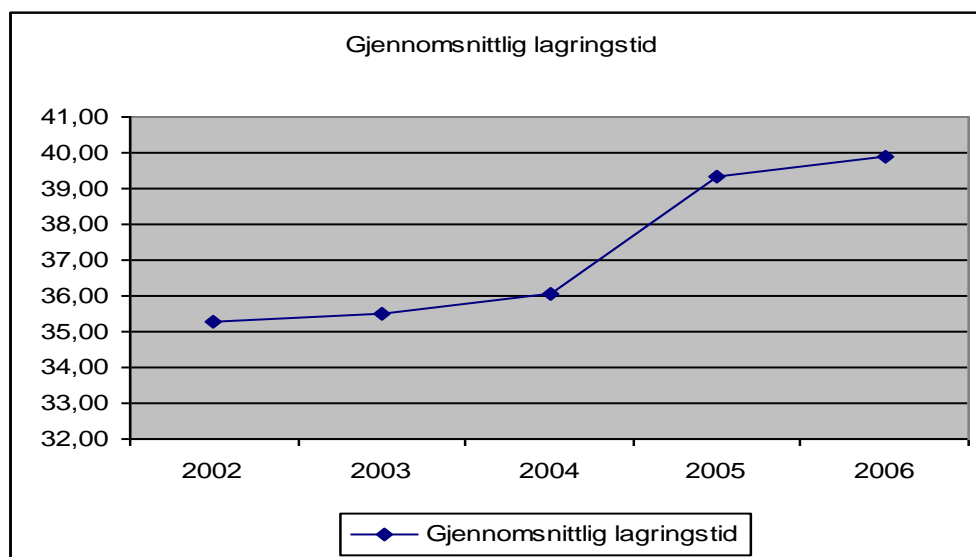
<sup>38</sup> Forelesningsnotater BUS 424, Frøystein Gjesdal, slide 18-42

**Graf 3: Historisk likviditetsgrad for Komplett**



Som vist har Komplett hatt en nedadgående trend både for likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2. For Likviditetsgrad 1 er fremdeles Komplett forholdsvis godt rustet i forhold til gjennomsnittet. Når det gjelder likviditetsgrad 2 og de mest likvide midlene har Komplett gått fra nesten 1 til 0.56, dette har skjedd ved at driftsgjelden har økt og kontantbeholdningen har blitt redusert spesielt gjennom en stor utbytte utbetaling i 2005.

**Graf 4 Omløpstid til varelager for Komplett**



Omløpshastigheten til varelager er også beregnet. Beregningene baserer seg noe forenklet på UB, men dette er interessante tall å ha i bakhodet når likviditeten til Kompletts analyseres.

Gjennomsnittlig lagringstid til Kompletts varelager har økt markant i årene 2005-2006. Dette er en konsekvens av strategien ved å tilby et større produktspekter til kundene, samt at satsningen i nye markeder har ført til at varene ikke har samme historiske omløpshastighet. Et vektet snitt over perioden gir en omløpshastighet av varelager på 38.1 dager, det vil si at det tar i snitt 38 dager for Kompletts å omsette sitt varelager.

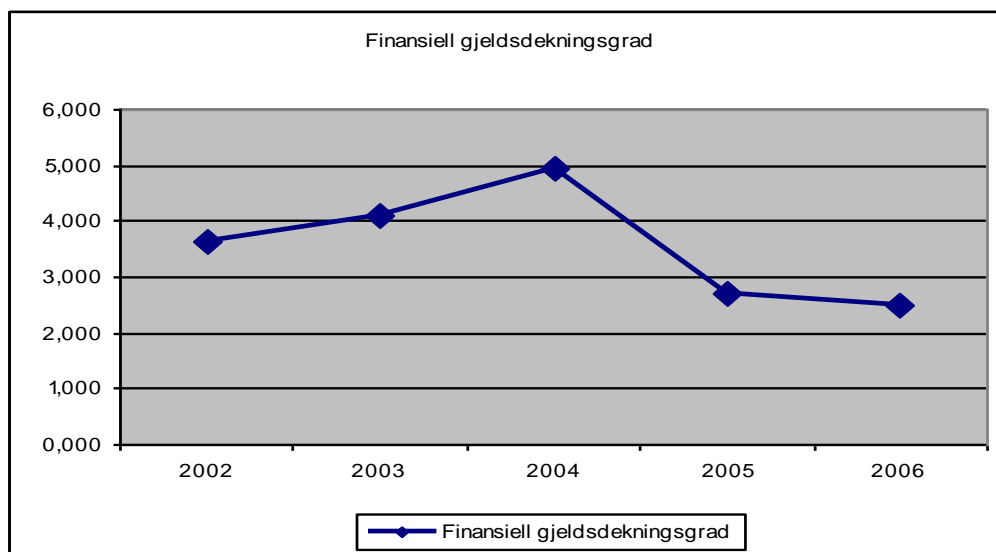
**Tabell 33: Total gjeldsdekning for Kompletts**

	Finansiell gjeldsdekningsgrad (Tot. Gj. Dekn.)	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt
	Finansielle eiendeler	177 402,0	167 763,0	206 254,0	166 638,0	154 211,0	
/	Finansiell gjeld	48 772,2	40 809,8	41 616,1	61 930,3	61 930,3	
=	Finansiell gjeldsdekningsgrad	3,637	4,111	4,956	2,691	2,490	
	Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Vekt til gjennomsnitt	0,364	0,411	0,991	0,807	0,747	3,320

Den finansielle gjelden til Kompletts er den jeg tidligere har justert i regnskapet. Fra regnskapet ser vi at Kompletts kan kvitte seg med gjelden, Kompletts har netto finansielle eiendeler.

Sammenlignet med historiske tall fra Oslo Børs for perioden 2000-2004 havner Kompletts blant topp 20 prosent av selskapene.

**Graf 5 Total gjeldsdekning for Kompletts**



## 11.2 Normalisert rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden brukes som en illustrasjon på i hvilken grad selskapet er i stand til å håndtere sine rentekostnader, og muligheter for å håndtere nye lån. Komplet har hatt en tidsvektet gjennomsnitt over perioden på 17,3, noe som er høyt. Til sammenligning var medianen til selskapene på Oslo Børs i perioden 1999-2004, 1,4. Konklusjonen blir at Komplet har et solid grunnlag for å håndtere gjelden, og muligheter for fremtidige lån.

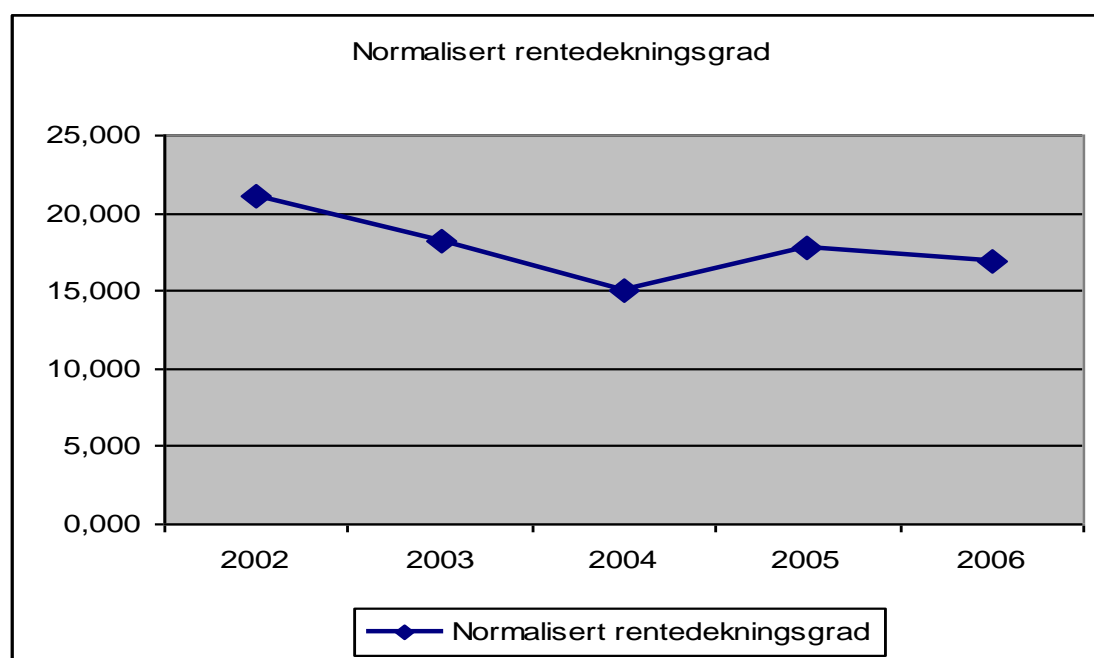
### Formel 5: Rentedekningsgrad

$$rdg_t = \frac{NDR_t + NFI_t}{NFK_t}$$

Tabell 34 Normalisert rentedeckningsgrad for Komplet

	Normalisert rentedeckningsgrad	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt
	Nettoreultat til sysselsatt kapital	57 537,0	59 038,5	40 255,2	51 905,3	69 281,4	
/	Netto finanskostnader	2 732,0	3 240,6	2 687,1	2 925,2	4 083,8	
=	Normalisert rentedeckningsgrad	21,060	18,218	14,981	17,744	16,965	
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Vekt til gjennomsnitt	2,106	1,822	2,996	5,323	5,090	17,337

Graf 6: Normalisert rentedeckningsgrad



## 11.3 Soliditetsanalyse

Denne analysen har som mål å kartlegge om Komplet har ressurser til å stå imot framtidige tap. Da det er egenkapitalen som er avgjørende for i hvilken grad et selskap kan ta tap, blir naturligvis egenkapitalprosenten et viktig nøkkeltall i soliditetsanalysen.

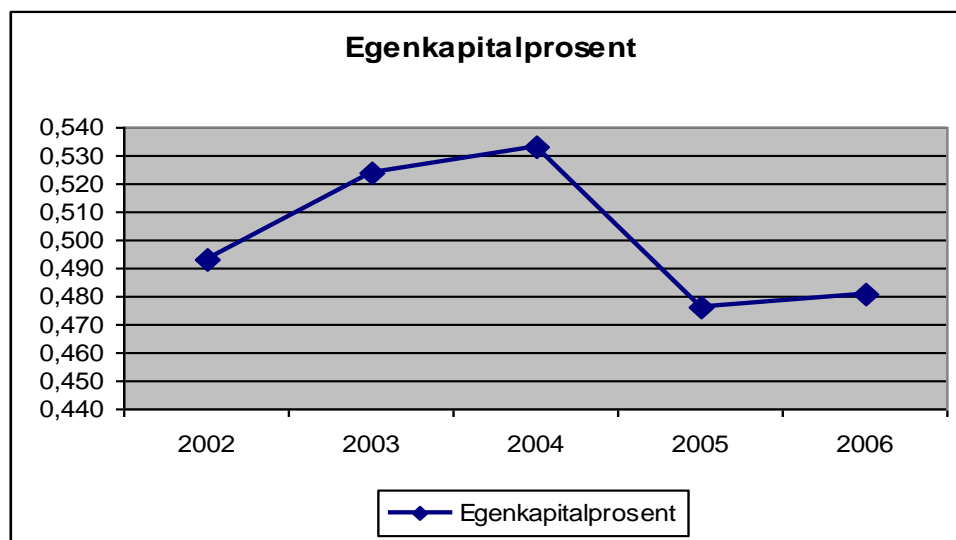
**Formel 6: Egenkapitalprosent**

$$ekp_t = \frac{EK_t}{TK_t} = \frac{EK_t}{SSK_t + DG_t}$$

**Tabell 35: Historisk egenkapitalprosent**

	Egenkapitalprosent	2002	2003	2004	2005	2006	Vektet snitt
	Egenkapital	244 742,5	303 371,7	327 013,1	290 809,6	342 319,0	
/	Totalkapital	496 428,9	578 946,0	613 677,6	610 724,1	712 100,1	
=	Egenkapitalprosent	0,493	0,524	0,533	0,476	0,481	
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Vekt til gjennomsnitt	0,049	0,052	0,107	0,143	0,144	0,495

**Graf 7: Historisk egenkapitalprosent**



Komplett sin egenkapitalprosent har variert over perioden, utbytteutbetalingen i 2005 reduserte egenkapitalprosenten betydelig. Ser vi bort fra fallet fra 2004-2005, har egenkapitalprosenten i selskapet steget i hver periode. Det vektete snittet er 0.495, noe som plasserer Komplett godt

over medianen til selskaper notert på OSE. I perioden 2000-2004 var medianen 0.386, for handelsselskaper notert på OSE<sup>39</sup>.

I det følgende gjennomføres en statistisk finansieringsanalyse, som viser hvordan selskapet er finansiert.

**Tabell 36**

Statisk finansieringsanalyse	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	V. av eiendeler
DAM	137 858,1					137 858,1
FAM	228,0					228,0
DOM	204 232,9	34 152,8	61 930,3	119 715,0		420 031,0
FOM				153 983,0		153 983,0
TK	342 319,0	34 152,8	61 930,3	273 698,0	0,0	712 100,1

**Tabell 37**

Statisk finansieringsanalyse	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	V. av eiendeler
DAM	100,00 %					19,36 %
FAM	100,00 %					0,03 %
DOM	48,62 %	8,13 %	14,74 %	28,50 %		58,98 %
FOM				100,00 %		21,62 %
TK	48,07 %	4,80 %	8,70 %	38,44 %	0,00 %	100,00 %

Som vist er anleggsmidler samt 48.62 % av driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) finansiert gjennom EK, og hele 71.50 % av DOM finansiert langsiktig. Når analysen samtidig har avdekket at den kortsiktige gjelden for det meste består av leverandørgjeld, og tidligere har vist at omsetningstiden for varelager er lav, må man konkludere med at Kompletts finansiering virker solid.

Et annet nøkkeltall som også er av betydning for vurderingen av soliditeten til et selskap, er naturligvis rentabiliteten til selskapet. Under analyseres selskapets netto driftsrentabilitet.

<sup>39</sup> Forelesningsnotater BUS 424, Frøystein Gjesdal, slide 18-71



## 11.4 Netto driftsrentabilitet

Formel 7: Netto driftsrentabilitet

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1}} = \frac{NDR_t}{DI_t} \times \frac{DI_t}{NDE_{t-1}} = ndm \times onde$$

For Komplett har vi:

Tabell 38: Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet (ndr)	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Netto driftsresultat (NDR)		51 526	54 272	37 547	47 973	64 176
Netto driftseiendel (NDE)	74 306	116 113	176 416	162 374	186 102	250 038
Netto driftsrentabilitet (ndr)		74,2 %	45,6 %	24,9 %	31,9 %	34,5 %
Driftsinntekt (DI)		1 364 345	1 731 869	1 793 952	1 973 863	2 249 516
Netto driftsmargin (ndm)		3,8 %	3,1 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
Omløp til netto driftseiendeler (onde)		19,6	14,5	11,9	13,1	12,1

Her brukes gjennomsnittlig NDE med fratrukk for opptjent resultat i perioden. For videre drøfting av ndr og sammenhengen med ekr, se kap. 13.1, s. 102, tabell 53 og kap. 13.2, s. 104, tabell 55.

## 11.5 Syntetisk Rating

Følgende forholdstall danner grunnlag for den syntetiske ratingen:

Tabell 39: Syntetisk rating Komplet

Syntetisk Rating basert på nøkkeltall	2002	2003	2004	2005	2006
Likviditetsgrad 1 (lg1)	2,230	2,195	2,271	2,125	2,097
Rentedekningsgrad e/skatt (rdg)	21,060	18,218	14,981	17,744	16,965
Egenkapitalprosent (ekp)	49,30 %	52,40 %	53,29 %	47,62 %	48,07 %
Netto driftsrentabilitet (ndr)	74,19 %	45,56 %	24,93 %	31,93 %	34,51 %

**Tabell 40: Syntetisk rating**

Syntetisk Rating	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
Likviditetsgrad 1 (lg1)	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad e/skatt (rdg)	AAA	AAA	AAA/AA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent (ekp)	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet (ndr)	AAA	AAA	AA/A	AA	AA	AA
Gjennomsnitt rating	AA/A	AA/A	A	A	A	A

Disse nøkkeltallene blir så klassifisert i forhold til ratingtabell presentert av Gjesdal<sup>40</sup>  
Komplett ASA blir derfor vurdert til en rating A. En A rating tilsier at sannsynligheten for konkurs innen et år i gjennomsnitt er 2.4 promille. Konklusjonen blir derfor at Komplett er et solid selskap.

Ettersom Komplett er et selskap i sterk vekst, samtidig som det har gjennomgått store endringer, taes det her bare med rating for de fire siste årene. Som analysen indikerer har Komplett hatt en stabil rating over perioden.

## 12 Avkastningskrav

### 12.1 Egenkapitalkrav

For investorer som investerer i selskaper, med andre ord egenkapitalen i selskaper, er en investering kun lønnsom dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet. Kravet for avkastningen til egenkapitalen skal gjenspeile avkastningen på tilsvarende investeringer med lik risiko.

Avkastningskravet får betydning på to områder. Først som målestokk for rentabiliteten i selskapet, deretter som en diskonteringsfaktor, risikojustert avkastningskrav, for nåverdberegninger under verdsettelsen.

---

<sup>40</sup> Frøystein Gjesdal, BUS 424 forelesning 18, slide 79

Selve avkastningskravet kan deles opp på følgende måte:

$$\text{Krav} = \text{Risikofri rente} + \text{risikopremie} + \text{illikviditetspremie}$$

### 12.1.1 Risikofri rente

For å finne den risikofrie renten benyttes 3M effektiv NIBOR rente, beregnet på årsgjennomsnittet av daglige data<sup>41</sup>. I tillegg forutsettes det at NIBOR-renten inneholder et risikotillegg på 10% som trekkes fra. Risikofri rente blir så presentert etter skatt.

Tabell 41: Risikofri rente etter skatt

	Risikofri rente 3M NIBOR	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	NIBOR-rente 3 mnd	0,0720	0,0421	0,0205	0,0227	0,0318	0,0378
-	Risikotillegg 10%	0,0072	0,0042	0,0021	0,0023	0,0032	0,0038
=	Risikofri rente før skatt	0,0648	0,0379	0,0185	0,0204	0,0286	0,0340
-	Skatt	0,0181	0,0106	0,0052	0,0057	0,0080	0,0095
=	Risikofri rente etter skatt	0,0467	0,0273	0,0133	0,0147	0,0206	0,0245

For å finne avkastningskravet benyttes kapitalverdimodellen (CAPM). Kapitalverdimodellen gir et avkastningskrav som tar høyde for den systematiske risikoen ved selskapet, og gir et krav som er tilsvarende det en investor kunne oppnådd ved en alternativ investering med tilsvarende risiko. Det er verdt å nevne at modellen ikke tar høyde for usystematisk risiko, såkalt selskapsspesifikk risiko. Den selskapsspesifikke risiko er det fundamentalanalysen som skal avdekke.

I Bodie/Kane/Marcus, Sixth edition, 2005, s. 302, finnes CAPM formalisert. Her brukes modellen som også tar høyde for en illikviditets premie.

Formel 8: Forventet meravkastning utover risikofri rente

$$E(r_i) - r_f = \beta_i [E(r_M) - r_f] + f(c_i)$$

Formel 9: Beta for investeringen

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\sigma_M^2}$$

<sup>41</sup> [http://www.norges-bank.no/Pages/Article\\_\\_\\_55490.aspx](http://www.norges-bank.no/Pages/Article___55490.aspx)

---

Oppsummert så sier denne at risikopremien til den aktuelle investeringen,  $E(r_i) - r_f$ , er lik produktet av risikopremien til markedsporteføljen,  $[E(r_M) - r_f]$  og investeringens beta-verdi,  $\beta_i$ . Beta koeffisienten er her målt som kovariansen mellom investeringen og markedsporteføljen, som andel av markedets varians. I tillegg kommer det også en illikviditetspremie,  $f(c_i)$ . Årsaken til at det legges til en likviditetspremie er at investorer foretrekker likvide investeringer foran illikvide investeringer. Analyse av omsetning i Komplet-aksjen viser lav omsetning samt en forholdsvis høy spread i aksjekursen noe som tilsier en likviditetsrisiko. Det blir derfor i den videre analysen tatt høyde for en likviditetspremie på 2 %

I det følgende blir denne modellen bli benyttet til å finne avkastningskravet for en investering i Komplet ASA. Tanken bak blir da at kravet for investeringen skal være lik forventet avkastning til sammenlignbare investeringer med samme systematiske risiko.

For at CAPM-modellen skal kunne brukes må en del forutsetninger være oppfylt. Det blir ikke gått nærmere inn på disse forutsetninger, bortsett fra å nevne at mange av disse forutsetningene ikke nødvendigvis er oppfylt for Komplet ASA sitt vedkommende, og heller ikke for andre investeringer i aksjemarkedet generelt. Likevel er bruk av CAPM-modellen den beste framgangsmåten.

### **12.1.2 Estimering av betaverdier for Komplet**

For å benytte kapitalverdimodellen trengs Komplet ASA sin beta-verdi. Dagens Næringsliv opererer med en beta på 0.57 (8.Sept-07), dette er en 12 måneders beta. Det vil si at beta er regnet ut på ukesavkastningen de seneste 12 måneder.

I denne utredningen estimeres beta på grunnlag av månedsavkastningene over en 5 års periode. Jamfør Merrill Lynch-justering, justeres estimert beta med markedsvekt 1/3. Resultatene følger under:

**Tabell 42: Beregning av beta**

	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
Historisk Beta	1,3057	0,3065	0,1245	0,7627	0,3497	0,6456
Justert Beta	1,2038	0,5377	0,4163	0,8418	0,5664	0,7637

**Tabell 43: Justering av beta**

<b>Merrill Lynch justering</b>	
Index beta weight	0,333
Sample beta weight	0,667
Index beta	1,000

Resultatene er funnet gjennom regresjonsanalyse i Excel. Grunnen til justeringen av den estimerte betaverdien er antagelsen om at et selskaps betaverdier beveger seg mot 1, ved å justere estimatet mot 1 vil også eventuelle målefeil bli redusert. Beste estimat før regresjonsanalyse er også 1, slik at justeringen vekter de to estimatene før og etter regresjonsanalysen.

### **12.1.3 Markedets risikopremie**

Det er vanskelig å estimere hva markedets risikopremie er på et gitt tidspunkt. Her benyttes estimater fra Kjell Knivsflå<sup>42</sup>. Estimatenes er et vektet snitt av en langsiktig (2/3) og en kortsiktig (1/3) historisk risikopremie. Den kortsiktige er beregnet som gjennomsnittlig månedlig aksjeavkastning fra 1995 til hvert av de aktuelle årene, med fratrukk for gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt frem til det aktuelle året. Den langsiktige risikopremien er beregnet fra 1958 frem til de aktuelle årene, med fratrukk for gjennomsnittlig risikofri rente etter skatt for hvert år.

---

<sup>42</sup><http://www.nhh.no/rrr/cv/knivsfla/DATA/Data%20for%20rekneskapsanalyse%20rf%20og%20fp.xls>

Tabell 44 Data hentet fra Kjell Knivsflå<sup>42</sup>

Vekt		2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Nibor-rente, 3 måneder	0,072	0,042	0,020	0,023	0,032	<b>0,038</b>
-	Risikopremie	0,007	0,004	0,002	0,002	0,003	<b>0,004</b>
=	<b>Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,065</b>	<b>0,038</b>	<b>0,018</b>	<b>0,020</b>	<b>0,029</b>	<b>0,034</b>
-	28% skatt	0,018	0,011	0,005	0,006	0,008	<b>0,010</b>
=	<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,047</b>	<b>0,027</b>	<b>0,013</b>	<b>0,015</b>	<b>0,021</b>	<b>0,025</b>
1/3	Kortsiktig risikopremie	0,000	0,005	0,052	0,062	0,062	<b>0,036</b>
2/3	Langsiktig risikopremie	0,036	0,047	0,055	0,064	0,070	<b>0,054</b>
=	<b>Vekt. gj.snitt risk premie e/skatt</b>	<b>0,024</b>	<b>0,033</b>	<b>0,054</b>	<b>0,063</b>	<b>0,067</b>	<b>0,048</b>

I tabellen er årlig risikopremie for hvert år i analyseperioden spesifisert, i tillegg er det aritmetiske gjennomsnittet over analyseperioden beregnet.

Som gir følgende egenkapitalkrav:

Tabell 45: Egenkapital krav

		2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,047</b>	<b>0,027</b>	<b>0,013</b>	<b>0,015</b>	<b>0,021</b>	<b>0,025</b>
	Justert Beta	1,204	0,538	0,416	0,842	0,566	0,764
*	<b>Vekta gj.snitt risiko premie e/skatt</b>	<b>0,024</b>	<b>0,033</b>	<b>0,054</b>	<b>0,063</b>	<b>0,067</b>	<b>0,048</b>
+	Likviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
=	<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,095</b>	<b>0,065</b>	<b>0,056</b>	<b>0,088</b>	<b>0,079</b>	<b>0,081</b>

## 12.2 Finansielle krav

### Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til netto finansiell gjeld (nfgk) finnes som et vektet gjennomsnitt av finansielt gjeldskrav (fgk) og det finansielle eiendelskravet (fek).

Formel 10: Netto finansielt gjeldskrav

$$nfgk = fgk \times \frac{FG}{NFG} - fek \times \frac{FE}{NFG}$$

Det finansielle gjeldskravet blir fastsatt av kreditor. Det finansielle eiendelskravet blir bestemt av selskapet.

<sup>42</sup><http://www.nhh.no/rrr/cv/knivsfla/DATA/Data%20for%20rekneskapsanalyse%20rf%20og%20fp.xls>

I de neste beregningene forutsettes:

- $\beta_{NFG} = 0$  Den systematiske risikoen i FG blir balansert av den finansielle risiko til FE.  
 $\beta_{KON} = 0$  Kontanter er risikofri plassering  
 $\beta_{INV} = 1$  Finansielle investeringer har beta lik markedsporteføljen, 1  
 $\beta_{FOR} = 0$  Finansielle fordringer er risikofrie, Komplet har gjort avsetninger for tap.

Beta til netto finansiell gjeld finnes gjennom sammenhengen:

**Formel 11**

$$\beta_{NFG} \times NFG = \beta_{FG} \times FG - \beta_{FE} \times FE \Rightarrow \beta_{FG} = \beta_{FE} \frac{FE}{FG}$$

For å finne beta til finansiell gjeld -  $\beta_{FG}$  - må den finansielle eiendelsbetaen,  $\beta_{FE}$ , beregnes.

**Formel 12**

$$\beta_{FE} \times FE = \beta_{KON} \times KON + \beta_{INV} \times INV \Rightarrow \beta_{FE} = \frac{INV}{FE}$$

Resultater for hvert år blir:

**Tabell 46:**

	Finansielle beta verdier	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Finansiell gjeldsbeta (INV/FG)	0,0008	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002
*	Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	-0,3792	-0,3215	-0,2528	-0,5915	-0,6711	-0,4432
-	Finansiell eiendelsbeta	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
*	Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	-1,3792	-1,3215	-1,2528	-1,5915	-1,6711	-1,4432
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	Kontant beta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
*	Kontant vekt (KON/FE)	0,9947	0,9706	0,9989	0,9990	0,9985	0,9923
+	Fordringsbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
*	Fordringsvekt (FOR/FE)	0,0051	0,0294	0,0011	0,0010	0,0015	0,0076
+	Investeringsbeta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
*	Investeringsvekt (INV/FE)	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
=	Finansiell eiendelsbeta	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Gjeldsvekten og eiendelsvekten blir negative, dette er fordi Komplet har finansielle eiendeler.

Det finansielle gjeldskravet blir da:

**Formel 13: Finansielt gjeldskrav**

$$fgk = \text{risikofri rente} + \beta_{FG} \times \text{risikopremien til markedet} + \text{kredittrisikopremie}$$

**Tabell 47: Finansielt gjeldskrav**

	Finansielt gjeldskrav (fgk)	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Syntetisk rating	A	AA/A	A	A	A	A
	Risikofri rente etter skatt	0,0466	0,0274	0,0133	0,0147	0,0206	0,0245
+	Finansiell gjeldsbeta	0,0008	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002
*	Risikopremien til markedet	0,0240	0,0330	0,0541	0,0632	0,0671	0,0483
+	Premie for kredittrisiko	0,0072	0,0061	0,0072	0,0072	0,0072	0,0070
=	Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,0538	0,0335	0,0205	0,0219	0,0278	0,0315

Det finansielle eiendelskravet blir:

**Formel 14: Finansielt eiendelskrav, ( v = kontantvekt og w = fordringsvekt )**

$$fek = v \times r_f + w \times (r_f + \text{risikopremie}) + (1 - v - w) \times r_m$$

**Tabell 48: Finansielt eiendelskrav**

	Finansielt eiendelskrav	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Kontant krav	0,0466	0,0274	0,0133	0,0147	0,0206	0,0245
*	Kontantvekt	0,9947	0,9706	0,9989	0,9990	0,9985	0,9923
+	Finansielt fordringskrav	0,0051	0,0294	0,0011	0,0010	0,0015	0,0076
*	Finansiell fordringsvekt	0,0051	0,0294	0,0011	0,0010	0,0015	0,0076
+	Investeringskrav	0,0706	0,0604	0,0673	0,0779	0,0877	0,0728
*	Investeringsvekt	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
=	Finansielt eiendelskrav	0,0464	0,0275	0,0133	0,0146	0,0206	0,0245

Finansielt gjeldskrav over analyseperioden blir da 3.15 %, og finansielt eiendelskrav 2.45%.

Kredittrisikopremien finnes fra tabell ut fra Kompletts rating klasse, og denne er etter skatt.

Videre finnes netto finansielt gjeldskrav som igjen benyttes til å finne netto driftskrav.



Krav til avkastning på netto finansiell gjeld:

**Formel 15: Netto finansielt gjeldskrav**

$$nfgk = fgk \times \frac{FG}{NFG} - fek \times \frac{FE}{NFG}$$

**Tabell 49: Netto finansielt gjeldskrav**

	Netto finansiell gjeldskrav	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Krav til finansiell gjeld	0,0538	0,0335	0,0205	0,0219	0,0278	0,0315
*	Finansiell gjeldsvekt	-0,3792	-0,3215	-0,2528	-0,5915	-0,6711	-0,4432
-	Krav til finansielle eiendeler	0,0464	0,0275	0,0133	0,0146	0,0206	0,0245
*	Finansiell eiendelsvekt	-1,3792	-1,3215	-1,2528	-1,5915	-1,6711	-1,4432
=	Krav til netto finansiell gjeld	0,0436	0,0255	0,0114	0,0104	0,0157	0,0213

## 12.3 Driftskrav

Beta til netto driftskapital finnes gjennom vekting.

**Formel 16: Beta til netto driftskapital**

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} \times \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} \times \frac{NFG}{NDK}$$

**Tabell 50: Netto driftsbeta**

	Netto driftsbeta	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Egenkapital beta	0,6357	0,7793	0,6654	0,8575	0,9788	0,7637
*	EK/NDK	2,1078	1,7196	2,0139	1,5626	1,3691	1,7546
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
*	NFG/NDK	-1,1078	-0,7196	-1,0139	-0,5626	-0,3691	-0,7546
=	Netto driftsbeta	1,3400	1,3400	1,3400	1,3400	1,3400	1,3400

Her er betaverdier for hvert år beregnet ut fra forutsetningen om at Miller og Modiglianis første teorem holder stand. Nemlig at verdien av et selskap er uavhengig av dets finansiering. Dersom MM1 holder ville  $\beta_{NDK}$  vært konstant over hele perioden.

Netto driftskrav finnes ved vekting:

**Formel 17: Netto driftskrav**

$$ndk = ekk \times \frac{EK}{NDK} + nfgk \times \frac{NFG}{NDK}$$

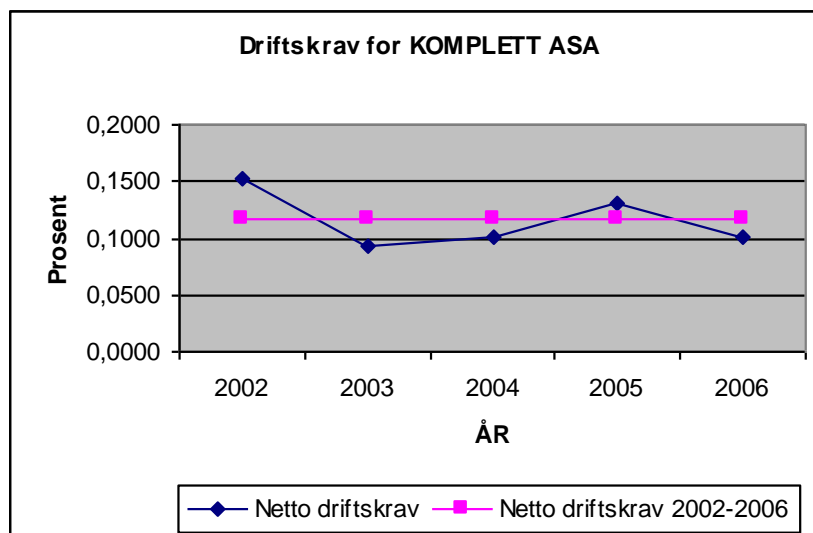
**Tabell 51: Netto driftskrav**

	Netto driftskrav	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Egenkapitalkrav	0,0955	0,0651	0,0558	0,0879	0,0786	0,0814
*	EK/NDK	2,1078	1,7196	2,0139	1,5626	1,3691	1,7546
+	Netto finansiell gjeldskrav	0,0436	0,0255	0,0114	0,0104	0,0157	0,0213
*	NFG/NDK	-1,1078	-0,7196	-1,0139	-0,5626	-0,3691	-0,7546
=	Netto driftskrav	0,1530	0,0936	0,1007	0,1315	0,1019	0,1162

Som igjen gir et gjennomsnittlige netto driftskrav for Komplett over perioden på 11.62 %.

Videre benyttes de beregnede kravene som et grunnlag for å vurdere lønnsomheten til Komplett ASA.

**Graf 8: Historisk årlig netto driftskrav sett i forhold til gjennomsnittet over analyseperioden**



---

## 13 Lønnsomhetsanalyse

I lønnsomhetsanalysen gjøres det opp status for hvor Komplett står i dag. Historisk rentabilitet i selskapet blir analysert, for på denne måten kunne sammenligne med tidligere estimerte avkastningskrav.

Rentabiliteten blir målt som prosentvis avkastning, noe som gjør det mulig å sammenligne selskapets lønnsomhet over flere perioder. Som tidligere nevnt vil rentabiliteten bare generere superprofitt dersom rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet. Dersom rentabiliteten er lavere enn tidligere estimerte krav, ville investorer fått en bedre avkastning andre steder. Hvor god rentabiliteten er avhenger derfor også av selskapets avkastningskrav og kan ikke ukritisk sammenlignes med andre selskapers rentabilitet.

Jeg vil i analysene først ta for meg egenkapitalrentabiliteten. Dersom inngående kapital benyttes som kapitalgrunnlag for rentabiliteten vil kapitalbasen bli undervurdert dersom det har vært en netto positiv kapitalendring i selskapet, som igjen gir høyere rentabilitet, og vice versa. Egenkapitalrentabiliteten er som tidligere nevnt av den grunn regnet ut slik at den gjenspeiler en etterskuddsrentabilitet. Den opptjente kapitalen gjennom normalisert nettoresultat i hver periode er trukket fra. På denne måten vil den bedre kunne sammenlignes med avkastningskravet som er en etterskuddsrente. Det forutsettes at endring i EK skjer midt i året.

Fra den strategiske analysen gjennomført i første del av utredningen var konklusjonen:

*” Det forventes dermed ut fra den strategiske analysen at Komplett har en kapasitet på superrentabilitet på 5-10 %.”*

I den følgende analysen vil jeg se hvordan den faktiske rentabiliteten har vært over analyseperioden. Rentabiliteten vil så bli dekomponert for videre analyse av driverne bak den eksisterende rentabiliteten.

## 13.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser resultat som går til egenkapitalen, altså til eierne, i forhold til selskapets egenkapital. Her er grunnlaget for rentabiliteten regnet på gjennomsnittlig investert kapital over perioden med fratrukk for årets NRE for at rentabiliteten skal gjenspeile en etterskuddsrente:

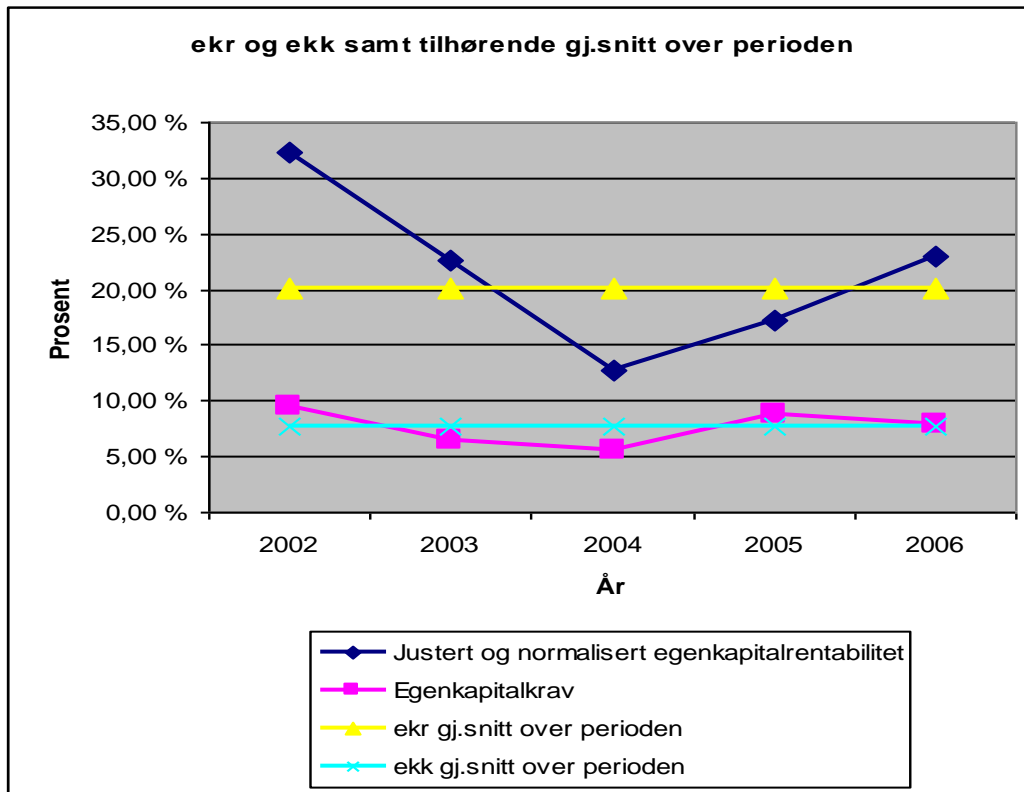
**Formel 18: Egenkapital rentabilitet**

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

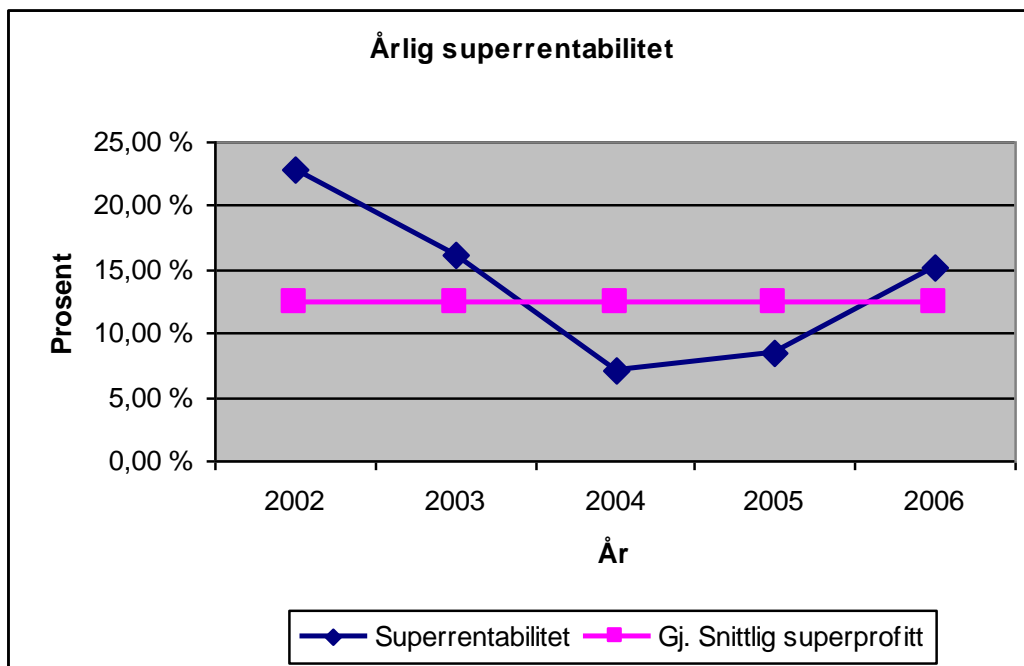
**Tabell 52: Superrentabilitet**

Superrentabilitet	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Justert og normalisert egenkapitalrentabilitet	32,82 %	22,67 %	12,67 %	17,22 %	22,96 %	20,09 %
Egenkapitalkrav	9,55 %	6,51 %	5,58 %	8,79 %	7,86 %	7,72 %
ekr gj.snitt over perioden	20,09 %	20,09 %	20,09 %	20,09 %	20,09 %	
ekk gj.snitt over perioden	7,72 %	7,72 %	7,72 %	7,72 %	7,72 %	
Superrentabilitet	22,76 %	16,15 %	7,10 %	8,43 %	15,10 %	12,37 %
Gj. Snittlig superprofitt	12,37 %	12,37 %	12,37 %	12,37 %	12,37 %	

Graf 9: ekr og ekk sett i forhold til gj. Snitt over perioden



Graf 10: Årlig superrentabilitet



Egenkapitalrentabiliteten til Komplett har holdt seg over egenkapitalkravene for hvert år. Gjennomsnittlig vektet superrentabilitet var i perioden 12,37 %.

Egenkapitalrentabiliteten kan dekomponeres i netto driftsrentabilitet og effekten av finansiell gearing. I tillegg vil den bestå av minoritets gearing, men siden der ikke er noen minoritets interesser i Komplett har jeg utelatt denne.

Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten, ekr.

**Formel 19: Egenkapitalrentabilitet**

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) \times nfgg$$

**Formel 20: Netto driftsrentabilitet**

$$ndr = \frac{NDR}{DI_t} \times \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + \frac{(\Delta NDK_t - NDR_t)}{2}}$$

**Formel 21: Netto finansiell gjeldsrente**

$$nfgr = \frac{NFK - NFI}{NFG} = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - (NFK_t - NFI_t)) / 2}$$

**Formel 22: Netto finansiell gjeldsgrad**

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

**Tabell 53: Dekomponering av EK rentabiliteten**

	Dekomponering av EK rentabiliteten	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	ndr	74,19 %	45,56 %	24,93 %	31,93 %	34,51 %	36,89 %
	nfgr	3,28 %	1,20 %	0,01 %	0,75 %	1,04 %	0,99 %
	nfgg	-0,5834	-0,5162	-0,4920	-0,4719	-0,3452	-45,35 %
	ekr=ndr+(ndr-nfgr)*nfgg	32,82 %	22,66 %	12,67 %	17,22 %	22,96 %	20,13 %

Egenkapitalrentabiliteten består av avkastning fra drift og finansiering, samt eventuelle minoritetsinteresser, Komplett har ikke minoritetsinteresser så disse blir sett bort fra.

## 13.2 Netto driftsrentabilitet

Den tidligere viste formelen for netto driftsrentabilitet, tar utgangspunkt i forrige års netto driftseiendeler. Som nevnt angående beregning av egenkapitalrentabiliteten må også netto driftsrentabiliteten være en etterskuddsrente.

Tabell 54: Virkning av finansiell gearing

	Virkning av finansiell gearing	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	ndr	74,19 %	45,56 %	24,93 %	31,93 %	34,51 %	36,89 %
-	nfgr	3,28 %	1,20 %	0,01 %	0,75 %	1,04 %	0,99 %
=	netto rentemargin	70,92 %	44,36 %	24,91 %	31,18 %	33,46 %	35,90 %
*	Netto finansiell gjeldsgrad	-0,5834	-0,5162	-0,4920	-0,4719	-0,3452	-0,4535
=	Virkning av finansiell gearing	-41,38 %	-22,90 %	-12,26 %	-14,71 %	-11,55 %	-16,28 %

Virkingen av finansiell gearing er  $(\text{ndr}-\text{nfgr}) \cdot \text{nfgr}$ , som vist i tabell 54 har denne hatt en svært negativ innvirkning på egenkapitalrentabiliteten. Årsaken til denne svært negative virkingen av finansiell gearing er at Komplett sitter på høy andel kontanter, og derigjennom har finansielle eiendeler. Disse finansielle eiendelene gir langt lavere avkastning enn driften, og egenkapitalrentabiliteten blir derfor redusert kraftig i forhold til netto driftsrentabiliteten. Den finansielle gearingen blir ikke analysert videre ettersom det er klart at den høye kontantbeholdningen er årsaken til den negative effekten av finansiell gearing.

Videre kan netto driftsrentabiliteten dekomponeres ytterligere, for å se hva som danner grunnlag for den høye driftsrentabiliteten. Nedenfor er netto driftsresultat dekomponert i netto driftsmargin (ndm) og omløpshastighet til netto driftseiendeler (onde). ndm måler evnen til å generere netto driftsresultat per krone omsatt<sup>43</sup>, mens onde måler effektiviteten i kapitalbruken<sup>44</sup>. Altså evnen til å skape driftsinntekter per krone investert.

<sup>43</sup> BUS424, Forelesning 20, slide 20-51

<sup>44</sup> BUS 424, slide 20-55

**Formel 23: Netto driftsmargin**    **Formel 24: Omløpshastighet for netto driftseiendeler**

$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

$$onde = \frac{DI_t}{NDE_{t-1} + (\Delta NDE_t - NDR_t) / 2}$$

**Tabell 55: Dekomponering av netto driftsrentabiliteten**

	Dekomponering av ndr	2002	2003	2004	2005	2006	2002-2006
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Netto driftsmargin, ndm	3,78 %	3,13 %	2,09 %	2,43 %	2,85 %	2,69 %
*	Omløpshastighet for netto driftseiendeler, onde	19,6	14,5	11,9	13,1	12,1	13,4
=	Netto driftsrentabilitet, ndr	74,19 %	45,56 %	24,93 %	31,93 %	34,51 %	36,89 %

Netto driftsmargin har vært relativt lav over hele perioden. Som jeg tidligere konkluderte med i den strategiske analysen og bransjeanalysen var lave marginer forventet. Som analysen indikerer har ndm tatt seg noe opp igjen fra bunnen i 2004, vektet snitt over perioden er 2.69 %.

Det som skaper den høye netto driftsrentabiliteten i Komplet er omløpshastigheten for netto driftseiendelene. Komplet er effektiv, og skaper store driftsinntekter ved forholdsvis lave investeringer.

### 13.3 Oppsummering av lønnsomhet

Komplet har oppnådd superrentabilitet  $ekr > ekk$  over hele perioden. Det vektete snittet over perioden gir en ekr på 20.09 % mens det vektete ekk var på 7.72 %. Årsaken til den høye ekr stammer fra høy lønnsomhet i driften. Selskapets finansiering reduserer ekr men Komplet har likevel oppnådd superrentabilitet hvert år i perioden. Vektet snitt har vært 12.37 %. Analysen av lønnsomheten i selskapet har vist at antagelsene om lave marginer på grunn av den harde konkurransen har stemt, Komplet har hatt en vektet driftsmargin i perioden på 2.69 %. Det som derimot bidrar til den høye ndr er omløpshastigheten for netto driftseiendeler (onde). Altså det faktum at Komplet er effektive i kapitalbruken, og skaper mye inntekter for hver krone investert.



---

## 14 Analyse av historisk vekst

En viktig faktor for den fundamentale verdsettelsen er analyse av vekst. Vekst som overgår kravene skaper verdi for eierne. Vekst som er lik eller er under selskapets krav tilfører ingen verdi, og i verste fall vil verdien av selskapet reduseres. For vekstanalyse er det noen faktorer som legger føringer for hvor stor veksten kan være. Den langsiktige veksten kan ikke være større enn den realøkonomiske veksten med tillegg for inflasjonen. For min verdivurdering av Komplet er det mest aktuelt å se på den kortsiktige veksten, for fremføring av regnskapene, men det kan være verdt å merke seg prinsippet om ”*Mean Reversion*”<sup>45</sup>. Her vises det til at egenkapitalrentabiliteten er tilbakevendende til gjennomsnittet. Sammen med den tidligere nevnte føringen for vekst vil selskaper som vokser raskere enn det den realøkonomiske veksten tilsier, før eller siden møte redusert vekst. Og nærme seg gjennomsnittet i bransjen. Dersom selskapet vokser raskere enn bransjen må selskapet vinne markedsandeler fra andre selskaper i bransjen, men også denne veksten er tidsbegrenset.

Ved analyse av vekst taes det utgangspunkt i normaliserte tall slik at vekstanalysen er bedre egnet for å si noe om fremtiden. Ved å skille ut resultatenheter som er engangsposter eller vanskelige å forutsi vil analysen danne et bedre grunnlag for fremføringen i neste del av verdivurderingen. Veksten blir målt som relativ endring fra et regnskapsår til det neste. I analysen vil fokus være på veksten til noen viktige nøkkeltall som har betydning for fremtidsregnskapet. Det gjelder egenkapital, driftsinntekter, netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapital.

---

<sup>45</sup> Penman, S. H., 1991, ”An Evaluation of the Accounting Rate-of-Return”, Journal of Accounting, Auditing and Finance, s.233-255

## 14.1 Vekst i Egenkapital

Som tidligere nevnt egner unormale regnskapsstørrelser seg dårlig som grunnlag for fremskrivning. Jeg vil likevel presentere en oversikt over den fullstendige egenkapitalveksten i Komplett for å danne et bilde av den fullstendige utviklingen til egenkapitalen.

### Formel 25: Egenkapital vekst

$$ekv = (1 - eku) \times ekr$$

Tabell 56: Fullstendig vekst i egenkapitalen

	Fullstendig vekst i EK	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Netto betalt utbytte	-38 861,0	7 371,0	4 861,0	84 409,0	16 882,0	
/	Fullstendig nettoresultat til EK	60 459,5	65 824,5	28 353,4	48 051,9	68 174,1	
=	Fullstendig utbytteforhold	-0,6428	0,1120	0,1714	1,7566	0,2476	0,5825
	Fullstendig tilbakeholdingsgrad	1,6428	0,8880	0,8286	-0,7566	0,7524	0,4175
*	Fullstendig EK rentabilitet fekr	40,62 %	26,90 %	9,35 %	14,69 %	23,44 %	20,06 %
=	Fullstendig vekst i EK	66,72 %	23,88 %	7,74 %	-11,12 %	17,64 %	12,57 %

Det vektete snittet for fullstendig egenkapitalvekst har vært på 12.57%. Med et fullstendig utbytteforhold på 0.58. Det fullstendige utbytteforholdet inneholder både kapitalinnskudd og ekstraordinære utbetaling. I tillegg vil ekstraordinære og translatoriske resultatposter ha innvirkning på den fullstendige veksten. Videre i utredningen blir den normaliserte veksten benyttet.

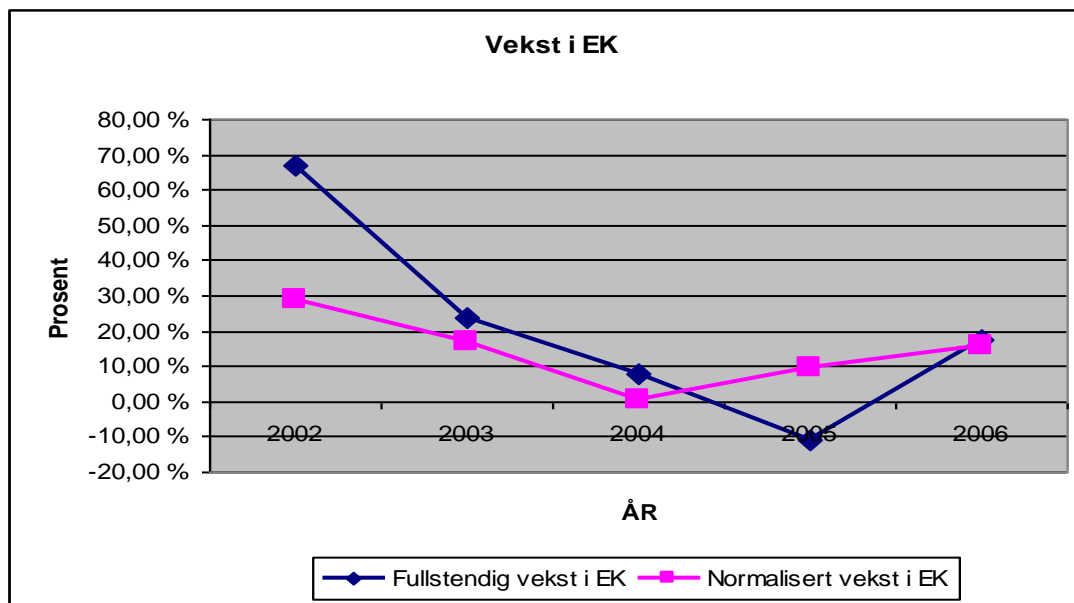
Tabell 57: Normalisert vekst i egenkapitalen

	Normalisert vekst i EK	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
	Vekter	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Foreslått utbytte til generalforsamling	11 523	14 474	36 175	16 881	19 293	
/	Nettoresultat til EK	54 805	55 798	37 568	48 980	65 198	
=	Normalisert utbytteforhold	0,2103	0,2594	0,9629	0,3446	0,2959	0,4317
	Normalisert tilbakeholdingsgrad	0,7897	0,7406	0,0371	0,6554	0,7041	0,5683
*	Normalisert EK rentabilitet	36,82 %	22,80 %	12,38 %	14,98 %	22,42 %	19,66 %
=	Normalisert vekst i EK	29,08 %	16,88 %	0,46 %	9,82 %	15,79 %	12,37 %

Her har benyttes foreslått utbytte. Den vektete normaliserte EK-veksten i perioden har vært 12.37 %, med et utbytteforhold på 0.43. Tilbakeholdingsgraden har vært større for de normaliserte tallene.

Komplett har i perioden, fra første utbytte i 2002, hatt en vekst i foreslått ordinært utbytte på 20 øre per aksje, med et ekstraordinært utbytte i 2005. Fra årsberetningen til Komplett er det langt på vei antydnet at en slik vekst i utbytte vil fortsette også i fremtiden så lenge Komplett når sine egne vekstmål.

**Graf 11: Historisk vekst i EK**



Graf 11 viser at den normaliserte veksten i EK er jevnere enn den fullstendige, noe som er naturlig når kapitalinnskudd og unormale resultatposter utelates.

## 14.2 Vekst i driftsinntekter

Som nevnt tidligere vil jeg også analysere veksten i viktige resultatelementer som antas å være betydningsfulle for fremtidsregnskapet. Driftsinntektsveksten er definert som prosentvis vekst fra forrige års driftsinntekter.

**Formel 26: Driftsinntektsvekst**

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

**Tabell 58: Historisk vekst i driftsinntekter**

	Vekst i driftsinntekter	2001	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
	Vekter		0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
	Driftsinntekter	918 671	1 364 345	1 731 869	1 793 952	1 973 863	2 249 516	
=	Driftsinntektsvekst (div)	-	48,51 %	26,94 %	3,58 %	10,03 %	13,97 %	15,46 %

Driftsinntektsveksten har vært høy i alle årene foruten i 2004, hvor veksten var 3.58 %. Årsaken til den relativt store reduksjonen i inntektsveksten i 2004 er først og fremst nedgang i forhandlersalget som falt med 11 %<sup>46</sup>. Etter hvert som Komplett har endret fokus mot mer direktesalg, og dette salget økte i 2004 med 13 %, slik at forbrukersalget utgjør en stadig mindre andel av totalsalget, vurderer jeg det som sannsynlig at gjennomsnittlig driftsinntektsvekst (div) i perioden er et lavt anslag for den fremtidige driftsinntektsveksten. Dette spesielt fordi den lave veksten i 2004 drar ned gjennomsnittet, men også fordi Komplett har posisjonert seg for høy vekst sammen med nyåpninger i Europa, som vil bidra til en høy kortsiktig vekst i DI.

---

<sup>46</sup> Årsrapport Komplett ASA 2004

Under er et trendregnskap utarbeidet for analyseperioden. Trendresultatet angir postene som andel av 2002 postene. Poster som ikke eksisterte i 2002 er utelatt.

**Tabell 59: Omgruppert og justert trend resultatregnskap**

	<b>Omgruppert og justert trend resultatregnskap</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
	Salgsinntekter	1,0000	1,2697	1,3150	1,4466	1,6435
+	Inntekter fra forbrukslån					
+	Andre driftsinntekter justert for unormale poster	1,0000	0,8499	1,1456	1,5696	1,6934
=	<b>Driftsinntekter</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,2694</b>	<b>1,3149</b>	<b>1,4467</b>	<b>1,6488</b>
	Varekostnad	1,0000	1,3005	1,3561	1,4742	1,6627
+	Lønnskostnader	1,0000	1,0590	1,0740	1,2686	1,4492
+	Avskrivninger uten nedskrivning	1,0000	1,3154	1,5719	1,6278	2,0826
+	Andre driftskostnader justert for unormale poster	1,0000	1,2633	1,8318	2,1489	2,5425
=	<b>Driftskostnader</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,2840</b>	<b>1,3512</b>	<b>1,4787</b>	<b>1,6736</b>
=	<b>Driftsresultat før engangsposter egen drift</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0183</b>	<b>0,6936</b>	<b>0,8987</b>	<b>1,2234</b>
-	Driftsrelatert skattekostnad ndss	1,0000	1,0183	0,6936	0,8987	1,2234
=	<b>Netto driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0183</b>	<b>0,6936</b>	<b>0,8987</b>	<b>1,2234</b>
+	Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet					
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0533</b>	<b>0,7287</b>	<b>0,9310</b>	<b>1,2455</b>
+	Netto normal finansinntekt	1,0000	0,7929	0,4506	0,6542	0,8493
=	<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0261</b>	<b>0,6996</b>	<b>0,9021</b>	<b>1,2041</b>
-	Netto normal finanskostnad	1,0000	1,1862	0,9836	1,0707	1,4948
-	Netto minoritetsresultat					
=	<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0181</b>	<b>0,6855</b>	<b>0,8937</b>	<b>1,1896</b>
+	Unormal netto driftsresultat	1,0000	3,2048	-5,4838	-0,7864	1,4146
+	Unormal netto finansresultat	1,0000	1,1244	0,1173	0,1179	0,1238
=	<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0887</b>	<b>0,4690</b>	<b>0,7948</b>	<b>1,1276</b>
	Netto betalt utbytte	1,0000	-0,1897	-0,1251	-2,1721	-0,4344
=	<b>Endring i egenkapitalen</b>	<b>1,0000</b>	<b>0,5885</b>	<b>0,2365</b>	<b>-0,3661</b>	<b>0,5164</b>

Veksten i driftsinntekter og driftskostnader er nesten identiske over perioden. I utgangspunktet er det forventet at med lave marginer som vi tidligere har sett, vil driftskostnadene følge driftsinntektene ettersom den største inntektsposten er varesalg og største utgiften er varekostnad. Posten andre driftskostnader vokser betydelig mer enn totale driftskostnader. Dette kan være et faresignal, men hva denne posten inneholder er ikke spesifisert. Posten kommenteres derfor ikke noe nærmere.

**Tabell 60: Kostnader i forhold til totale driftskostnader**

	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Varekostnad	1 164 734	1 514 772	1 579 538	1 717 064	1 936 611	
Lønnskostnader	83 603	88 537	89 790	106 055	121 157	
Andre driftskostnader	32 197	40 676	58 977	69 187	81 861	
Driftskostnader	1 289 093	1 655 243	1 741 758	1 906 237	2 157 453	
Varekost/Driftkost.	90,35 %	91,51 %	90,69 %	90,08 %	89,76 %	90,28 %
Lønnskost./Driftkost	6,49 %	5,35 %	5,16 %	5,56 %	5,62 %	5,57 %
Andre driftkost./Driftkost.	2,50 %	2,46 %	3,39 %	3,63 %	3,79 %	3,40 %

På den andre side vil jeg presisere at Komplet, i analyseperioden, har posisjonert seg for å kunne håndtere økt etterspørsel og utvidet kapasiteten. Det er da naturlig for et selskap i vekst å ha høyere driftskostnadsvekst enn driftsinntektsvekst. For fremtiden vil det derfor være naturlig å anslå at inntektsveksten vil overstige kostnadsveksten i selskapet.

Videre har jeg sett på veksten for hvert år for tidligere nevnte nøkkeltall. Som tabell 61 viser har den vektete veksten for driftsinntekter vært marginalt bedre enn veksten i driftskostnader. Mens veksten i netto driftsresultat og netto resultat til egenkapitalen har vært på henholdsvis 19.5 % og 17.9 % noe som må sies å være en solid vekst i perioden. (Merket tall fra 2002 er beregnet fra beste estimat fra regnskapstall 2001)

**Tabell 61: Vekstanalyse**

Vekt i:	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
Vekt	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	
Driftsinntekter, div	48,51 %	26,94 %	3,58 %	10,03 %	13,97 %	15,46 %
Driftskostnader, dkv	47,58 %	28,40 %	5,23 %	9,44 %	13,18 %	15,43 %
Netto driftsresultat, ndr	66,56 %	5,33 %	-30,82 %	27,77 %	33,78 %	19,49 %
Netto resultat til EK, nrekv	51,89 %	1,81 %	-32,67 %	30,38 %	33,11 %	17,88 %

Vekstanalysen viser at det er høy varians i resultatveksten over perioden. Årsaken til dette tilskrives den vekstsituasjonen Komplet har vært gjennom. Jeg vil konkludere med at Komplet har hatt en solid vekst i perioden. Som tidligere nevnt vil ikke Komplet kunne oppleve en slik vekst over lang tid, men de vektete snitt for veksten i perioden er et godt utgangspunkt for å beregne fremtidig kortsiktig vekst.

---

### **14.3 Oppsummering historisk vekstanalyse**

Komplett har i analyseperioden hatt et vektet snitt i normalisert egenkapitalvekst på 12.37 %. Komplett har altså opplevd en organisk vekst innad i selskapet. Selv om Komplett har vært igjennom en periode med strategisk posisjonering for fremtidig vekst, med tilhørende fokus på forbedringer av systemer og logistikk, har selskapet også lyktes i økt salg, vekst i netto driftsresultat og netto resultat til egenkapitalen. Trendregnskapet viser at 2004 var et spesielt dårlig år for Komplett, men også at den positive veksten i etterkant har gitt resultater som igjen overgår nivåene før 2004.

Etter analyse av den historiske veksten i Komplett sett i sammenheng med den strategiske analysen, blir min konklusjon at selskapet har lyktes i sin vekststrategi. Selskapet har økt driftsinntektene i takt med høyere driftskostnader.

## **15 Fremtidsestimater**

Hittil er historiske regnskapstall analysert. Jeg vil nå gjennomføre en regnskapsfremføring, som bygger på tidligere gjennomført regnskapsanalyse og den strategiske analysen. Selve regnskapsanalysen legger et godt grunnlag for hva en ekstern analytiker kan tro om fremtiden, men siden fremtiden er usikker må fremtidsestimater også kunne begrunnes ut fra den strategiske posisjonen selskapet befinner seg i. Det være seg interne ressurser og bransjeintern konkurranse for å nevne noen viktige faktorer.

Selve regnskapsfremføringen er et av de områdene i selve verdsettelsen som er forbundet med mest usikkerhet. Jeg vil derfor prøve å holde meg objektivt til de funn jeg har gjort gjennom analyse av regnskapstall og den strategiske analysen, selv om jeg enkelte ganger må foreta subjektive anslag. I tillegg vil jeg legge vekt på tendensen til ”mean reversion” i mine antagelser om fremtiden. Med det mener jeg at selv om selskapet opplever høy vekst og avkastning på kort sikt vil denne avkastningen og veksten gå mot normalen på lang sikt.

---

Jeg velger å følge en forenklet fremføring bygget på den metoden Penman viser i *”Financial Statement Analysis and Valuation”*, s.564. Mitt fremtidsbudsjett blir dermed en forenkling av virkeligheten, hvor jeg bare fokuserer på de viktigste verdidriverne for selskapet. Jeg estimerer og fremfører:

- 1) Driftsinntektene (DI)
- 2) Netto driftseiendeler (NDE)
- 3) Netto driftsresultat (NDR)
- 4) Netto finansiell gjeld (NFG)
- 5) Netto finanskostnader (NFK)

Utredningen begrenses til disse verdidriverne og en enkel fremføringsmodell ettersom regnskapet som nevnt tidligere gir begrenset tilgang til informasjon om selskapet, og gjennomføring av en mer detaljert fremføringsmodell vil tilføre fremtidsbudsjettet mer unødig støy, og ikke gjøre budsjetteringen mer presis.

Regnskapsfremføringen blir delt i to deler. Først en periode hvor jeg anslår spesifikk vekst for det enkelte år frem til T. For så å anta konstant vekst fra perioden T og for alltid, det forutsettes derfor at selskapet er i ”steady state” tilstand ved T.

### **15.1 Periode frem til T**

Hvor lang den eksplisitte budsjetteringsperioden bør være avhenger av flere momenter. Jeg vil her spesielt nevne kvaliteten på regnskapstallene og forventet tid før selskapet er i såkalt ”steady state”. Med kvaliteten på regnskapet menes her selve regnskapsføringen. Om regnskapet var ført til virkelig verdi ville det ikke vært behov for noen eksplisitt budsjettthorison, men som forklart tidligere er det vanskelig å få frem de virkelige verdiene i regnskapet. Selv har jeg justert regnskapet for å nærme meg det virkelige resultatet, og vil derfor operere med en budsjetteringsperiode på 10 år.



Ved en budsjetteringsperiode på 10 år forventes det at Komplet har nærmet seg steady state, å si at Komplet er i steady state om 10 år er vanskelig, men det er mitt anslag. Slik jeg ser det vil Komplet vokse i de neste 10 årene, og samtidig dra nytte av den interne kompetansen og tidligere investeringer i økt kapasitet. Et annet moment som tilsier en modningstid i bransjen på 10 år er at innen den tid vil jeg anta at onlinehandel er blitt akseptert på lik linje med tradisjonelt varesalg.

## 15.2 Driftsinntektene

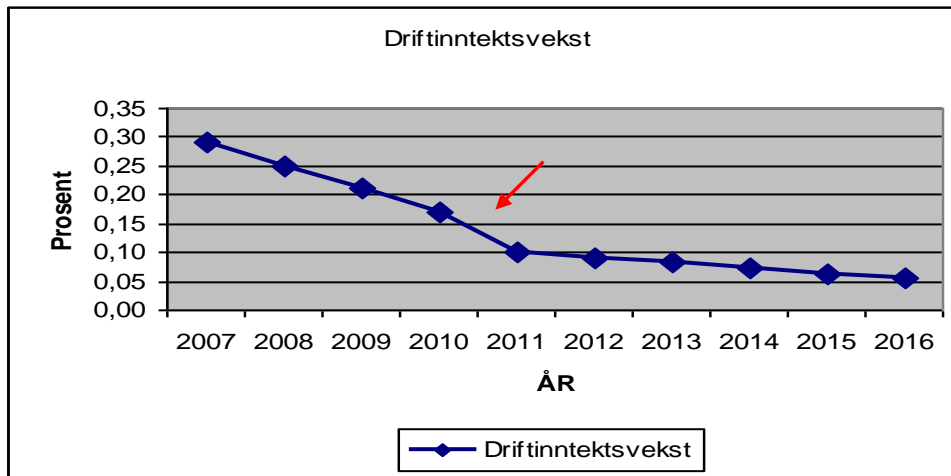
For å estimere den fremtidige utviklingen i driftsinntekter taes det utgangspunkt i driftsinntektsveksten. Under vekstanalysen fant jeg at  $div_{2006}$  var 14.0 % og gjennomsnittet over analyseperioden var 15.5 %. Som tidligere antatt vil dette snittet sannsynligvis være et pessimistisk mål for kortsiktig driftsinntektsvekst. For å underbygge denne påstanden vil jeg trekke frem Kompletts investeringer i økt kapasitet innen logistikk, ordrehåndtering, utsalgssteder og nyetableringer. Kvartalsrapportering fra selskapet viser at salgsinntektene, som utgjør majoriteten av driftsinntekter, har økt med 29.5 % til og med Q3. Jeg velger derfor å estimere driftsinntektsveksten for 2007 til 29 %

**Tabell 62: Estimerte driftsinntekter**

Budsjetterte Driftsinntekter	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntektsvekst (div)	0,140	0,290	0,250	0,210	0,170	0,100	0,091	0,082	0,073	0,064	0,055
Driftsinntekter (DI) i 1000	2 250	2 903	3 628	4 390	5 136	5 650	6 164	6 670	7 156	7 614	8 033

I mine forutsetninger har jeg forutsatt en forholdsvis høy vekst i driftsinntekter for Komplet. For årene 2007-2010 estimerer jeg en lineært avtakende kurve for driftsinntektsveksten. Fra det jeg antar som et topp år i 2007 vil jeg anta at driftsinntektsveksten vil falle lineært de neste 5 årene. Etter denne 5 års perioden med høy driftsinntektsvekst antar jeg at driftsinntektsveksten vil falle til 10 % i 2011, markert på grafen, for deretter å nærme seg det langsiktige vekstestimatet.

Graf 12: Fremtidig utvikling i driftsinntektsveksten



Antagelsene bygger først å fremst på at Komplett åpner mange nye nettbutikker i flere land i Europa. Komplett vil derfor mest sannsynlig oppleve en relativt høy vekst de nærmeste årene. Etter hvert som Komplett vinner markedsandeler vil konkurranse føre til at salgsveksten avtar. Jeg estimerer reduksjonen i veksten til å inntreffe etter en 5 års periode. Etter denne 5 årsperioden vil salget falle tilbake til en mer normal vekstrate, som igjen vil nærme seg det langsiktige vekstestimatet.

Estimatene er støttet av ”mean reversion” teori, om at salgsvekst rater har en tendens til raskt å avta<sup>47</sup>.

### 15.3 Netto driftseiendeler

For å estimere veksten i netto driftseiendeler brukes omløpet til netto driftseiendel (onde) som verdidriver, med onde her menes onde beregnet fra inngående kapital.  $ONDE_{2006}$  beregnet for inngående kapital er 12.1, og i og med at  $NDE_{2006}$  på 250 038 allerede er gitt kan finne  $ONDE_{2007}$  finnes ved å benytte  $DI_{2007}$  estimatet.  $ONDE_{2007}$  blir dermed 11.6 og dette danner således grunnlaget for fremtidsbudsjetteringen. Som tidligere nevnt er onde et mål på hvor effektive selskapet er. Ved å estimere  $ONDE_t$  og bruke estimert  $DI_t$  kan  $NDE_{t-1}$  finnes.

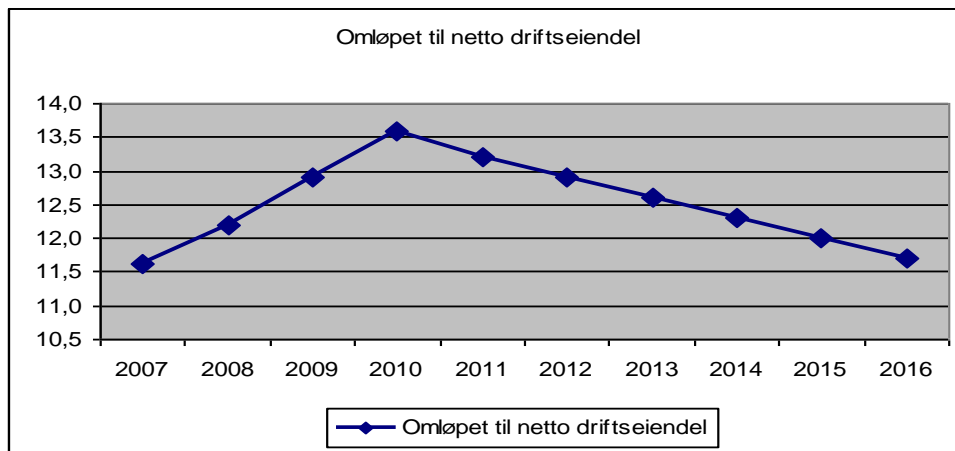
$NDE_{2007}$  er derfor beregnet på grunnlag av  $DI_{2008}$  og  $ONDE_{2008}$ .

<sup>47</sup> Stephen H. Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation, Third edition, p.

**Tabell 63: Estimert netto driftseiendeler**

Budsjettert Netto driftseiendeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter (DI) i 1000	2 250	2 903	3 628	4 390	5 136	5 650	6 164	6 670	7 156	7 614	8 033
Omløpet til netto driftseiendel	12,1	11,6	12,2	12,9	13,6	13,2	12,9	12,6	12,3	12,0	11,7
Netto driftseiendel i 1000	250,04	297,39	340,31	377,67	428,03	477,84	529,33	581,83	634,54	686,6	724,37

I mine estimater forventer jeg økt omløpshastighet og økt effektivitet på kort sikt. Spesielt forventer jeg at effekten av automatisering av varelager vil påvirke onde på kort sikt, og forventer at omløpshastighetene frem mot 2010 vil nærme seg gjennomsnittlig omløpshastighet for analyseperioden, men for deretter å avta lineært. Kompletts forretningsmodell tilsier en høy omløpshastighet og jeg vil derfor forvente at effektiviteten vil være høyere enn andre tradisjonelle selskaper i forbrukerelektronikk bransjen.

**Graf 13:**

## 15.4 Netto driftsresultat

Verdidriveren for netto driftsresultat er netto driftsmargin, ndm. Som nevnt tidligere i den strategiske analysen kjennetegnes markedet av lave marginer. Kompletts går også langt i å antyde at selskapet er beredt på å konkurrere i et marked med lave marginer. Det vil derfor være forventet at bransjen og selskapet vil operere med lave marginer også i fremtiden. Over analyseperioden har Kompletts hatt en vektet ndm på 2.69 %. Fra 2004 til 2006 har driftmarginen økt og kan virke som marginene er på bedring etter bunnåret 2004. Etter ytterligere

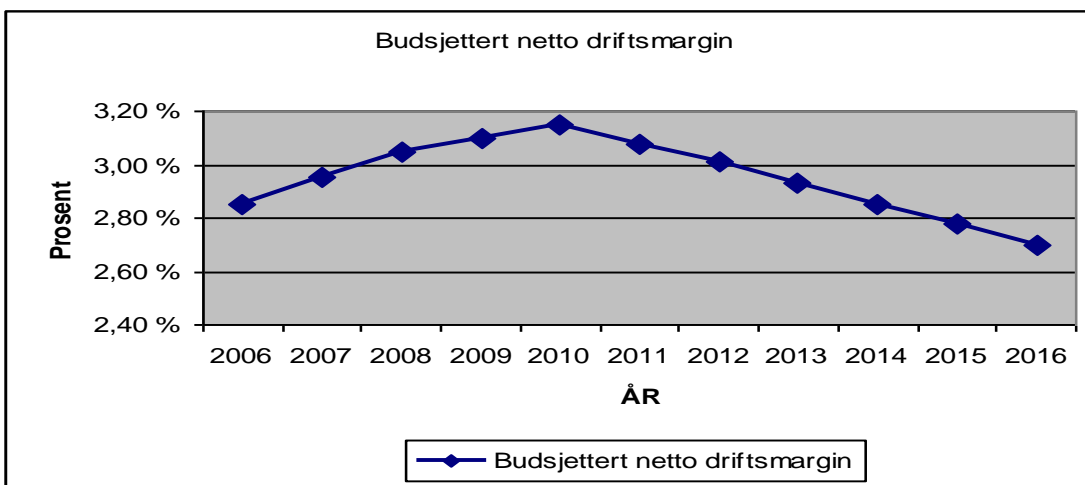
effektiviseringstiltak forventes det en liten bedring i netto driftsmargin på kort sikt. På lengre sikt forventer jeg at høy konkurranse vil presse marginene mot det vektede snittet i perioden.

**Tabell 64: Estimert netto driftsresultat**

Budsjettert Netto driftsresultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter (DI) i 1000	2250	2903	3628	4390	5136	5650	6164	6670	7156	7614	8033
Budsjettert netto driftsmargin	2,85 %	2,95 %	3,05 %	3,10 %	3,15 %	3,08 %	3,01 %	2,93 %	2,85 %	2,78 %	2,70 %
Netto driftsresultat i 1000	64,2	85,6	110,7	136,1	161,8	174,0	185,5	195,4	204,0	211,7	216,9

I mine estimater har jeg antatt en gradvis forbedring i marginene mot mitt kortsiktige mål i 2010, for deretter lineært gå mot periodens gjennomsnitt på ca. 2.7 %.

**Graf 14:**



## 15.5 Finansiell gjeld

Bruker her finansiell gjeldsdekning, fgd som driver for den finansielle gjelden. Finansiell gjeldsdekning er forholdet mellom finansiell gjeld og netto driftseiendeler. Kortsiktig vil jeg forvente at Komplet vil få økt finansiell gjeld. Som diskutert under den strategiske bransjeanalysen forventer jeg sammenslåinger og oppkjøp i bransjen i den nærmeste fremtid. Stordriftsfordelene gjør dette meget aktuelt, og jeg vil derfor forvente at Komplet vil overta noe finansiell gjeld. Historisk har Komplet valgt å ha en stor andel kontanter, og likvide midler. Jeg forventer at Komplet vil redusere dette i fremtiden når selskapet nærmer seg stady state tilstand.

**Tabell 65: Estimert finansiell gjeld**

	Budsjettert finansiell gjeld	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Finansiell gjeldsdel, fgd	0,25	0,28	0,31	0,34	0,37	0,40	0,43	0,46	0,49	0,52	0,55
*	Netto driftseiendel, NDE	250,04	297,39	340,31	377,67	428,03	477,84	529,33	581,83	634,54	686,60	724,37
=	Finansiell gjeld FG	61,93	83,268	105,5	128,41	158,37	191,14	227,61	267,64	310,92	357,03	398,4

I mine estimater antar jeg at den finansielle gjeldsdelen vil øke frem mot horisonten. Generelt vil det ikke være ønskelig for et selskap å sitte på store kontantbeholdninger, men for Komplet, som er i en vekstfase, har ledelsen funnet dette fornuftig. En antagelse om at gjeldsdelen vil øke frem mot horisonten virker derfor fornuftig.

## 15.6 Finansielle eiendeler

Driveren for finansielle eiendeler er den finansielle eiendelsdelen (fed), altså finansielle eiendeler i forhold til netto driftseiendeler. Tradisjonelt har det virket som ledelsen har foretrukket å sitte på finansielle eiendeler for å kunne ha mer frihet til nysatsninger, men fremover ser jeg det som sannsynlig at den finansielle eiendelsdelen blir redusert men at den fremdeles vil være forholdsvis høy. Jeg estimerer fed til å gå mot 0.5 på horisonten.

**Tabell 66: Estimerte finansielle eiendeler**

	Budsjettert finansielle eiendeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Finansiell eiendelsdel, fed	0,617	0,608	0,596	0,584	0,572	0,560	0,548	0,536	0,524	0,512	0,500
*	Netto driftseiendel, NDE	250,04	297,39	340,31	377,67	428,03	477,84	529,33	581,83	634,54	686,60	724,37
=	Finansielle eiendeler	154,21	180,81	202,83	220,56	244,83	267,59	290,07	311,86	332,5	351,54	362,18

Som gir følgende budsjettert netto finansiell gjeld frem mot horisonten.

**Tabell 67: Estimert netto finansiell gjeld**

	Budsjettert netto finansiell gjeld	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Finansiell gjeld FG	61,93	83,268	105,5	128,41	158,37	191,14	227,61	267,64	310,92	357,03	398,4
-	Finansielle eiendeler	154,21	180,81	202,83	220,56	244,83	267,59	290,07	311,86	332,5	351,54	362,18
=	Netto finansiell gjeld	-92,3	-97,5	-97,3	-92,2	-86,5	-76,5	-62,5	-44,2	-21,6	5,5	36,2

Etter disse estimatene vil Komplet få netto finansiell gjeld i 2015. Som nevnt tidligere er estimater usikre tall, og det er viktig å få frem at det er høy grad av usikkerhet forbundet med

disse estimatene. Estimatene er likevel de beste antagelser jeg tar med utgangspunkt i den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

## 15.7 Netto finanskostnad

For å estimere netto finanskostnad benyttes finansiell gjeldsrente, (fgr). Den finansielle gjeldsrenten er nettofinanskostnader i forhold til den finansielle gjelden. Som grunnlag for estimatene beregner jeg først den historiske gjeldsrenten, som vi ser har det vektete snittet over analyseperioden vært 6.04 %.

**Tabell 68: Historisk gjelds- og eiendelsrente**

Historisk gjeld- og eiendelsrente	2002	2003	2004	2005	2006	V.2002-2006
Finansiell gjeldsrente	5,60 %	7,94 %	6,46 %	4,72 %	6,59 %	6,04 %
Finansiell eiendelsrente	3,39 %	2,84 %	1,31 %	2,36 %	3,31 %	2,59 %
Finansielt gjeldskrav (fgk)	5,38 %	3,35 %	2,05 %	2,19 %	2,78 %	3,15 %
Finansielt eiendelskrav	4,64 %	2,75 %	1,33 %	1,46 %	2,06 %	2,44 %

I mine videre estimater, vil jeg anta at den finansielle gjeldsrenten er lik det finansielle gjeldskravet. Jeg antar altså at bokført verdi er lik virkelig verdi. Jeg får da følgende fremskrevet gjeldskrav (tilsvarende tabell 84):

**Tabell 69: Finansielt gjeldskrav**

Finansielt gjeldskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,037	0,036	0,035	0,034	0,033	0,032	0,032
+ Finansiell gjeldsbeta (INV/FG)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,063	0,115	0,157	0,192	0,222	0,245	0,245
* Markedets risikopremie	0,067	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Kreditrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Finansielt gjeldskrav	0,026	0,041	0,044	0,044	0,043	0,045	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049

Som jeg benytter til å finne netto finanskostnad.

**Tabell 70: Estimert netto finanskostnad**

Budsjettert finanskostnad	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsrente, fgr	0,066	0,041	0,044	0,044	0,043	0,046	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
* Finansiell gjeld, FG i 1000	61,93	83,25	105,47	128,38	158,34	191,09	227,56	267,58	310,86	356,96	398,32	420,22
= Netto finanskostnad i mill	4,08	3,39	4,63	5,64	6,80	8,77	10,84	13,02	15,28	17,55	19,61	20,68

## 15.8 Netto finansinntekt

På tilsvarende måte som for netto finanskostnader, benyttes her finansiell eiendelsrente (fer), som driver for netto finansinntekt. Finansiell eiendelsrente er nettofinansinntekt i forhold til finansielle eiendeler. Med de samme forutsetninger som under netto finanskostnader, forutsettes det den finansielle eiendelsrenten følger det finansielle eiendelskravet. Historisk analyse indikerer at det finansielle eiendelskravet er et godt estimat på den finansielle eiendelsrenten.

Tabell 71

	Finansielt eiendelskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Kontant krav	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,037	0,036	0,035	0,034	0,033	0,032	0,032
*	Kontantvekt	0,999	0,996	0,993	0,990	0,987	0,939	0,891	0,844	0,796	0,748	0,700	0,700
+	Finansielt fordringskrav	0,026	0,041	0,044	0,044	0,043	0,046	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
*	Finansiell fordringsvekt	0,001	0,004	0,007	0,010	0,013	0,016	0,019	0,021	0,024	0,027	0,030	0,030
+	Investeringskrav	0,088	0,101	0,102	0,100	0,097	0,094	0,091	0,088	0,085	0,082	0,080	0,080
*	Investeringsvekt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,045	0,090	0,135	0,180	0,225	0,270	0,270
=	Finansielt eiendelskrav	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,040	0,041	0,043	0,044	0,045	0,046	0,046

Finansielt eiendelskrav blir så brukt til å finne fremtidig netto finansinntekt.

Tabell 72:

	Budsjettert finansinntekt	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Finansiell eiendelsrente, fer	0,033	0,036	0,039	0,039	0,038	0,040	0,041	0,043	0,044	0,045	0,046	0,046
*	Finansielle eiendeler i mill.	154,2	180,8	202,8	220,5	244,8	267,5	290,0	311,8	332,4	351,5	362,1	382,0
=	Netto finansinntekt i mill.	5,1	6,4	7,9	8,6	9,3	10,7	12,0	13,3	14,6	15,7	16,6	17,5

Som gir følgende finansresultat:

Tabell 73:

	Budsjettert finansresultat	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Netto finansinntekt i mill.	5,1	6,4	7,9	8,6	9,3	10,7	12,0	13,3	14,6	15,7	16,6	17,5
-	Netto finanskostnad i mill	4,1	3,4	4,6	5,6	6,8	8,8	10,8	13,0	15,3	17,6	19,6	20,7
=	Netto finansresultat	1,0	3,1	3,3	2,9	2,5	1,9	1,2	0,3	-0,7	-1,8	-3,0	-3,2

## 15.9 Oppsummering av fremtidsbudsjettet

Ved å estimere driverne for de enkelte budsjettpostene som gjort ovenfor kan jeg nå budsjettere fremtidig resultat-, balanse- og kontantstrøm-regnskap.

Tabell 74

Fremtidsresultat i millioner	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter, DI	2249,5	2901,9	3627,3	4389,1	5135,2	5648,8	6162,8	6668,1	7154,9	7612,8	8031,5	8473,3
Netto driftsresultat, NDR	64,2	85,6	110,6	136,1	161,8	174,0	185,5	195,4	203,9	211,6	216,9	228,8
+ Netto finansinntekt, NFI	5,1	6,4	7,9	8,6	9,3	10,7	12,0	13,3	14,6	15,7	16,6	17,5
= Nettoresultat til sysselsatt kapital, NRS	69,3	92,1	118,5	144,6	171,1	184,7	197,5	208,7	218,5	227,4	233,5	246,3
- Netto finanskostnad, NFK	4,1	3,4	4,6	5,6	6,8	8,8	10,8	13,0	15,3	17,6	19,6	20,7
= Nettoresultat til egenkapital, NRE	65,2	88,7	113,9	139,0	164,3	175,9	186,7	195,7	203,2	209,8	213,9	225,6
+ Unormalt netto driftsresultat, UNDR	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Unormalt netto finansresultat, UNFR	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen, FNRE	68,2	88,7	113,9	139,0	164,3	175,9	186,7	195,7	203,2	209,8	213,9	225,6
- Fri kontantstrøm til EK, FKE	-16,2	-36,1	-71,2	-106,8	-119,6	-136,1	-149,2	-161,4	-173,1	-184,8	-206,8	-187,8
= Endring i EK	52,0	52,5	42,7	32,2	44,7	39,8	37,5	34,2	30,1	25,0	7,0	37,8

Tabell 75

Budsjettet Balanse Sysselsatt kapital	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftseiendeler	250,04	297,32	340,24	377,59	427,94	477,74	529,22	581,70	634,40	686,46	724,21	764,04
+ Finansielle eiendeler	154,21	180,77	202,78	220,51	244,78	267,53	290,01	311,79	332,43	351,47	362,11	382,02
= Sysselsatte eiendeler	404,25	478,10	543,02	598,10	672,72	745,27	819,23	893,49	966,83	1037,92	1086,32	1146,06
Egenkapital	342,32	394,85	437,55	469,72	514,38	554,17	591,67	625,91	655,97	680,96	688,00	725,84
+ Finansiell gjeld	61,93	83,25	105,47	128,38	158,34	191,09	227,56	267,58	310,86	356,96	398,32	420,22
= Sysselsatt kapital	404,25	478,10	543,02	598,10	672,72	745,27	819,23	893,49	966,83	1037,92	1086,32	1146,06

Tabell 76

Budsjettet kontantstrøm	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat, NDR	64,18	85,61	110,63	136,06	161,76	173,98	185,50	195,38	203,92	211,64	216,85	228,78
+ Unormalt netto driftsresultat, UNDR	2,49	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Endring i netto driftseiendel, ΔNDE	63,94	47,29	42,92	37,35	50,35	49,80	51,48	52,48	52,70	52,05	37,76	39,83
= Fri kontantstrøm fra drift, FKD	2,73	38,32	67,72	98,71	111,41	124,18	134,02	142,89	151,21	159,58	179,10	188,95
+ Netto finansinntekt, NFI	5,11	6,45	7,89	8,58	9,30	10,69	12,02	13,32	14,57	15,72	16,61	17,52
- Endring i finansielle eiendeler, ΔFE	-12,43	26,56	22,01	17,73	24,27	22,75	22,48	21,78	20,64	19,04	10,64	19,92
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, FKSSK	20,27	18,21	53,60	89,56	96,44	112,12	123,56	134,44	145,15	156,27	185,06	186,55
- Netto finanskostnader, NFK	4,08	3,39	4,63	5,64	6,80	8,77	10,84	13,02	15,28	17,55	19,61	20,68
+ Endring i finansiell gjeld, ΔFG	0,00	21,32	22,22	22,91	29,96	32,76	36,47	40,02	43,28	46,10	41,36	21,91
= Fri kontantstrøm til EK, FKE	16,18	36,14	71,19	106,83	119,60	136,11	149,19	161,43	173,15	184,81	206,82	187,78
= Netto betalt utbytte, NBU	16,18	36,14	71,19	106,83	119,60	136,11	149,19	161,43	173,15	184,81	206,82	187,78



---

## 16 Estimering av fremtidige avkastningskrav

For å kunne verdsette fremtidige kapitaler, må krav for de enkelte kapitalene fremskrives.

### 16.1 Fremtidige egenkapitalkrav

Som vist under analysen av det historiske egenkapitalkravet, avhenger det fremtidige EK-kravet av utviklingen i den risikofrie renten, beta til egenkapitalen, markedets risikopremie samt likviditetspremien.

#### 16.1.1 Risikofri rente

Som vist i tidligere beregninger er risikofrirente beregnet ut ifra 3 M NIBOR rente, i mine estimerer regner jeg med en 3 M NIBOR rente i 2007, 2008 og 2009 på henholdsvis 5.5 %, 6.0% og 6.0 % for så å flate ut mot horisonten på 5.0 %. Risikofrie renten er her presentert med fratrukk for 10% risikopremie og etter skatt.

Tabell 77

Risikofri rente	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Nibor-rente, 3 måneder	0,032	0,055	0,060	0,060	0,059	0,058	0,056	0,055	0,053	0,052	0,050	0,050
Risikopremie	0,003	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
<b>Risikofri rente før skatt</b>	0,029	0,050	0,054	0,054	0,053	0,052	0,050	0,049	0,048	0,046	0,045	0,045
28% skatt	0,008	0,014	0,015	0,015	0,015	0,014	0,014	0,014	0,013	0,013	0,013	0,013
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,037	0,036	0,035	0,034	0,033	0,032	0,032

#### 16.1.2 Beta til Egenkapitalen

For å beregne fremtidig beta av egenkapitalen til Komplet, forutsettes det at Miller & Modigliani, ”proposition 1” holder. Altså at verdien av et selskap ikke avhenger av dets finansiering. Da vil driftsbetaen,  $\beta_{NDK}$ , være konstant i fremtiden. Jeg finner så  $\beta_{EK}$  ved å bruke følgende formel:

**Formel 27: Beta til egenkapitalen**

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) \times \frac{NFG}{EK + MI}$$

For Komplet sitt vedkommende utgår MI, som er minoritetsinteresser, men det gjenstår å finne  $\beta_{NDK}$  og  $\beta_{NFG}$ .  $\beta_{NDK}$  er tidligere i oppgaven beregnet til å være 1.34 og denne blir da forutsatt konstant i fremtiden.  $\beta_{NFG}$  er så beregnet gjennom tidligere gitte forutsetninger på følgende måte:

**Tabell 78: Netto finansiell gjeldsbeta**

	Netto finansiell gjeldsbeta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Finansiell gjeldsbeta (INV/FG)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,063	0,115	0,157	0,192	0,222	0,245	0,245
*	Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	0,671	0,854	-1,084	-1,393	-1,832	-2,500	-3,644	-6,053	14,412	65,000	11,000	11,000
-	Finansiell eiendelsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,045	0,090	0,135	0,180	0,225	0,270	0,270
*	Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	1,671	1,854	-2,084	-2,393	-2,832	-3,500	-4,644	-7,053	15,412	64,000	10,000	10,000
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Som gir følgende fremtidig budsjettert EK beta for Komplet når jeg benytter formelen:

**Tabell 79: Estimert fremtidig egenkapital beta**

	Budsjettert EK beta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Beta netto driftskapital, $\beta_{NDK}$	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
	Beta netto finansiell gjeld, $\beta_{NFG}$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
	Netto finansiell gjeld, NFG	-92,28	-97,52	-97,31	-92,13	-86,44	-76,44	-62,45	-44,21	-21,57	5,49	36,21	38,20
	Egenkapital, EK	342,3	394,9	437,5	469,7	514,4	554,2	591,7	625,9	656,0	681,0	688,0	725,8
	Egenkapital beta, $\beta_{EK}$	0,979	1,009	1,042	1,077	1,115	1,155	1,199	1,245	1,296	1,351	1,411	1,411

**16.1.3 Markedets risikopremie**

Fra 1958-2005 har gjennomsnittlig realisert risikopremie på Oslo Børs vært 6.2 %. (BUS 424, plansje 19-22). Jeg synes dette er et høyt estimat på fremtidig risikopremie. Blant annet har verdens kapitalmarkeder betydelig bedre kapitalisering i dag enn tidligere, bedre makroøkonomiske styringsverktøy som reduserer risikoen for høy inflasjon, samt høyere

---

diversifisering blant investorer. Disse faktorene mener jeg har bidratt til at investorer godtar lavere risikopremie, noe som også kan sees på veksten i P/E forholdet<sup>48</sup>. Mitt estimat blir dermed at risikopremien til markedet vil være 4.8 % i fremtiden, estimatet bygger på gjennomsnittlig risikopremie over analyseperioden beregnet ved hjelp av tall fra Kjell Knivsflå som vist i tabell 44.

#### **16.1.4 Illikviditetspremie**

Som nevnt tidligere er Komplet en forholdsvis illikvid aksje, med lav omsetning. Det er vanskelig å forutse hvordan likviditeten i en aksje vil bli i fremtiden, velger derfor å beholde tidligere estimert likviditetspremie på 2 %.

#### **16.1.5 Skatt på utbytte**

En annen faktor som må taes hensyn til ved beregning av egenkapitalkravet er skatt på eventuelt utbytte. Når utbytte blir skattlagt må investor ta høyde for dette når avkastningskravet beregnes. Beregning av et avkastningskrav post utbytteskatt byr på vanskeligheter ettersom den enkelte investor kan ha tilpasset seg forskjellig, og derav betaler forskjellig effektiv utbytteskatt. I tillegg vil selskaper som mottar utbytte ikke måtte betale utbytteskatt. Utbytte for private investorer er igjen fritatt for utbytteskatt så lenge utbytte er under en beregnet skjermingsgrense. Skjermingsgrensen avhenger igjen av rentenivået. Uten at jeg vil gå noe mer inn på diskusjonen av hva en fornuftig effektiv utbytteskattesats vil være estimerer jeg den til å gå mot 5 % på horisonten. Med den begrunnelse at effekten av de nevnte skattebegrensende faktorene vil redusere den effektive utbytteskatten kraftig.

---

<sup>48</sup>Dimson, E., P. R. Marsh og M. Staunton, 2002, Triumph of the Optimists. Princeton University Press

## 16.1.6 Oppsummering Egenkapitalkrav

Fremtidige estimerte krav til egenkapitalen blir da:

Tabell 80

EK kravet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,037	0,036	0,035	0,034	0,033	0,032	0,032
+ Egenkapitalbeta	0,979	1,009	1,042	1,077	1,115	1,155	1,199	1,245	1,296	1,351	1,411	1,411
* Risikopremien til markedet	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= EK krav f/utbytteskatt	0,088	0,104	0,109	0,111	0,111	0,113	0,114	0,115	0,117	0,118	0,120	0,120
/ Effekt av utbytteskatt (1-eus)	1,000	0,995	0,991	0,986	0,982	0,977	0,973	0,968	0,964	0,959	0,954	0,950
= EK krav e/skatt	0,088	0,105	0,110	0,112	0,113	0,115	0,117	0,119	0,121	0,123	0,126	0,126

## 16.2 Fremtidig finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav blir beregnet som vist i tabellen under. Det er verdt å merke seg at fordringene blir her ansett som risikofrie, jeg velger å ikke ta høyde for en risikopremie knyttet til Kompletts fordringer. I årsrapporten til Kompletst står det også at ettersom hvert salg er forholdsvis små, er det lav risiko forbundet med fordringene.

Tabell 81

Finansiell eiendelsbeta	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kontant beta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontant vekt (KON/FE)	0,999	0,996	0,993	0,990	0,987	0,939	0,891	0,844	0,796	0,748	0,700	0,700
+ Fordringsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Fordringsvekt (FOR/FE)	0,001	0,004	0,007	0,010	0,013	0,016	0,019	0,021	0,024	0,027	0,030	0,030
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,045	0,090	0,135	0,180	0,225	0,270	0,270
= Finansiell eiendelsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,045	0,090	0,135	0,180	0,225	0,270	0,270

Tabell 82

Finansielt eiendelskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,037	0,036	0,035	0,034	0,033	0,032	0,032
+ Finansiell eiendelsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,045	0,090	0,135	0,180	0,225	0,270	0,270
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansielt eiendelskrav	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,039	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,045

Avkastningskravet til de finansielle eiendelene stiger mot horisonten, årsaken er først at den risikofrie renten stiger, men når vi nærmer oss horisonten er det Kompletts andel av investeringer som gir et høyere krav.

### 16.3 Fremtidig finansielt gjeldskrav

For å beregne det finansielle gjeldskravet gjennomføres først en syntetisk rating basert på fremtidig budsjettert netto driftsrentabilitet (ndr) og egenkapitalprosenten (ekp) i forhold til sysselsatt kapital. I min fremføring har jeg ikke valgt å fremføre driftsgjelden spesielt slik at den beregnede ekp vil være overvurdert, ettersom  $TK = SSK + DG$ .

**Tabell 83: Syntetisk rating**

Syntetisk Rating	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ndr	0,35	0,37	0,42	0,47	0,50	0,48	0,45	0,43	0,40	0,38	0,36	0,36
ekp ift SSK	0,85	0,83	0,81	0,79	0,76	0,74	0,72	0,70	0,68	0,66	0,63	0,63
Rating ndr	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Rating ekp	AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Gj. Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Kreditrisikopremie e/skatt	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

**Tabell 84: Estimert finansielt gjeldskrav**

Finansielt gjeldskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,037	0,036	0,035	0,034	0,033	0,032	0,032
+ Finansiell gjeldsbeta (INV/FG)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,063	0,115	0,157	0,192	0,222	0,245	0,245
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Kreditrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Finansielt gjeldskrav	0,026	0,041	0,044	0,044	0,043	0,045	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049

## 16.4 Fremtidig netto gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir beregnet som vist under, hvor det finansielle gjeldskravet og finansielle eiendelskravet blir vektet i forhold til hverandre.

Tabell 85: Estimert netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansielt gjeldskrav	0,026	0,041	0,044	0,044	0,043	0,045	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
* Finansiell gjeldsvekt	0,287	0,315	0,342	0,368	0,393	0,417	0,440	0,462	0,483	0,504	0,524	0,524
- Finansielt eiendelskrav	0,021	0,036	0,039	0,039	0,038	0,039	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,045
* Finansiell eiendelsvekt	0,713	0,685	0,658	0,632	0,607	0,583	0,560	0,538	0,517	0,496	0,476	0,476
= Netto finansielt gjeldskrav	-0,007	-0,012	-0,011	-0,008	-0,006	-0,004	-0,002	0,000	0,001	0,003	0,004	0,004

## 16.5 Fremtidig netto driftskrav

Netto driftskapital består av EK + FG – FE, altså egenkapital pluss netto finansiell gjeld. Netto driftskravet blir dermed det vektete kravet mellom egenkapitalen og netto finansielt gjeldskrav.

Tabell 86: Estimert netto driftskrav

Netto driftskrav	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalkrav	0,088	0,105	0,110	0,112	0,113	0,115	0,117	0,119	0,121	0,123	0,126	0,126
* Egenkapitalvekt	1,369	1,328	1,286	1,244	1,202	1,160	1,118	1,076	1,034	0,992	0,950	0,950
+ Netto finansielt gjeldskrav	-0,007	-0,012	-0,011	-0,008	-0,006	-0,004	-0,002	0,000	0,001	0,003	0,004	0,004
* Netto finansiell gjeldsvekt	-0,369	-0,328	-0,286	-0,244	-0,202	-0,160	-0,118	-0,076	-0,034	0,008	0,050	0,050
= Netto driftskrav	0,123	0,143	0,144	0,142	0,138	0,134	0,131	0,128	0,125	0,122	0,120	0,120

Ettersom Komplett har negativ netto finansiell gjeld for det meste av perioden samt negativ finansielt gjeldskrav, vil netto driftskravet være høyere enn egenkapitalkravet helt til Komplett får netto finansiell gjeld i 2015.

## 16.6 Fremtidig sysselsatt kapitalkrav

Sysselsatt kapital er EK + FG, det sysselsatte kapitalkravet er derfor det vektete avkastningskravet mellom egenkapitalkravet og det finansielle gjeldskravet. Beregning er vist i tabellen under.

Tabell 87: Sysselsattkapital kravet

SSK kravet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital krav	0,088	0,105	0,110	0,112	0,113	0,115	0,117	0,119	0,121	0,123	0,126	0,126
* Egenkapitalvekt	0,847	0,826	0,806	0,785	0,765	0,744	0,722	0,701	0,678	0,656	0,633	0,633
+ Finansielt gjeldskrav	0,026	0,041	0,044	0,044	0,043	0,045	0,047	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
* Finansiell gjeldsvekt	0,153	0,174	0,194	0,215	0,235	0,256	0,278	0,299	0,322	0,344	0,367	0,367
= SSK krav	0,078	0,093	0,097	0,097	0,097	0,097	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098	0,098

## 16.7 Oppsummering av estimerte avkastningskrav

Jeg har nå budsjettert fremtidige verdidrivere hvert enkelt år for Komplet ASA frem til horisonten, altså da jeg anser Komplet for å være i ”steady state”. Etter horisonten forventes en konstant vekst. De budsjetterte verdidriverne har gitt meg estimater på fremtidige kapitaler og resultatenheter for Komplet og jeg kan nå gjennomføre en verdsettelse av Komplet.

Tabell 88: Fremtidig estimert superprofitt

Fremtidig budsjettert superprofitt	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalrentabilitet	0,230	0,273	0,317	0,362	0,401	0,394	0,389	0,383	0,377	0,372	0,370	0,380
Egenkapitalkravet	0,088	0,105	0,110	0,112	0,113	0,115	0,117	0,119	0,121	0,123	0,126	0,126
Superprofitt	0,142	0,169	0,207	0,250	0,287	0,279	0,272	0,264	0,256	0,249	0,244	0,253

Som vist vil Komplet ha en høy superprofitt dersom mine vekstanslag slår til. Igjen er det verdt å merke seg usikkerheten knyttet til estimatene, andre estimater vil gi andre resultater og en annen verddivurdering. Jeg syntes likevel mine estimater er det beste anslaget på nåværende tidspunkt.

---

## 17 Verdsettelse

Som påpekt tidligere finnes det flere metoder for å verdsette et selskap. Disse metodene bør sees på som komplementære metoder og hver metode har sine fordeler og ulemper som tidligere diskutert. Jeg valgte å gjennomføre en fundamental analyse av Komplett og derigjennom gjennomføre en fundamental verdsettelse av selskapet.

Ved fundamental verdsettelse finnes flere alternative fremgangsmåter for å beregne verdien av selskapet. Jeg har forsøkt å illustrere dette under:

### **EK-metoden**

- *NBU-modell*
- *FKE-modell*
- *SPE-modell*
- *$\Delta$ SPE-modell*

### **TK-metoden**

- *SSK-modell*
  - *FKS-modell*
  - *SPS-modell*
  - *$\Delta$ SPS-modell*
- *NDK-modell*
  - *FKD-modell*
  - *SPD-modell*
  - *$\Delta$ SPD-modell*



Det skilles hovedsaklig mellom egenkapital metoden (EK-metoden) og totalkapitalmetoden (TK-metoden). Med TK menes her den aktuelle kapitalen vi analyserer. Metoden omtales også som selskapskapitalmetoden. Tidligere er sysselsatt kapital og netto driftskapital estimert, og det blir derfor fokusert på disse kapitalene.

## 17.1 EK-metoden

Egenkapital metoden beregner verdien av egenkapitalen direkte, enten ved å fokusere på netto betalt utbytte (NBU), fri kontantstrøm til egenkapital (FKE), superprofitt for egenkapital (SPE) eller endring i superprofitt til egenkapitalen ( $\Delta$ SPE).

Når det gjelder EK-metoden velger jeg å fokusere på FKE-modellen og SPE-modellen.

### 17.1.1 FKE-modellen

Ettersom jeg har forutsatt 0 i unormalt resultat og at fri kontantstrøm til egenkapital blir betalt ut som utbytte, vil FKE-modellen tilsvare NBU-modellen.

**Formel 28: Verdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen**

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ek_{T+1} - ek_{v_{T+1}})}$$

Det første leddet er summen av nåverdien for estimert fremtidig NBU. Det andre leddet er den neddiskonterte nåverdien av forventet verdi av egenkapitalen på tidspunkt T.

**Tabell 89: Verdsettelse ved bruk av FKE-modellen**

Fri Kontantstrøm modell i mill.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FKE		36,14	71,19	106,83	119,60	136,11	149,19	161,43	173,15	184,81	206,82	187,78
/ Diskonteringsfaktor		1,105	1,226	1,363	1,518	1,693	1,891	2,116	2,372	2,665	3,000	
= Nåverdi av FKE	694,78	32,72	58,07	78,36	78,78	80,39	78,88	76,29	72,99	69,36	68,94	
Horisontverdi i 2016											2628,64	
+ Nåverdi av horisontverdien	876,28											
= Estimert verdi av EK	1571,06											
= Estimert aksjeverdi	130,29											
Antall aksjer i tusen	12058											
Utestående i tusen	12058											

## 17.1.2 SPE-modellen

**Formel 29: Verdiberegning ved bruk av SPE-modellen**

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

Her verdsettes egenkapitalen med grunnlag i bokført egenkapitalverdi på verdsettelses tidspunktet, pluss summen av nåverdiene til fremtidig estimert superprofitt og til slutt legges nåverdien av horisontverdien til.

**Tabell 90: Verdsettelse ved bruk av SPE-modellen**

Superprofitt til EK modell i mill.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Superprofitt i %		15,45 %	17,86 %	20,56 %	23,62 %	22,66 %	21,98 %	21,18 %	20,37 %	19,66 %	18,82 %	20,15 %
* Inngående EK		342,32	394,85	437,55	469,72	514,38	554,17	591,67	625,91	655,97	680,96	688,00
= Superprofitt		52,88	70,50	89,95	110,95	116,58	121,83	125,34	127,50	128,95	128,17	138,63
/ Diskonteringsfaktor		1,105	1,226	1,363	1,518	1,693	1,891	2,116	2,372	2,665	3,000	
= Nåverdi av SPE	581,81	47,87	57,51	65,98	73,08	68,85	64,42	59,23	53,75	48,40	42,73	
Horisontverdi i 2016											1940,64	
Nåverdi av horisontverdi	646,93											
Balanseført EK	342,32											
Estimert verdi av EK	1571,06											
Estimert aksjeverdi	130,29											
Antall aksjer i tusen	12058											
Utestående i tusen	12058											

Den estimerte aksjeverdien er lik for begge modellene. Når jeg benytter EK-metodene for å beregne verdi av EK, vil resultatene bli de samme. Som vi skal se vil resultatene ved bruk av TK-metodene skille seg fra de vi finner ved bruk av EK-metodene.

## 17.2 TK-metoden

Med totalkapitalen menes her den selskapskapitalen som analyseres. Jeg vil gjennomføre verdsettelse basert på sysselsatt kapital (SSK) og netto driftskapital, (NDK).

### 17.2.1 FKS-modellen

**Formel 30: Verdi av fri kontantstrøm til sysselsatt kapital**

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + ssk_1) \times \dots \times (1 + ssk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + ssk_1) \times \dots \times (1 + ssk_T) \times (ssk_{T+1} - skv_{T+1})} - FG_0$$

Her fremkommer verdien av EK som nåverdien av fremtidig estimert fri kontantstrøm til sysselsatt kapital pluss nåverdien av horisontleddet. Jeg finner da verdien av den sysselsatte kapitalen, og trekker jeg fra den finansielle gjelden og finner verdien av egenkapitalen.

**Tabell 91: Verdsettelse ved bruk av FKS-modellen**

Fri kontantstrøm til SSK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FKS		18,21	53,60	89,56	96,44	112,12	123,56	134,44	145,15	156,27	185,06	186,55
/ Diskonteringsfaktor		1,093	1,200	1,317	1,444	1,585	1,739	1,909	2,096	2,300	2,525	
= Nåverdi av FKS	618,85	16,65	44,68	68,03	66,79	70,75	71,04	70,42	69,27	67,93	73,29	
Horisontverdi i 2016											4326,04	
+ Nåverdi av horisontverdien	1713,17											
= Estimert verdi av SSK	2332,02											
- Finansiell gjeld	61,93											
= Estimert verdi av EK	2270,09											
= Estimert aksjeverdi	188,26											
Antall aksjer i tusen	12058											
Utestående i tusen	12058											

Ved bruk av TK-metoden verdsettes aksjen til 188.26 kr, noe som er betydelig høyere enn ved EK-metoden.

## 17.2.2 SPS-modellen

Formel 31: Verdiberegning ved SPS-modellen

$$VEK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ssk_t - sst_t) \times SSK_{t-1}}{(1 + ssk_1) \times \dots \times (1 + ssk_t)} + \frac{SPS_{T+1}}{(1 + ssk_1) \times \dots \times (1 + ssk_T) \times (ssk_{T+1} - skv_{T+1})} - FG_0$$

Verdien av egenkapitalen fremkommer som bokført verdi av sysselsatt kapital på verdsettelsestidspunktet, pluss summen av nåverdi av fremtidig estimert superprofitt til sysselsatt kapital, hvor superprofitten fremkommer som differansen mellom sysselsattkapital kravet og budsjettert sysselsatt rentabilitet multiplisert med inngående sysselsatt kapital. Rentabiliteten til sysselsatt kapital er her regnet på inngående kapital og ikke på gjennomsnittlig kapital som jeg presenterte før. Jeg legger så til nåverdien av horisontverdien og trekker fra for finansiell gjeld.

Tabell 92

	Superprofitt til SSK modell	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	Superprofitt i %		13,43 %	15,08 %	16,89 %	18,91 %	17,71 %	16,75 %	15,71 %	14,68 %	13,74 %	12,72 %	12,86 %
*	Inngående SSK		404,25	478,10	543,02	598,10	672,72	745,27	819,23	893,49	966,83	1037,92	1086,32
=	SPS		54,28	72,11	91,71	113,11	119,16	124,84	128,72	131,19	132,87	132,01	139,71
/	Diskonteringsfaktor		1,093	1,200	1,317	1,444	1,585	1,739	1,909	2,096	2,300	2,525	
=	Nåverdi av SPS	644,80	49,65	60,11	69,66	78,33	75,20	71,78	67,43	62,61	57,76	52,28	
	Horisontverdi i 2016											3239,72	
+	Nåverdi av horisontverdi	1282,97											
+	Balanseført SSK	404,25											
=	Estimert verdi av SSK	2332,02											
-	Finansiell gjeld	61,93											
=	Estimert verdi av EK	2270,09											
=	Estimert aksjeverdi	188,26											
	Antall aksjer i tusen	12058											
	Utestående i tusen	12058											

Denne modellen verdsetter aksjen til 188.26 kr, det samme som FKS-modellen gav.

### 17.2.3 FKD-modellen

Formel 32: Verdi av fri kontantstrøm fra drift

$$VEK = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+ndk_1) \times \dots \times (1+ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+ndk_1) \times \dots \times (1+ndk_T) \times (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0$$

Fremgangsmåten er tilsvarende FKE-modellen, men her fokuseres det på fri kontantstrøm fra drift og må derfor bruke tilhørende netto driftskrav og netto driftsvekst.

Tabell 93: Verdsettelse ved bruk av FKD-modellen

	Fri kontantstrøm fra drift i mill.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	FKD		38,32	67,72	98,71	111,41	124,18	134,02	142,89	151,21	159,58	179,10	188,95
/	Diskonteringsfaktor		1,143	1,308	1,493	1,698	1,926	2,179	2,458	2,765	3,103	3,475	
=	Nåverdi av FKD	558,84	33,54	51,79	66,13	65,61	64,46	61,51	58,14	54,69	51,43	51,54	
	Horisontverdi i 2016												2892,55
+	Nåverdi av horisontverdien	832,472											
=	Estimert verdi av SSK	1391,32											
-	Finansiell gjeld	-92,28											
=	Estimert verdi av EK	1483,60											
=	Estimert aksjeverdi	123,04											
	Antall aksjer i tusen	12058											
	Utestående i tusen	12058											

Ved å benytte FKD-modellen får jeg en estimert aksjeverdi på 123.04 kr. En verdsettelse med fokus på driften til Komplet ASA gir dermed det laveste verdiesimatet. Jeg vil nå beregne aksjeverdien ved hjelp av superprofitt fra drift modellen (SPD-modellen) for å kontrollere resultatet.

## 17.2.4 SPD-modellen

Formel 33: Verdiberegning ved bruk av SPD-modellen

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) \times NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) \times NDK_T}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_T) \times (ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0$$

Verdien fremkommer her som bokført verdi av driftskapitalen på verdsettelsestidspunktet pluss estimert meravkastning fra drift diskontert med driftskravet, pluss nåverdien av horisontleddet. Jeg finner da estimert verdi av netto driftskapital, NDK og trekker fra for netto finansiell gjeld for å finne verdien av egenkapitalen.

Tabell 94: Verdsettelse ved bruk av SPD-modellen

	Superprofitt fra drift	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	SPD i %		19,97 %	22,78 %	25,84 %	29,07 %	27,21 %	25,72 %	24,12 %	22,55 %	21,13 %	19,62 %	19,56 %
*	Inngående NDK		250,04	297,32	340,24	377,59	427,94	477,74	529,22	581,70	634,40	686,46	724,21
=	SPD		49,94	67,72	87,91	109,78	116,45	122,88	127,67	131,19	134,05	134,65	141,64
/	Diskonteringsfaktor		1,143	1,308	1,493	1,698	1,926	2,179	2,458	2,765	3,103	3,475	
=	Nåverdi av SPD	517,23	43,71	51,79	58,90	64,65	60,45	56,40	51,95	47,45	43,20	38,75	
	Horisontverdi i 2016											2168,34	
+	Nåverdi av horisontverdi	624,045											
+	Balansført NDK	250,04											
=	Estimert verdi av NDK	1391,32											
-	Netto finansiell gjeld	-92,28											
=	Estimert verdi av EK	1483,60											
=	Estimert aksjeverdi	123,04											
	Antall aksjer i tusen	12058											
	Utestående i tusen	12058											

Verdiestimatet ved bruk av SPD-modellen blir tilsvarende som for med FKD-modellen på 123.04kr.

---

## 17.3 Oppsummering av verdsettelsen

Det ble benyttet seks ulike modeller for å verdsette egenkapitalen, modellene gav tre forskjellige estimater på aksjeverdien til selskapet. Jeg har oppsummert funnene i tabellen nedenfor sammen med gjennomsnitt. Årsaken til forskjellen i verdiestimatet ved bruk av EK- og TK-metoden er avkastningskravet som benyttes i verdsettelsen. Avvikene oppstår som følge av bruk av budsjetterte vektorer isteden for virkelige vektorer.

**Tabell 95**

Modell	Estimert aksjeverdi	Estimert verdi av EK
FKE-modell	kr 130,29	kr 1 571 055
SPE-modell	kr 130,29	kr 1 571 055
FKS-modell	kr 188,26	kr 2 270 090
SPS-modell	kr 188,26	kr 2 270 090
FKD-modell	kr 123,04	kr 1 483 596
SPD-modell	kr 123,04	kr 1 483 596
Aritmetisk gjennomsnitt	kr 147,20	kr 1 774 914
Median	kr 130,29	kr 1 571 055
Geometrisk gjennomsnitt	kr 144,51	kr 1 742 543

Det aritmetiske gjennomsnittet til estimatene er 147.20 kr, median estimatet 130.29 kr og det geometriske snittet 144.51 kr. Siden det er såpass stor forskjell i verdiestimatene velger jeg å benytte det geometriske snittet. Mitt anslag på verdien på egenkapitalen blir derfor 1 742 543 000 kr som gir en aksjeverdi på 144.51 kr.

Det er forbundet risiko med estimatene og risikoen øker når vi beveger oss fremover i tid. Jeg vil derfor gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvordan verdsettelsen av selskapet blir når jeg endrer viktige nøkkeltall.

---

## 18 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse er analyse av hvordan resultatet, her aksjeverdien, endres ved justering av nøkkelfaktorer i estimatene. Den estimerte aksjeverdien er usikker og endringer i estimatene vil ha innvirkning på den estimerte aksjekursen. Noen nøkkeltall har mer innvirkning på aksjekursen enn andre. I det følgende vil sensitiviteten av de nøkkeltall jeg mener er av størst betydning bli analysert. I analysen vil endringer bli gjort på horisonten og for et enkeltår, her velges å se på hvilke innvirkning endring i 2007 estimatene har å si for verdsettelsen. I utredningen begrenses sensitivitetsanalysen til å se på et avviksår 2007, og avvik i horisont leddet, ettersom en mer omfattende analyse gir for uoversiktlige resultater.

Det kan nevnes at analysen har vist at jo lenger ut i perioden et ”avviksår” oppstår dess mindre effekt får det for verdsettelsen. I tillegg viser den at et enkelt avviksår har begrenset effekt for verdsettelsen av Komplett, mens siden mye av verdiene ligger i horisontleddet vil endringer i horisont estimatene utgjøre en betydelig endring i verdiestimatene.

### 18.1 Driftsinntektsvekst

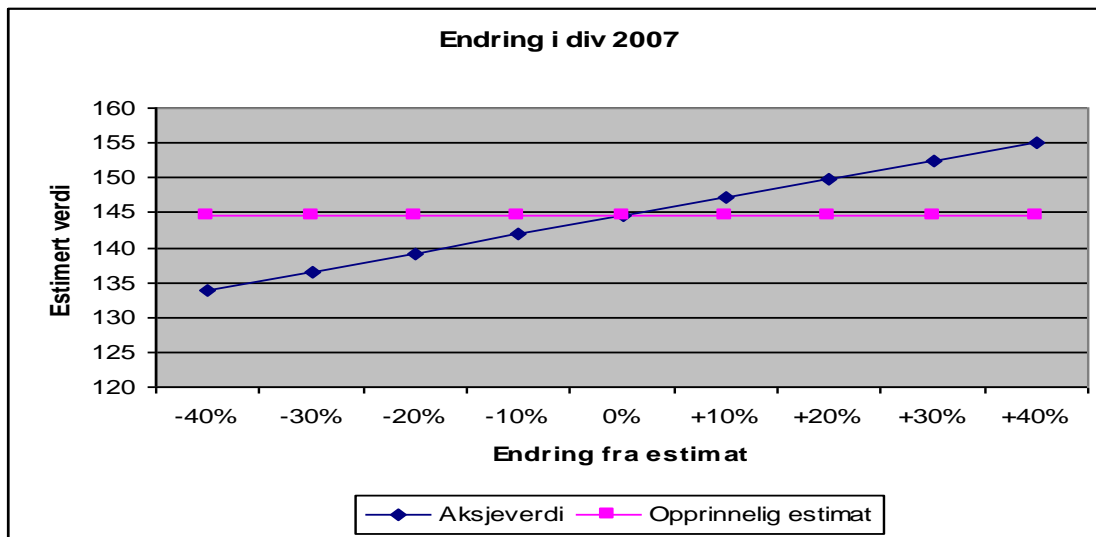
Driftsinntektsveksten for 2007 er estimert til å være 29 %. Jeg har ved analyse av sensitiviteten sett på hvordan verdiestimatet endrer seg når driftsinntektsveksten endrer seg. Som vist er effekten av endring i div lineær og relativ beskjeden. For at aksjeverdien skal stige med ca 10 kr må  $div_{2007}$  øke med rundt 40 %.

Tabell 96:

Endring i div i 2007	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Aksjeverdi	133,87	136,53	139,19	141,85	144,51	147,17	149,84	152,5	155,16



Graf 15: Effekten av endring i div 2007 på estimert aksjeverdi

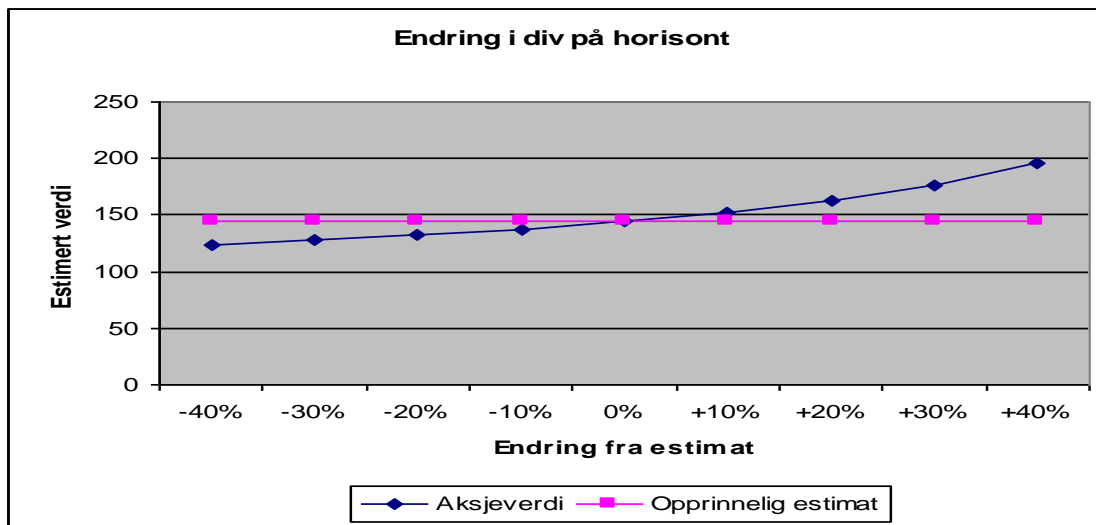


Når det gjelder endringer i estimert div på horisonten vil en reduksjon i div redusere verdiestimatet lineært, mens en økning i div vil ha en nærmest eksponentiell effekt.

Tabell 97

Endring i div horisont	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Aksjeverdi	123,26	127,35	132,12	137,75	144,51	152,8	163,2	176,72	195,11

Graf 16: Effekten av endring i div-horisont på estimert aksjeverdi



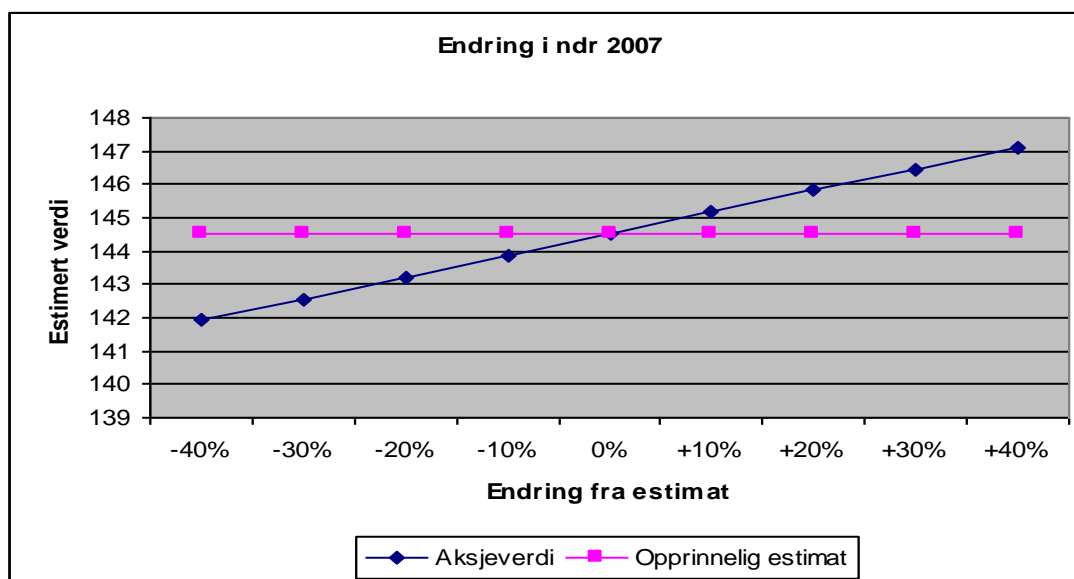
## 18.2 Netto driftsrentabilitet

Tabell 98

Endring i ndr 2007	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Aksjeverdi	141,92	142,57	143,22	143,87	144,51	145,16	145,81	146,45	147,1

Endringer i ndr for 2007 får begrenset virkning på estimert aksjeverdi. Effekten av endringer i ndr er lineær. Jeg estimerte en ndr i 2007 på 2.95 % med bakgrunn i gjennomgående lav rentabilitet i bransjen og selskapet historisk. En økning i ndr på 40 % til ndr = 4.13 % gir en aksjekurs på 147.10 kr.

Graf 17: Effekten av endring i ndr 2007 på estimert aksjeverdi

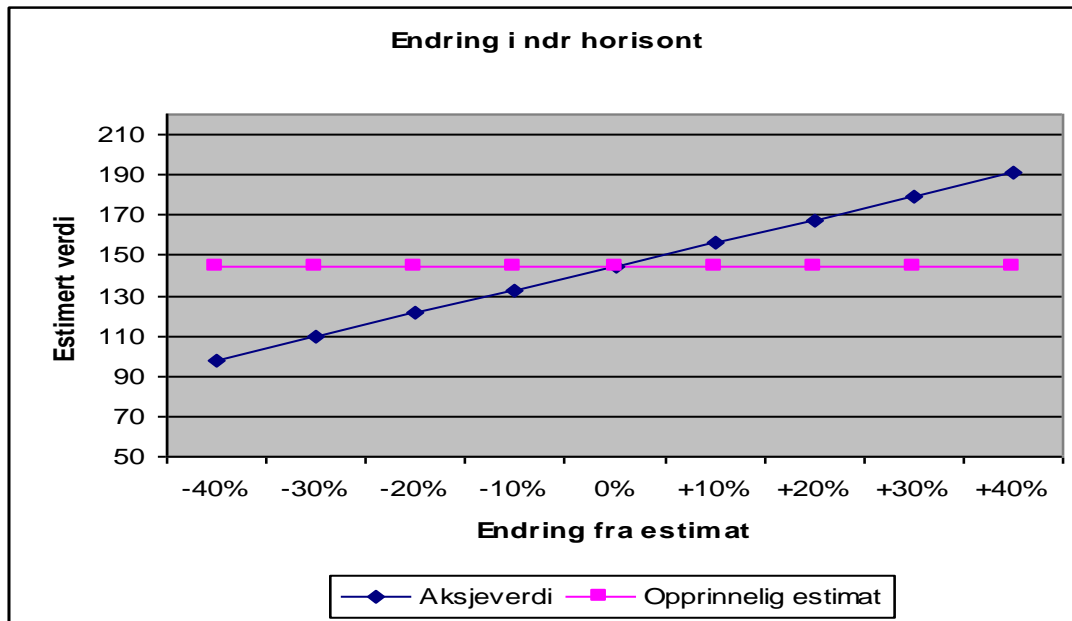


Endres derimot ndr på horisonten vil verdiestimatet bli betydelig endret. En 20 % reduksjon av ndr på horisonten (fra 2.70 % til 2.16 %), vil redusere verdiestimatet per aksje fra 144,51 kr til 121,25 kr.

Tabell 99:

Endring i ndr horisont	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Aksjeverdi	97,844	109,57	121,25	132,89	144,51	156,12	167,7	179,28	190,85

Graf 18: Effekten av endring i ndr-horisont på estimert aksjeverdi



### 18.3 Omløpet til netto driftseiendel

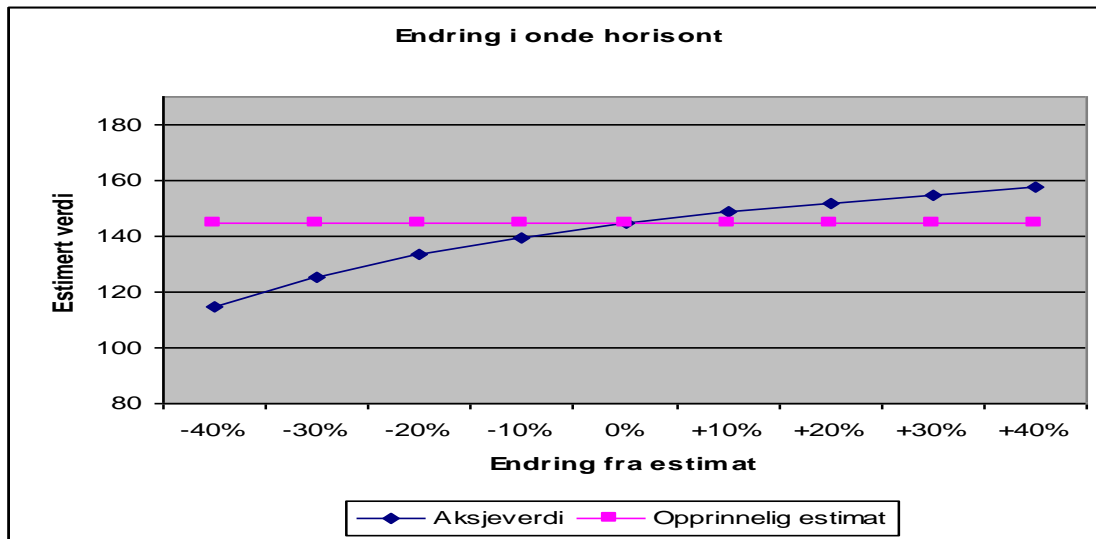
Velger her å se på endring i horisont estimatet for omløpet til netto driftseiendel.

Tabell 100

Endring i onde horisont	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Aksjeverdi	114,45	125,205	133,258	139,513	144,51	148,6	152,01	154,89	157,36

Som vist vil resultatet av en reduksjon i onde påvirke aksjeestimatet mer enn en eventuell vekst i onde på horisonten.

Graf 19: Effekten av endring i onde på estimert aksjeverdi



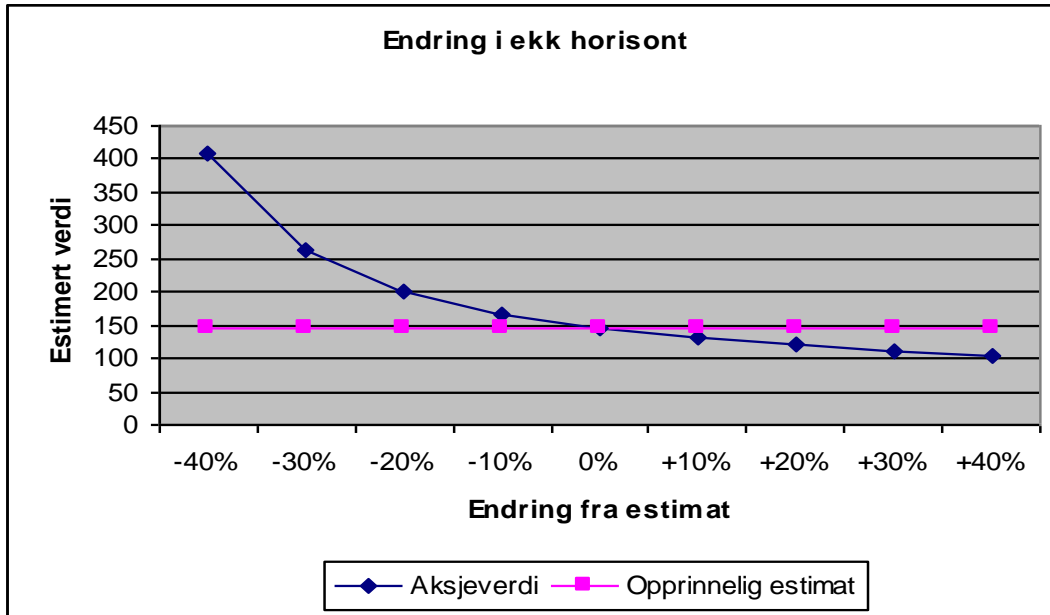
#### 18.4 Egenkapital krav horisont

Til slutt vil jeg se hvordan endringer i ekk på horisonten virker inn på verdiestimatet. En endring i ekk kan komme fra endringer i flere faktorer. Jeg føler en dypere analyse av hver av disse faktorene ikke egner seg i en slik sensitivitetsanalyse og bare vil gjøre analysen mer uoversiktelig. Endringer i driverne for egenkapitalkravet vil ofte føre til at andre nøkkelfaktorer endres. For eksempel vil en økning i rentenivået i økonomien kunne føre til at driftsinntektsveksten (div) påvirkes etc. Jeg begrenser meg derfor til å se på endringer i ekk og dens innvirkning på estimert verdi.

Tabell 101:

Endring i ekk horisont	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Aksjeverdi	407,198	262,086	200,77	166,88	144,51	130,45	119,52	111,15	104,54

Graf 20: Effekten av endring i ekk på estimert aksjeverdi



En reduksjon i ekk vil ha en eksponentiell virkning på verdiestimatet, mens effekten av en økning i ekk er avtagende. Som vi ser fra grafen vil en reduksjon i ekk på 20 % (fra 12.6% til 10.1% ) gi et verdiestimat på rundt 200 kr. 20% reduksjon i ekk tilsvarer ca 2.5 prosentpoeng endring i ekk. Estimaten må derfor sies å være sensitivt for reduksjon i ekk. Jeg nevner at økt likviditet vil kunne føre til at illikviditetspremien som jeg har satt til 2 % vil bli redusert, eventuelt fjernet med tilhørende reduksjon i ekk vil altså økt likviditet kunne bidra til høyere verdivurdering.

Jeg vil bare kort komme med en liten digresjon angående dette. For ikke lenge siden ble Komplet aksjen ”pushet” av meglere uten kurtasje, mulig var dette for å senke illikviditetspremien og derigjennom øke verdien?

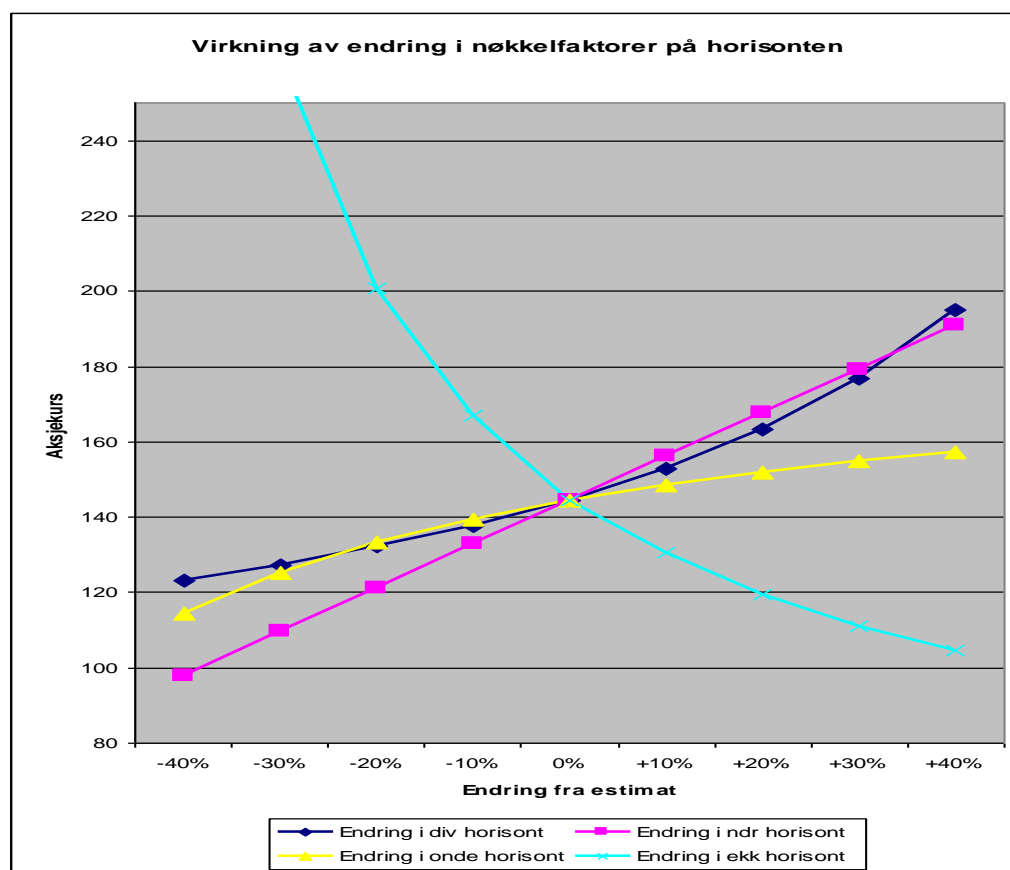
## 18.5 Oppsummering sensitivitetsanalyse

Som sensitivitetsanalysen indikerer er aksjeestimatet i ulik grad sensitivt for endringer i nøkkelfaktorer. Gjennomgående er effekten av horisontendringene av større betydning for estimert verdi. Jeg kunne analysert flere nøkkelfaktorer men har valgt å fokusere på sensitiviteten til nøkkeltall knyttet til driften. Jeg mener jeg da får frem budskapet ved en sensitivitetsanalyse, nemlig at verdiestimatet av egenkapitalen er sensitiv for endringer i de forutsetninger jeg har lagt til grunn for mine beregninger.

**Tabell 102: Oversikt over effekten av endring i nøkkelfaktorer på estimert aksjeverdi**

Nøkkelfaktor	Endring fra estimat								
	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	+10%	+20%	+30%	+40%
Endring i div horisont	123,26	127,35	132,12	137,75	144,51	152,8	163,2	176,72	195,11
Endring i ndr horisont	97,844	109,57	121,25	132,89	144,51	156,12	167,7	179,28	190,85
Endring i onde horisont	114,45	125,205	133,258	139,513	144,51	148,6	152,01	154,89	157,36
Endring i ekk horisont	407,198	262,086	200,77	166,88	144,51	130,45	119,52	111,15	104,54

**Graf 21: Oversikt over effekten av endring i nøkkelfaktorer på estimert aksjeverdi**

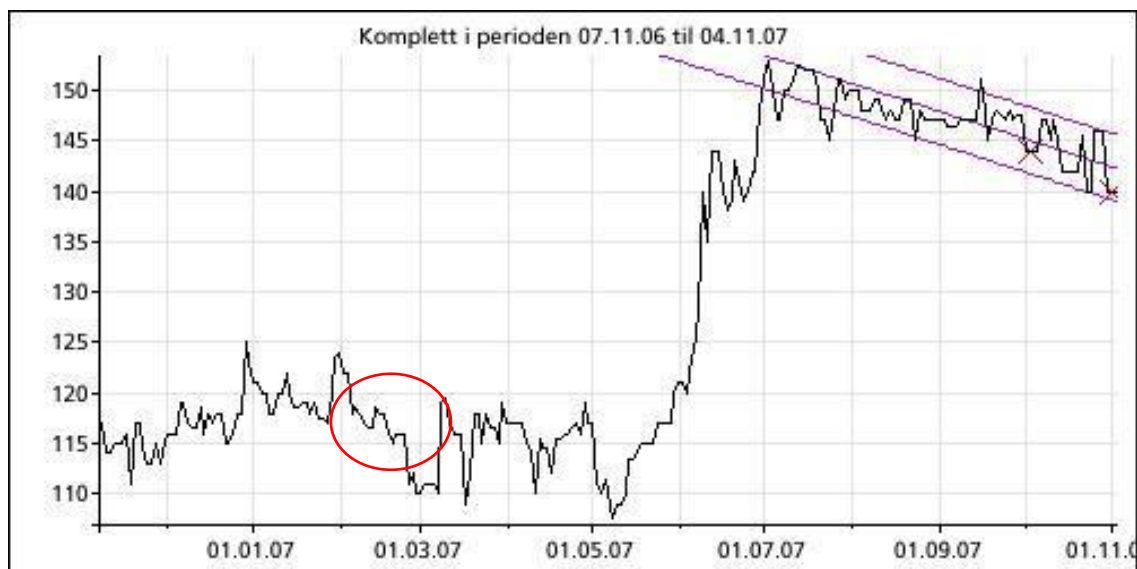


## 19 Handlestrategi/konklusjon

Etter å ha gjennomført en strategisk regnskapsanalyse av Komplet ASA har jeg verdsatt selskapet til 144.5 kr per aksje. Som nevnt innledningsvis er Komplet et selskap i sterk vekst og min prediksjon om en snarlig konsolidering i markedet har vist seg å slå til, jeg viser her til fusjonen mellom Komplet ASA og Torp Computing Group som eier en av de største konkurrentene, MPX.no. Oppkjøp og fusjoner legger nye rammer for et selskap og vil kreve en ny verdiberegning av selskapet, gitt de nye forutsetninger.

Regnskapsmaterialet jeg har benyttet er tall fra 31.12.06 som ble bekreftet i børs melding 16.02.07. På denne tiden lå børs kursen til Komplet ASA i området 115-120 kr per aksje, (merket området).

**Figur 1:**



I mine estimater for fremtidsregnskapet har jeg derimot tatt hensyn til ny offentlig informasjon fra selskapet. Dagens børs kurs for Komplet er 138 kr (11 nov. -07). Denne børs kursen bygger på enda nyere informasjon enn den jeg har tatt med i analysen. Likevel ser det ut til at mine relativt optimistiske dog nøkterne fremtidsestimater, bygget på en grundig strategisk analyse, gir et verdiesimat som ikke avviker særlig fra dagens børs kurs.

---

Som vist i figur 1, er aksjekursen til Komplett ASA i en fallende trend. Dersom det skulle vise seg at Komplett kursen faller videre, kan det bli aktuelt å anbefale kjøp av aksjen ved en senere anledning. Men ut i fra dagens aksjekurs i området 138-143 kr. og hvor aksjen også ser ut til å være i en fallende trend ut i fra et teknisk analyse perspektiv, vil jeg anbefale å avvente kjøp ettersom børskursen gjenspeiler verdien av selskapet slik jeg ser det.

Dersom investor allerede sitter på aksjen vil min anbefaling være å holde på aksjen, da dagens aksjekurs undervurderer selskapets verdi noe. Det kan også tenkes at den fallende trenden er et resultat av den voldsomme veksten i perioden mai-juli 2007, som vist i figur 1, og bare er en kort korreksjon.



---

## 20 Litteraturliste

### Bøker:

- Penman, S. H. (2007), Financial Statement Analysis and Security Valuation, third edition, McGraw-Hill International edition
- Kinserdal, A., (2000), Finansregnskap med analyse, Del 1, 12 utgave, Cappelen Akademiske Forlag.
- Kinserdal, A., (2001), Finansregnskap med analyse, Del 2, 12 utgave, Cappelen Akademiske Forlag.
- Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J., Investments, Sixth edition, McGraw-Hill
- Hill & Jones, (2004), Strategic Management Theory, An Integrated Approach, sixth edition, Houghton Mifflin Company, Boston
- Jarøy, J., (2004), Norsk Skattelovsamling, Jacob Jarøy Forlag
- Zorayda, R. A., (2003), e-Commerce and e-Business, e-ASEAN Task Force

### Andre kilder:

- Knivsflå, K. H. (2006), Forelesningsnotater BUS 424
- Gjesdal, F., (2006) Forelesningsnotater BUS 425
- Kinserdal, F., (2006) Forelesningsnotater BUS 425-IAS/IFRS- Financial analysis and Valuation
- Artikkelsamling BUS 425 E, IAS/IFRS-Financial Analysis and Valuation of Companies
- Stensaker, I., (2004), Forelesningsnotater STR 210
- EIAA, European Interactive Advertising Association, Europe Online (2006)
- EIAA, Mediascope Europe Study, Online Shoppers (2007)
- DoubleClick's Touchpoints III: The internet's Role in the Modern Purchase Process
- Global Market Information Database for EBSLG

---

### **Web-sider:**

- [www.komplett.com](http://www.komplett.com)
- [www.komplett.no](http://www.komplett.no)
- [www.ssb.no](http://www.ssb.no)
- [www.ose.no](http://www.ose.no)
- [www.dn.no](http://www.dn.no)
- [www.imarkedet.no](http://www.imarkedet.no)
- [www.expert.no](http://www.expert.no)
- [www.elkjop.no](http://www.elkjop.no)
- [www.norges-bank.no/Pages/Report\\_47004.aspx](http://www.norges-bank.no/Pages/Report_47004.aspx)
- [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)
- [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)
- <http://digitalenterprise.org/models/models.html>
- <http://digitalenterprise.org/security/security.html>
- 

### **Årsrapporter**

- Komplet ASA, årsrapport 2006
- Komplet ASA, årsrapport 2005
- Komplet ASA, årsrapport 2004
- Komplet ASA, årsrapport 2003
- Komplet ASA, årsrapport 2002
- Norkom, årsrapport 2001
- Expert, årsrapport

## 21 Vedlegg

### 21.1 Regresjonsanalyse beta til Komplet

Komplet			OSEBX		
dato	Kurs		Kurs	$\ln(P_t/P_{t-1})$ Komplet ASA	$\ln(P_t/P_{t-1})$ OSEBX
31.12.2001	40		167,85		
31.01.2002	42,25		163,55	0,0547	-0,0260
28.02.2002	50,25		165,46	0,1734	0,0116
31.03.2002	53,75		180,06	0,0673	0,0846
30.04.2002	56,75		170,51	0,0543	-0,0545
31.05.2002	56,00		165,92	-0,0133	-0,0273
30.06.2002	54,50		149,77	-0,0272	-0,1024
31.07.2002	55,50		136,58	0,0182	-0,0922
31.08.2002	55,50		131,42	0,0000	-0,0385
30.09.2002	45,00		110,62	-0,2097	-0,1723
31.10.2002	52,50		117,48	0,1542	0,0602
29.11.2002	58,00		126,06	0,0996	0,0705
30.12.2002	42,50		115,21	-0,3109	-0,0900
31.01.2003	42,00		109,72	-0,0118	-0,0488
28.02.2003	44,50		101,63	0,0578	-0,0766
31.03.2003	41,50		104,03	-0,0698	0,0233
30.04.2003	43,00		117,57	0,0355	0,1224
30.05.2003	46,00		124,32	0,0674	0,0558
30.06.2003	57,25		134,2	0,2188	0,0765
31.07.2003	69,00		145,33	0,1867	0,0797
29.08.2003	78,50		152,91	0,1290	0,0508
30.09.2003	83,75		142,65	0,0647	-0,0695
31.10.2003	85,75		160,95	0,0236	0,1207
28.11.2003	80,75		162,27	-0,0601	0,0082
30.12.2003	73,00		170,97	-0,1009	0,0522
30.01.2004	79,00		183,95	0,0790	0,0732
27.02.2004	72,00		202,07	-0,0928	0,0940
31.03.2004	74,50		193,77	0,0341	-0,0419
30.04.2004	66,00		188,23	-0,1211	-0,0290
28.05.2004	64,50		191,64	-0,0230	0,0180
30.06.2004	50,00		204,55	-0,2546	0,0652
30.07.2004	50,00		201,71	0,0000	-0,0140
31.08.2004	44,00		203,7	-0,1278	0,0098
30.09.2004	42,50		219,31	-0,0347	0,0738
29.10.2004	38,50		213,48	-0,0988	-0,0269
30.11.2004	42,50		232,43	0,0988	0,0850
30.12.2004	46,20		236,7	0,0835	0,0182
31.01.2005	54,00		242,47	0,1560	0,0241
28.02.2005	53,00		260,06	-0,0187	0,0700
30.03.2005	49,50		253,59	-0,0683	-0,0252

29.04.2005	40,50		243,53	-0,2007	-0,0405
30.05.2005	43,80		260,18	0,0783	0,0661
30.06.2005	50,00		283,41	0,1324	0,0855
29.07.2005	56,00		298,56	0,1133	0,0521
31.08.2005	52,00		315,97	-0,0741	0,0567
30.09.2005	61,00		328,16	0,1596	0,0379
28.10.2005	64,00		292,34	0,0480	-0,1156
30.11.2005	68,00		314,23	0,0606	0,0722
30.12.2005	82,00		332,51	0,1872	0,0565
31.01.2006	78,50		355,2	-0,0436	0,0660
28.02.2006	81,00		366,06	0,0314	0,0301
31.03.2006	75,75		396,3	-0,0670	0,0794
28.04.2006	87,00		407,02	0,1385	0,0267
31.05.2006	80,00		381,43	-0,0839	-0,0649
30.06.2006	82,00		376,44	0,0247	-0,0132
31.07.2006	85,00		380,99	0,0359	0,0120
31.08.2006	89,00		382,17	0,0460	0,0031
28.09.2006	95,50		371,16	0,0705	-0,0292
31.10.2006	110,00		402,69	0,1414	0,0815
30.11.2006	116,00		412,99	0,0531	0,0253
29.12.2006	125,00		440,36	0,0747	0,0642
31.01.2007	123,50		460,74	-0,0121	0,0452
28.02.2007	110,00		440,59	-0,1158	-0,0447
30.03.2007	117,00		461,3	0,0617	0,0459
30.04.2007	116,00		477,61	-0,0086	0,0347
31.05.2007	117,00		496,26	0,0086	0,0383
29.06.2007	140,00		508,24	0,1795	0,0239
31.07.2007	151,00		495,57	0,0756	-0,0252
29.08.2007	147,00		457,81	-0,0268	-0,0793

**Beregning av Betaverdi 2002-2006, utskrift fra Excel**

Multipel R	0,37374701
R-kvadrat	0,13968683
Justert R-kvadrat	0,12485385
Standardfeil	0,10303855
Observasjoner	60

**Variansanalyse**

	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>
Regresjon	1	0,09998305	0,09998305	9,41731045	0,00326586
Residualer	58	0,61578269	0,01061694		
Totalt	59	0,71576574			

	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,00861277	0,01372535	0,62750823	0,53278893	-0,01886149	0,03608703	0,01886149	0,03608703
X-variabel 1	0,64557168	0,21036865	3,06876367	0,00326586	0,22447338	1,06666997	0,22447338	1,06666997

