



Verdsettelse av IC Companys

Haakon Brudeseth

Veileder

Leif Atle Beisland

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

Universitetet i Agder, 2011
Fakultet for økonomi og administrasjon
Institutt for økonomi

Forord

Denne oppgaven representerer avslutningen på mitt femårige studie innenfor økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder.

Jeg valgte å skrive en selskapsverdsettelse for å benytte meg av et bredt spekter av fag og teori. Valget falt også på selskapet på grunn av personlig interesse og erfaring.

Utredningen av masteroppgaven har vært en tidkrevende, men lærerik prosess. Jeg har fått en større innsikt i hvordan strategi- og regnskapsanalyse implementeres på et praktisk nivå.

Jeg vil takke min veileder, førsteamanuensis Leif Atle Beisland for å ha kommet meg gode innspill underveis.

Sammendrag

Denne oppgaven har hatt som mål å verdsette IC Companys.

I oppgavens første del ble den forholdsvis korte historien til selskapet, produktene og distribusjonskanalene presentert. Videre i oppgaven har jeg presentert verdsettelsesteori med fokus på fundamental verdsettelse, og forskjellene mellom egenkapitalverdi og selskapsverdi. Del tre omhandlet en strategisk analyse for selskapet, hvor de interne ressursene ble analysert ved hjelp av VRIO modellen, og de eksterne ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter og PESTEL modellen. Den strategiske analyse ble oppsummert i en SWOT analyse og selskapets største styrke er multibrandsstrategien.

Jeg analyserte IC Companys fem års siste finansielle redegjørelser i oppgavens regnskapsanalyse. Det første steget for å vurdere selskapets nøkkeltall i en lønnsomhetsanalyse var å reformulere selskapets finansielle redegjørelsene. Etter reformuleringen ble lønnsomheten vurdert ved hjelp av DuPont-pyramiden, og nøkkeltall ble forklart.

Regnskapsanalysen ble avsluttet med en vekstanalyse som, sammen med den strategiske analyse, ga meg et bilde av selskapets fremtidige vekst for min budsjettperiode. Budsjettperiodens regnskaper var det tallmessige grunnlaget for verdsettelsen.

Med utgangspunkt i budsjettperiodens regnskaper beregnet jeg IC Companys egenkapitalverdi ved hjelp av superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital.

1. Selskapspresentasjon	8
1.1 Historie	8
Carli Gry international AS	8
InWear Group AS	9
1.1.2 Fusjonen	9
1.3 Produkter	10
1.4 Distribusjon	13
1.4.1 Engrossegmentet	13
1.4.2 Retailsegmentet	13
1.5 Markeder	14
1.6 Økonomi	15
1.7 Organisasjon	16
2. Verdsettelsesmodeller	17
2.1 Relative verdsettelsesmodeller	17
2.1.1 P/E – metoden	17
2.1.2 P/B – metoden	18
2.1.3 P/S – metoden	18
2.1.4 EV/EBIT	19
2.2 Fundamentale verdsettelsesmodeller	19
2.2.1 Egenkapitalverdi:	21
2.2.2 Netto driftskapital	22
2.2.3 Direkte mot indirekte metode	22
2.2.4 Behov for budsjettering	23
2.2.1.1 Dividendmodellen (Dividend discount modell, DDM) Egenkapitalverdi	23
2.2.1.2 Frikontanstrømmodellen (Discounted cashflow model)	24
2.2.1.2.1 Frikontantstrømmodellen til beregning av egenkapitalverdi	25
2.2.1.2.1 Frikontantstrømmodellen til beregning av netto driftskapital (Discounted Cashflow Model)	25
2.2.1.2.1.3 Superprofittmodellen til beregning av egenkapitalverdien	27
2.2.1.2.2 Superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital	28
2.2.6 Valg av verdsettelsesmetode	30
3. Strategisk analyse	31
3.1 Ekstern analyse	31
3.1.1 Porters fem konkurransekrefter	31

3.1.1.3 Substituerbare produkter	38
3.1.3 Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter	40
3.1.2 Analyse av makroforhold – PESTEL	41
3.2 Intern analyse ved VRIO modellen	52
3.3 SWOT analyse	58
4. Regnskapsanalyse.....	61
4.1 Reformulering.....	61
4.1.1 Reformulering av egenkapitalredegjørelsen.....	62
4.1.2 Reformulering av resultatregnskap.....	64
4.1.3 Reformulering av balansen.....	66
4.2 Lønnsomhetsanalyse.....	69
4.2.1 Nivå 1. Dekomponering av ROCE (Return On Capital Employed)	69
4.2.2 Nivå 2. Dekomponering av RNOE.....	72
4.2.3 Sammenhengen mellom PM og ATO	73
4.2.4 Nivå tre: Analyse av overskuddsgradens underliggende drivere	74
4.2.5 Finansiell gjeldsgrad.....	74
4.2.6 NBC.....	75
4.3 Analyse av vekst og permanent overskudd.....	76
4.3.1 Kjernedriftsresultat	78
4.3.2 Analyse av vekst i egenkapitalen.....	80
5 Budsjettering av finansielle redegjørelser.....	85
5.1 Kjernedriftsresultat	85
5.1.1 Salgsinntekt	85
5.2 Budsjettering av balansen	91
6. Beregning av de vektete gjennomsnittlige kapitalomkostningene (WACC).....	99
6.1 WACC.....	99
6.2 CAPM estimering av egenkapitalens omkostninger.....	99
6.2.1 Risikofri rente.....	99
6.2.2 Markedets risikopremie.....	100
6.2.3 Betaverdi.....	100
6.2.4 Beregning av WACC.....	101
7. Verdsettelse av IC Companys.....	102
8. Sensitivitetsanalyse.....	104
9. Konklusjon.....	106

10. Vedlegg.....	115
------------------	-----

Liste over Figurer

Figur 1: Omsetning / år	15
Figur 2: Årsresultat.....	15
Figur 3: Historisk aksjekurs	16
Figur 4:Porters five forces.....	32
Figur 5: DuPont-pyramiden	70

Liste over Tabeller

Tabell 1: Omsetningsvekst for selskapets merker.....	10
Tabell 2: IC Companys merker.....	12
Tabell 3: Engros mot Retail	14
Tabell 4: Geografisk oversikt over salg	14
Tabell 5: Konkurransenintensitet	35
Tabell 6: Prissegment	37
Tabell 7: Råbomullspris	49
Tabell 8: VRIO.....	53
Tabell 9: Vrio - soliditet.....	54
Tabell 10: VRIO - oppsummering	56
Tabell 11: SWOT - oppsummering.....	58
Tabell 12: Reformulert egenkapitalredegjørelse.....	63
Tabell 13: Reformulert resultatregnskap.....	65
Tabell 14: Ordinær balanse i skisseform.....	66
Tabell 15: Lån utstedt til samarbeidspartnere.....	67
Tabell 16: Reformulert balanse	68
Tabell 17: IC Companys nøkkeltall	72
Tabell 18: BTX Group nøkkeltall	72
Tabell 19: FGEAR IC Companys	75
Tabell 20: FGEAR BTX Group	75
Tabell 21: NBC IC Compays	75
Tabell 22: NBC BTX Group	75
Tabell 23: Oppsummering Nøkkeltall.....	76
Tabell 24: Kjernedriftsresultat	79
Tabell 25: Likviditetsgrad 1 IC Companys	82
Tabell 26: Likviditetsgrad 1 BTX Group.....	82
Tabell 27: Likviditetsgrad 2 IC Companys	83
Tabell 28: Likviditetsgrad 2 BTX Group.....	83
Tabell 29: Soliditet IC Companys.....	84
Tabell 30: Soliditet BTX Group.....	84
Tabell 31: Endring i omsetning.....	86
Tabell 32: Endring i omsetning - kvartal	86
Tabell 33: Endring i omsetning - budsjettering.....	87
Tabell 34: Bruttoresultat.....	87
Tabell 35: Bruttoresultat - kvartal	87
Tabell 36: Bruttoresultat - budsjettering	88

Tabell 37: Personalkostnader	88
Tabell 38: Personalkostnader - kvartal	89
Tabell 39: Personalkostnader - budsjettert	89
Tabell 40: Av- og nedskrivninger	89
Tabell 41: Immaterielle og materielle eiendeler.....	90
Tabell 42: Andre eksterne kostnader.....	91
Tabell 43: Andre eksterne kostnader - kvartal	91
Tabell 44: Andre eksterne kostnader - budsjettert	91
Tabell 45: Software og IT systemer	92
Tabell 46: Varebeholdning.....	94
Tabell 47: Fordringer fra salg.....	94
Tabell 48: leverandørgjeld	96
Tabell 49: Av- og nedskrivninger	98
Tabell 50: Budsjettert balanse	98
Tabell 51: WACC.....	101
Tabell 52: Verdsettelse av IC Companys	103
53: Endring i vekst og WACC	104
54: Endring i faktorer, WACC	105
55: Aksjepris ved endring i kjernedriftsresultat og NOE.....	105
Tabell 56: Ordinært resultatregnskap IC Companys.....	115
Tabell 57: Ordinær balanse IC Companys	116
Tabell 58: Reformulert egenkapitalredegjørelse IC Companys.....	117
Tabell 59: Ordinært resultatregnskap BTX.....	117
Tabell 60: Reformulert resultatregnskap BTX.....	118
Tabell 61: Ordinær egenkapitalredegjørelse BTX	118
Tabell 62: Reformulert egenkapitalredegjørelse BTX.....	119
Tabell 63: ordinær balanse BTX	120
Tabell 64: Reformulert balanse BTX	121

1. Selskapspresentasjon

IC Companys A/S (IC Companys) er et dansk motekonsern, notert på Københavns fondsbørs. Selskapet ble til gjennom en fusjon av to uavhengige danske selskaper i 2001. Konsernet er i dag et av Nord-Europas største innenfor motebransjen, og opererer på markeder over store deler av verden.”

Selskapet designer og leverer internasjonale moteklær i en skandinavisk stil til kvalitetsbevisste menn og kvinner. Selskapet har 11 merker som distribueres via tre distribusjonskanaler, engros-, retail- og outletsalg. Produktene blir solgt i mer enn 40 land gjennom rundt 11000 distributører (ICCompanys.com, 2011).

1.1 Historie

Selskapets historie er basert på informasjon fra selskapets offisielle nettside og tilgjengelige årsrapporter.

Carli Gry international AS (Carli Gry) var ett av to selskaper som sammen dannet IC Companys AS. Carli Gry ble grunnlagt i 1940 og har blant annet introdusert merkene Jackpot til kvinner og Cottonfield til menn. Begge disse merkene er fortsatt en del av IC Companys merkeportefølje.

Carli Gry ble børsnotert på København fondsbørs i 1996. To år senere kjøpte selskapet det svenske mote- og sportsfirmaet Peak Performance og ble notert på Stockholm fondsbørs. (ICCompanys.com, 2011)

Frem mot slutten av 90-tallet opplevde Carli Gry gode resultater på bunnlinjen. Selskapet hadde sin topp i 1997 med et resultat før skatt på 136 millioner DKK, de etterfølgende regnskapsårene hadde til tross for omsetningsvekst fallende marginer. I senere tid har denne utviklingen blitt forklart med kortsiktig fokus på marginer og langsiktig fokus på IT og markedsføring. I et forsøk på å snu den negative utviklingen skilte Carli Gry ut den ulønnsomme driften og økte fokus på markedsføring, styrking av merkenavn (branding), logistikk og fabrikkutsalg. (ICCompanys.com, 2011)

InWear Group AS (InWear Group) er det andre selskapet som dannet IC Companys gjennom fusjon. Selskapet ble grunnlagt i 1969. En av grunnleggerne var Niels Martinsen. Martinsen er i dag hovedaksjoner og styreformann i IC Companys. InWear Groups nøkkelmerker var InWear til unge kvinner og Matinique og Part Two til herrer. Disse tre merkene pluss Jackpot og Cottonfield fra Carli Gry utgjør flesteparten av IC Companys egenutviklede merker og inngår i kategorien ”five key brands”.

Det er mange likheter ved disse to selskapene, InWear Group ble også børsnotert i 1996 på den danske fondsbørsen, regnskapsmessig slet de med fallende lønnsomhet på et presset marked. Utviklingen førte til at InWear Group måtte som Carli Gry avvikle ulønnsomme butikker og foreta nedjusteringer.

(ICCompanys.com, 2011)

1.1.2 Fusjonen

Klesbransjen møtte dårlige tider i siste halvdel av 90 tallet. ”Ut fra strategiske og økonomiske refleksjoner rundt mulighetene for stordriftsfordeler, sterkere markedsposisjon, distribusjonskanaler, produktportefølje samt driftsynergier, var en fusjon av Carli Gry og InWear opplagt”

(Fusjonsprospektet, 2001 side.16)

Fusjonen mellom selskapene var ingen umiddelbar suksess. Rett etter fusjonen var selskapet estimert til en verdi på 1,3 Mill DKK, men allerede høsten 2002 var selskapets børsverdi falt til 550 Mill DKK. Dette fallet i verdi fikk en av hovedaksjonærene til å handle. Niels Martinsen, stifter av InWear Group AS, eide etter fusjonen 38% av konsernet og stilte spørsmål til hvordan administrerende direktør Steen Rasborg styrte konsernet. Dette førte til at Martinsen og tidligere styreformann i InWear Group, Ole T. Krogsgaard kjøpte store mengder aksjer i selskapet i mars 2003 og planla et kupp. Martinsen og Krogsgaard lyktes med kuppet under en generalforsamling i Oktober 2003. Etter dette iverksatte de en restrukturering av konsernet. En del av endringene som ble gjort var å skifte ut ledelsen, den nye administrerende direktør for konsernet ble Klaus H.Rasmussen. De store endringene og restruktureringene av konsernet ga ingen umiddelbar suksess, dette førte til at Rasmussen etter kort tid ble erstattet med Henrik Theilbjørn. Med Theilbjørn i spissen nøt konsernet gode

resultater på bunnlinjen de neste årene, helt til regnskapsårene 06/07. August 2008 ble Theilbjørn erstattet som administrerende direktør på grunn av skuffende vekst på bunnlinjen. Den nye administrerende direktør er Niels Mikkelsen (Wichmann, 2005; IC Companys, 2003 – 2009).

IC Companys fremstår som et konsern med forholdsvis kort og særskilt historie spesielt med tanke på alle utskiftningene i ledelsen. På et tiår har konsernet hatt fire forskjellige administrerende direktører.

1.3 Produkter

IC Companys har elleve forskjellige merker og arbeider ut fra en multibrandstrategi. Formålet med denne type strategi er å ha en bred portefølje av merker, som dekker forskjellige kundesegmenter. Samtidig som man sprer kundesegmentet oppnår man en lavere risiko for feil, ettersom selskapet ikke er avhengig av et spesielt segment eller bestemte retninger innenfor trendutviklingen. Alle merkene benytter seg av en rekke fellesfunksjoner innenfor HR, IT, sourcing, finans, logistikk og administrasjon (ICCompanys.com, 2011).

Tabell 1: Omsetningsvekst for selskapets merker.

Tall i mill. DKK						
Merke	2008/09	Andel av omsetning	2009/2010	Andel av omsetning	Vekst i %	
Peak Performance	941	0,26	915	0,26	-0,03	
Tiger of Sweden	435	0,12	476	0,14	0,09	
Jackpot*	413	0,11	398	0,11	-0,04	
InWear*	413	0,11	359	0,10	-0,13	
Matinique*	277	0,08	260	0,07	-0,06	
Part Two*	243	0,07	254	0,07	0,05	
Saint Tropez	179	0,05	244	0,07	0,36	
Cottonfield*	267	0,07	197	0,06	-0,26	
By Malene Birger	197	0,05	196	0,06	-0,01	
Soaked in Luxury	117	0,03	87	0,02	-0,26	
Designers Remix Collection	76	0,02	74	0,02	-0,03	
Andre eksterne merker	44,5	0,01	36,6	0,01	-0,18	
Sum	3602,5	1,00	3496,6	1,00	-0,03	

* Inngår i IC Companys "five key brands"

(IC Companys, 2010)

Tabell 1 viser, at de tidligere nevnte "key" brands står for ca 42 % av den totale omsetningen fra egne merker. De siste års regnskaper viser imidlertid at disse merkene har opplevd en

stagnerende utvikling. De tilkjøpte merkene Peak Performance og Tiger of Sweden bidrar sterkt for å opprettholde omsetningen (IC Companys, 2010).

Tabell 1 viser også at det største merket, omsetningsmessig, er Peak Performance. Det står for omtrent $\frac{1}{4}$ del av den totale omsetningen gjennom egne merker. Peak Performance har hatt en formidabel utvikling de siste årene, det samme har Tiger of Sweden. Dette betyr at to innkjøpte merker har stått for en stor del av den totale omsetningen. De innkjøpte merkene har begynt å ta over rollene til IC Companys fem ”key” brands, som har opplevd en svært stagnerende utvikling de seneste årene. Det er også oppsiktsvekkende å se at fire av de fem har hatt en negativ vekst det siste regnskapsåret. Cottonfield er det merket, sammen med Soaked in Luxury, som har hatt svakest vekst av alle selskapets 11 merker.

I tabell 2 vil hvert enkelt merke bli presentert. Etableringstidspunkt samt kundegrupper vil bli belyst. Merkene er sortert etter omsetning, høy til lav.

Tabell 2: IC Companys merker.

<p>PeakPerformance</p>	<p>Sport- og fritidsklær. Etablert i 1986. Kjøpt av Carli Gry i 1998.</p>
	<p>Herreklær. Etablert i 1903. Kjøpt av IC Companys i 2003.</p>
	<p>Kvinneklær. Etablert i 1974 av Carli Gry.</p>
<p><i>InWear</i></p>	<p>Kvinneklær. Etablert i 1969 av InWear Group.</p>
<p>Matinique</p>	<p>Herreklær. Etablert i 1973 av InWear Group.</p>
<p>PART TWO</p>	<p>Kvinneklær. Etablert i 1986 av InWear Group.</p>
<p>SAINT TROPEZ</p>	<p>Kvinneklær. Etablert i 1986. Kjøpt av IC Companys i 2002.</p>
	<p>Herre- og kvinneklær. Etablert i 1986 av Carli Gry.</p>
<p>BY MALENE BIRGER</p>	<p>Kvinneklær. Etablert i 2003. Kjøpt av IC Companys i 2003.</p>
<p>SOAKED IN LUXURY</p>	<p>Kvinneklær. Etablert i 2002.</p>
	<p>Kvinneklær. Etablert i 2002.</p>

(IC Companys, 2006 – 2010)

1.4 Distribusjon

En stor del av ledelsens strategi går ut på å utvide omsetningen innenfor egne retail- og franchisebutikker. Det arbeides mye med å utvikle selskapets franchisekonsept. I tabell 3 vises omsetning i engros- og retaildrift av nettoomsetningen, det har vært en klar økning i selskapets retaildrift over min analyseperiode. I 09/10 har franchisedriften hatt en vekst på 2%. Videre har selskapet fortsatt sin ekspansive strategi om å åpne nye selveide butikker innenfor velvalgte konsepter og markeder. I løpet av 2009/10 har IC Companys åpnet 87 nye retail- og franchisebutikker, og økt det totale butikkarealet med 4500 kvadratmeter. Det jobbes også videre med å utvikle et godt system for elektronisk handel (IC Companys, 2006 – 2010)

Man kan dele opp IC Companys distribusjonskanaler i tre deler:

- Engros – Salg til eksterne forhandlere
- Retail – Salg gjennom egne butikker
- Outlet – Fabrikksalg

1.4.1 Engrossegmentet

Engroshandel er selskapets primære distribusjonskanal, den totale omsetningen skapt gjennom denne kanalen var for regnskapsåret 2009/2010 2,121 mill. DKK og utgjør 65 % av den totale omsetningen. Det er imidlertid blitt rapportert om en nedgang på 9 % fra 2,324 Mill DKK fra året før. Franchise inngår også i denne kanalen, omsetning fra franchisebutikker har økt med 2 % i løpet av 2009/2010.

1.4.2 Retailsegmentet

IC Companys retailsegment omfatter egne ordinære retailbutikker, elektronisk salg fra nettbutikker og outlet. Outlet inngår i dette segmentet, ettersom selskapet kun tilbyr sine egne butikker muligheten for omplassering av varer. En outlet butikk kjennetegnes ved at den nesten utelukkende tilbyr gamle og nedprisede varer til kunden. På denne måten når selskapet ut til de kundene som er opptatt av tilbudsvareer samtidig som de kan begrense økningen i varelager på ordinære retailbutikker. Selskapets outletbutikker har stått for 12 % av årets omsetning knyttet til retaildrift og er en svært nyttig del av den daglige driften i selskapet.

Den totale omsetningen gjennom retail har hatt en økning på 6%, fra 1,297 Mill DKK 08/09 til 1,374 Mill DKK i 09/10. Denne veksten skyldes alene åpningen av nye butikker, ettersom omsetning skapt fra eksisterende butikker har sunket med 2%.

Tabell 3: Engros mot Retail

2009/2010		2008/2009		2007/2008		2006/2007		2005/2006	
Engros	Retail	Engros	Retail	Engros	Retail	Engros	Retail	Engros	Retail
60,7 %	39,3 %	64,2 %	35,8 %	70,8 %	29,2 %	72,7 %	27,3 %	72,4 %	27,6 %

1.5 Markeder

IC Companys selger sine produkter gjennom ca 500 detalj- og franchisebutikker, via elektronisk handel og ca 10000 distributører i mer enn 40 land (ICCompanys.com, 2011).

Tabell 4: Geografisk oversikt over salg

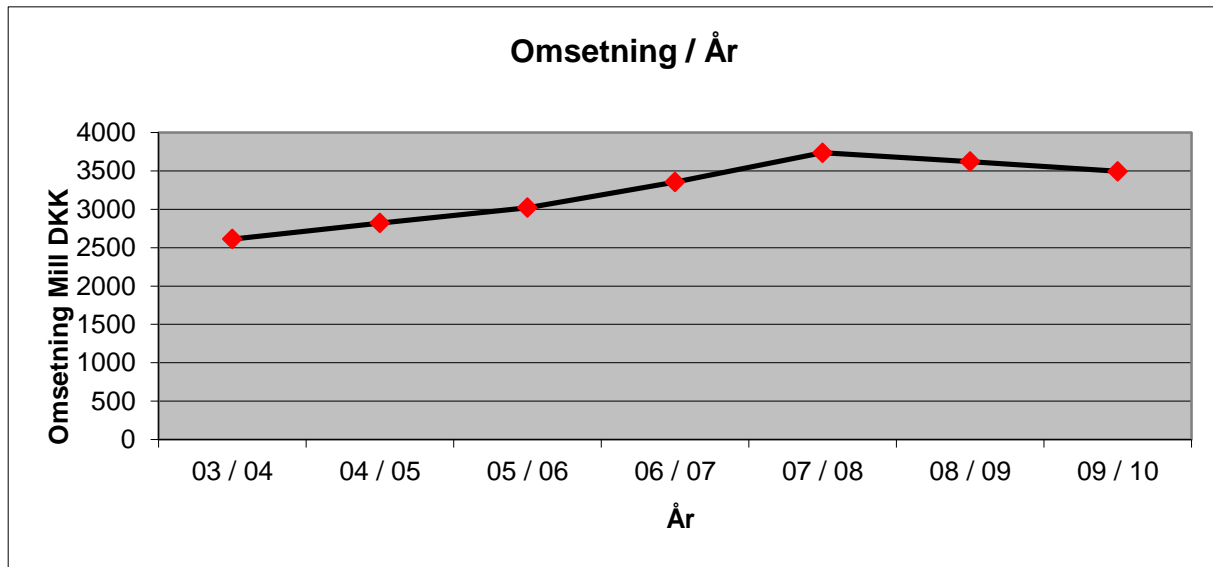
Geografisk område	Omsetning	Andel av tot omsetning
Danmark	707	0,20
Sverige	847	0,24
Norge	343	0,10
Belgia, Nederland og Luxembourg	396	0,11
Øst-Europa og Russland	250	0,07
Sentral Europa	342	0,10
Øvrig Europa	436	0,12
Øvrig Verden	175	0,05
Totalt	3496	1,00

Av tabell 1 kan man se at det skandinaviske markedet står for 54% av omsetningen. Geografisk sett er selskapets hovedmarked landene i Nord-Europa, primært Skandinavia. Ca 80 % av all omsetning skjer utenfor moderlandet Danmark (IC Companys, 2010).

1.6 Økonomi

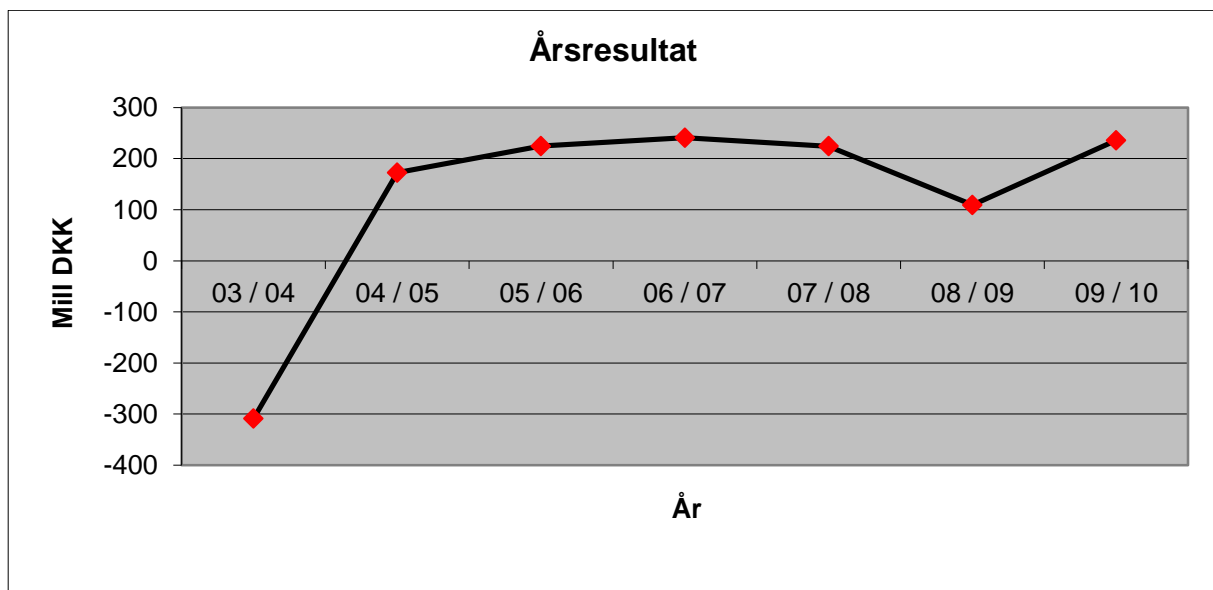
I dette avsnittet vil det bli gitt en gjennomgang av de siste 7 års utvikling i omsetning og årlig resultat på bakgrunn i tilgjengelige årsrapporter for selskapet. Selskapets aksjekurs for den angitte perioden vil også bli presentert. Det vil bli gitt en mer detaljert analyse i regnskapsanalysen senere.

Figur 1: Omsetning / år



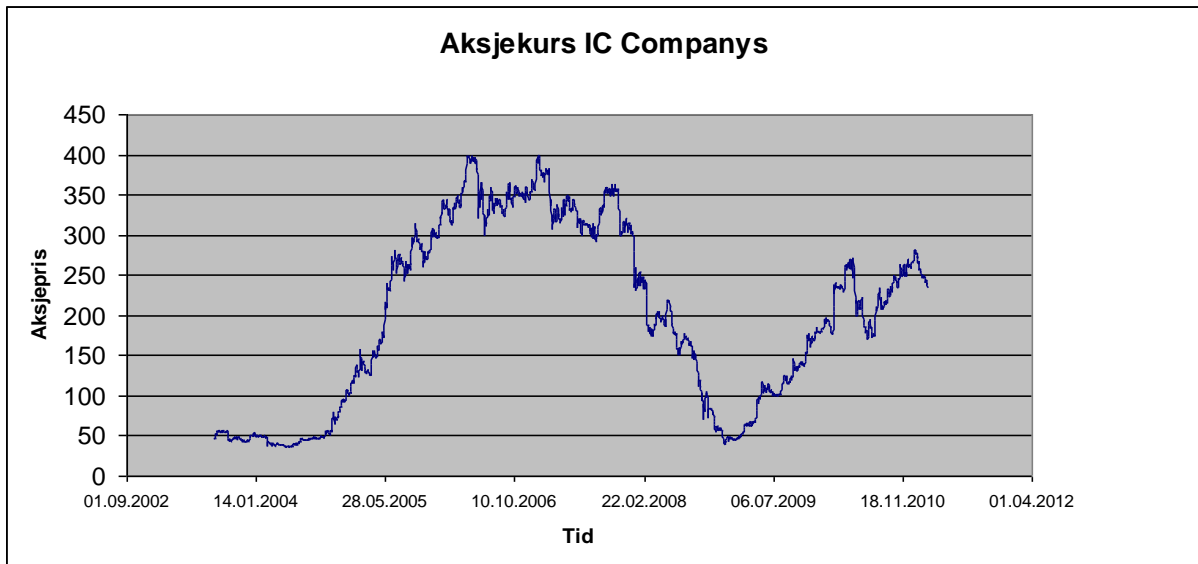
Omsetningsmessig har selskapet ligget på et relativt stabilt nivå de siste årene. Av figur kan man derimot se en nedgang i 2008/2009, denne nedgangen vil bli kommentert senere i oppgaven.

Figur 2: Årsresultat



Konsernets årlige resultat har vært positivt fra og med 2004/2005. Nedgangen i årsresultatet i 2008/2009 vil bli gjennomgått senere i oppgaven.

Figur 3: Historisk aksjekurs



(Nordnet, 2011)

Selskapets historiske aksjekurs er meget interessant. Den har hatt et bunnivå under 50 og et toppnivå over 400 DKK. Man kan lese av diagrammet at det tegner seg en sammenheng mellom aksjekursen i 2008 og den globale finanskrise.

1.7 Organisasjon

Som nevnt under gjennomgangen av selskapets historie har IC Companys vært preget av ledelsesmessig uro. I senere bilag kan man se en oversikt over organisasjonskartet.

Av organisasjonskartet kan vi se at det er foretatt en overordnet oppdeling av selskapets merker.

Eierforhold:

Den 30 Juni 2010 utgjorde den samlede aksjekapitalen kr. 169.428.070 DKK. Selskapet har utstedt 16,942.807 aksjer. (Nordnet, 2011)

2. Verdsettelsesmodeller

2.1 Relative verdsettelsesmodeller.

Denne typen modeller angir en eiendels verdi relativt til en annen eiendel eller gruppe av eiendeler. Et underliggende begrep i denne typen modeller er 'loven om en pris' – et økonomisk prinsipp, som omhandler at to identiske eiendeler skal handles til samme pris. Modellene implementeres som oftest ved bruk av prismultiplikatorer. Eksempelvis ved:

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

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

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi av aksje}}{\text{Salgsinntekt per aksje}}$$

$$\frac{EV}{EBIT^*} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{EBIT}$$

* EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)

Alle disse multiplikatorene er i utstrakt bruk i praksis og har sin fremste fordel i at de er svært enkle i bruk og at dataene er lett tilgjengelige.

Ved bruk av multiplikatorer som modell for verdsettelse finner man verdien av aksjene til det selskapet man skal verdsette, ved å multiplisere en skaleringsfaktor med en tilhørende multiplikator. (Dyrnes, 2004).

2.1.1 P/E – metoden.

Den mest kjente prismultiplikatoren er P/E, og bruk av multiplikatorer har lenge vært en svært utbredt og populær måte for verdsettelse av selskaper. Populariteten er nok grunnet metodens enkle og raske bruk. Den er dessuten intuitivt lett å forstå, men ukritisk bruk av multiplikatorer kan føre til vesentlig feilprising. (LEDERKILDEN)

Verdsettelsen skjer ved at resultatet pr. aksje (EPS) til selskapet som skal verdsettes multipliseres med en valgt P/E. P/E er i denne sammenhengen multiplikatoren, mens EPS er

skaleringsfaktoren. Størrelsen på P/E vil være påvirket av de multiplikatorverdier man kan observere hos sammenlignbare selskaper. (LEDERKILDEN)

Prismultiplikatoren bruker sammenlignbare selskapers pris/bok forhold som verdidriver i verdsettelsen av et gitt selskap. Utfordringen ved denne modellen er å finne sammenlignbare selskaper ettersom ingen selskaper er helt like. Selskapets ledelse kan også rapportere fortjeneste som ikke er reell, og dette kan gi feil grunnlag for modellen. I følge Damodoran (2002) gir P/E multiplikatoren størst nytte når den brukes i tillegg til annen analyse. Jeg mener at multiplikatormodellen fungerer bedre som et substitutt til andre modeller enn en selvstendig metode. Altså, en “second opinion” og jeg vil derfor vurdere IC Companys mot en relativt lik konkurrent, størrelsesmessig, senere i oppgaven.

2.1.2 P/B – metoden.

Ved å benytte seg av prismultiplikatoren P/B kan man verdsette selskaper med negativ fortjeneste. Dette er ikke mulig ved P/E metoden. Ettersom bokført verdi av egenkapitalen er relativt stabil er den derfor en godt egnet verdi til å sammenligne markedspriser med. Svakheten ved P/B er at den bokførte verdien på egenkapitalen ikke er et godt mål på verdien av selskaper med lite materielle eiendeler, multiplikatoren kan dessuten ikke brukes ved sammenligning av selskaper med ulike regnskapsstandarder. (LEDERKILDEN) (Damodoran, 2002)

2.1.3 P/S – metoden.

P/S multiplikatoren blir ofte brukt for verdsettelse av nyoppstartede selskaper, og selskaper med finansielle problemer, hvor fortjeneste eller egenkapital kan være negativ. Multiplikatoren måler markedsverdien i forhold til salgsinntekten den genererer. En ulempe ved denne modellen er dermed at et selskap kan ha svært høy salgsinntekt samtidig som den ikke skaper profitt, grunnet høye kostnader. (Damodoran, 2002)

2.1.4 EV/EBIT

Denne formen for prismultiplikator tar utgangspunkt i markedsverdien av driften i telleren (Economic Value) og EV/EBIT er den mest kjente multiplikatoren. EV er markedsverdi av egenkapitalen pluss markedsverdi av netto rentebærende gjeld, som i prinsippet skal tilsvare den samlede markedsverdien av driftsaktivitetene. Verdien av driften er i hovedsak uavhengig av finansieringsstrukturen, og denne formen for prismultiplikator vil derfor eliminere den feilkilden som ulik finansieringsstruktur vil kunne representere. (Dyrnes, 2004).

2.2 Fundamentale verdsettelsesmodeller

En fundamental verdsettelsesmodell er en modell som angir selskapets fundamentale verdi. Ved korrekt bruk av modellene fremkommer et anslag av verdien som kan sammenlignes med markedsverdien. Modellene er også kalt nåverdimodeller og anses av mange som det grunnleggende verktøy for verdsettelse. De fundamentale verdsettelsesmodellene kan deles opp i to hovedgrupper, direkte og indirekte modeller. De direkte modellene brukes til verdsettelse av egenkapitalen, mens de indirekte brukes til verdsettelse av selskapets netto driftskapital (selskapsverdi) (Sørensen, 2009).

Penman (2010) definerer at verdien på en aksje i et selskap er basert på fremtidig utbetaling aksjen vil gi til eieren. Dette vil si at for å gjøre en grundig jobb med å verdsette et selskap kan man ikke unngå å prognostisere. En fundamental verdsettelsesanalyse er en metode for å analysere informasjon, forutsi fremtidig overskudd ut fra denne informasjonen og å komme frem til en verdsettelse basert på dette.

I følge Penman (2010) består en fundamental verdsettelsesmodell av fem steg:

1. Få kjennskap til selskapet
2. Analyser informasjon
3. Utarbeid budsjettperiode (forecasting)
4. Verdsettelse.
5. Handling.

Få kjennskap til selskapet.

En forutsetning for å utføre en god fundamental verdsettelse er å kjenne selskapet godt (Penman, 2010). Man må forstå selskapets interne og eksterne forhold. Selskapets interne forhold vil i min oppgave bli analysert, i en strategisk analyse, gjennom et verktøy kalt VRIO-modellen og eksterne forhold vil bli analysert ved hjelp av Porters five forces og PESTEL-modellen.

Analyser informasjon.

Ved å innhente informasjon om selskapet kan man få en bedre forståelse av selskapets lønnsomhet, vekstmuligheter, og historikk, og behov for ressurser. Innhenting av informasjon er basert på selskapets egne årsrapporter, kvartalsrapporter og hjemmeside, samt artikler. Regnskapsanalysen er en viktig del av verdsettelsen og selskapets regnskaper og finansielle redegjørelser må reformuleres slik at det kan utvikles prognoser for fremtiden. (Penman, 2010)

Utarbeiding av budsjettperiode.

Budsjettperioden blir basert på den strategiske analysen og de reformulerte finansielle redegjørelsene. Budsjettperioden danner grunnlaget for selve verdsettelsen og kan deles opp i to deler. Den første delen går ut på å budsjettere ulike deler av de finansielle redegjørelsene, den andre delen budsjetterer ulike nøkkeltall for fremtiden. (Penman, 2010)

Verdsettelse.

Målet med verdsettelsen er å finne verdien av selskapets egenkapital. (Penman, 2010)

Handling.

Den eksterne analytikeren bestemmer seg ut fra sin verdsettelse med å anbefale kjøp, salg eller ”hold” (avvent) sett ut fra markedsprisen på aksjen i forhold til aksjens beregnede verdi. (Penman, 2010)

2.2.1 Egenkapitalverdi:

Egenkapitalverdien representerer aksjonærenes fordringer ovenfor selskapet, denne verdien kalles dermed ofte aksjonærverdien. For børsnoterte selskaper fastsettes verdien løpende på grunnlag av kjøp og salg av eiendeler. Verdsettelse ved egenkapitalmetoden er som nevnt en direkte verdsettelsesteknikk, hvor man direkte verdsetter egenkapitalen ved strømmen av utbytte, fri kontantstrøm eller superprofitt. I følge Sørensen (2009) finnes det tre forskjellige diskonteringsmodeller som har til formål å gi et estimat av egenkapitalverdien:

- Dividendmodellen (Dividend discount model)
Tilbakediskonterer kontantstrømmene som utbetales til aksjonærene, som utbytte.
- Frikontantstrømmmodellen (Discounted cash flow model)
Tilbakediskonterer de frie kontantstrømmene som står til rådighet for aksjonærene. De frie kontantstrømmene beregnes på grunnlag av kontantstrømmer fra driftsaktiviteter med fradrag av kontantstrømmer fra investeringsaktiviteter samt fradrag av nettokontantstrøm til långivere. Frikontantstrømmen representerer det maksimale beløp som kan betales ut til aksjonærene som utbytte. Dersom styret i et selskap velger å betale ut et mindre beløp til aksjonærene, står det resterende beløpet til rådighet for oppsparing eller investering, som igjen kan gi aksjonærene økt verdi i fremtiden.
- Superprofittmodellen (Residual earnings model)
Denne modellen tar utgangspunkt i den bokførte verdi av egenkapitalen i årsregnskapet og tilbakediskonterer kun selskapets nettooverskudd etter fradrag for egenkapitalomkostninger. I følge Sørensen (2009) er egenkapital, i regnskapspraksis, en gratis finansieringskilde. Dette gjelder selvsagt ikke i økonomisk teori, hvor aksjonærene ofrer et alternativ til avkastning, dersom alternativet kun kan oppnå den samme risiko. Reel verdi for aksjonærene skapes dermed først, når overskuddet er større enn den alternative avkastningen, dette overskuddet kalles dermed superprofitt, eller residual (overskytende) inntekt.

(Sørensen, 2009)

Modellene har forskjellige utgangspunkt og metoder for gjennomføringen av verdsettelse av egenkapitalen, men ved korrekt bruk skal modellene alltid gi samme verdiestimat (Soffer og Soffer, 2003; Sørensen, 2009).

2.2.2 Netto driftskapital

Netto driftskapital er også omtalt som selskapsverdi. Netto driftskapital måler kapitalverdien av selskapets drift uavhengig av, hvordan selskapet er finansiert. Kreditorerne til netto driftskapital er dermed både eiere og långivere (Sørensen, 2009). Verdsettelse av netto driftskapital er som tidligere nevnt en indirekte verdsettelsesteknikk, hvor man verdsetter egenkapitalen ved å estimere nåverdien av fremtidig verdi av selskapskapitalen for så å trekke ut forventet verdi av gjeld. (Penman 2010) netto driftskapital kan estimeres ved hjelp av to diskonteringsmodeller:

- Kontanstrømmodellen
Tilbakediskonterer den frie kontantstrømmen, på samme måte som Frikontantstrømmodellen, men før fradrag av nettokontantstrømmen til långiverne.
- Superprofittmodellen
Tar utgangspunkt i den bokførte verdi av nettopp driftsaktiviteter, og tilbakediskonterer residual inntekt, med fradrag for kapitalomkostninger av netto driftsaktiviteter.

(Sørensen, 2009)

Begge disse modellene fører frem til netto driftskapital. Som diskonteringsfaktor benyttes et vektet gjennomsnitt av avkastningen til eierne og kreditorerne, omtalt som WACC (Weighted average cost of capital) (Soffer og Soffer, 2003).

2.2.3 Direkte mot indirekte metode

I følge Sørensen (2009) fører samtlige diskonteringsmodeller til samme egenkapitalverdi, men de fleste analytikere og brukere av modellene foretrekker den indirekte metode. Dette er fordi den indirekte metode fokuserer på driftsaktivitetene som eneste verdidriver og ser bort fra selskapets finansieringsaktiviteter som potensiell verdiskaper.

2.2.4 Behov for budsjettering

De fundamentale verdsettelsesmodellene bygger på fremtidsbudsjettering. Dette vil si at jeg, som analytiker, som skal gjennomføre en verdsettelse må prognostisere så langt det lar seg gå. Det er mest hensiktsmessig å prognostisere i en begrenset periode, kalt budsjettperioden, ofte mellom 5 – 20 år. Dette er fordi det praktisk talt er umulig å forutse alt for langt inn i fremtiden. For hvert år i budsjettperioden må analytikeren ta hensyn til selskapets forventede salg, driftsoverskudd mv. Perioden etter budsjettperioden kalles terminalperioden og er en oppsummering av analytikerens skjønn over selskapets verdiskapning, som forventer å finne sted i budsjettperioden. Terminalperioden består av en uendelig serie av fremtidige budsjettinger beskrevet ved en konstant vekstrate, g (Sørensen, 2009; Penman 2010). Terminalperioden blir beregnet ved hjelp av Gordons vekstmodell, og vil bli nærmere forklart under punkt 7.

2.2.1.1 Dividendemodellen (Dividend discount modell, DDM) Egenkapitalverdi

Dividendemodellen bygger på en grunnleggende ide, om at verdien på et hvilket som helst verdipapir blir skapt gjennom kapitalverdien av de fremtidige kontantstrømmer verdipapiret forventer å generere. De kontantstrømmer som går til selskapets aksjonærer er strømmen av utbytte. For å bestemme egenkapitalverdien må man som analytiker prognostisere den fremtidige kontantstrøm av utbytte og tilbakediskontere den til nåtid med en diskonteringsrente. Diskonteringsrenten skal avspeile aksjonærenes avkastningskrav eller egenkapitalomkostninger, r_e . (Sørensen, 2009)

I følge Palepu, Healy og Bernard (2000) og Sørensen (2009) er dividendemodellen en grunnmodell for verdsettelse av egenkapital og aksjer. Dette kan bevises ved at enhver verdsettelsesmodell skal kunne utledes fra dividendemodellen.

Eieren av en aksje vil over sin investeringshorisont motta utbytte og markedsprisen på aksjen når eieren velger å selge den. Verdien kan beskrives ved formelen:

$$V_0^E = \frac{d_1}{(1 + r_e)^1} + \frac{d_2}{(1 + r_e)^2} + \frac{d_T}{(1 + r_e)^T} + \dots + \frac{P_T}{(1 + r_e)^T}$$

Den fremtidige salgpris på tidspunkt T bør prinsipielt avspeile kapitalverdien av den forventede utbyttestrøm lenger ut i fremtiden, dette kan beskrives ved:

$$V_0^E = \frac{d_1}{(1 + r_e)^1} + \frac{d_2}{(1 + r_e)^2} + \dots + \infty$$

Denne formelen blir ofte omtalt som den generelle dividendemodell. Det fremgår av modellen at det kreves prognostisering av utbyttestrømmen i det uendelige, for å kunne bestemme verdien i dag. Som nevnt tidligere er dette, i praksis, en umulig oppgave. For å kunne benytte modellen er det dermed nødvendig å simplificere prognostiseringen ved å foreta en skjønsmessig vurdering av den fremtidige verdien. I praksis løses dette problemet ved å tilføre modellen Gordons vekstmodell.

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

I følge Penman (2010) fungerer dividendemodellen best når utbytte er knyttet til verdiskapningen i et selskap. For eksempel når et selskap har fast utbytterate (utbytte/earnings).

d = utbytte.

P_T = Salgspris

r_e = Aksjonærenes avkastningskrav eller egenkapitalomkostninger.

V_e = Verdien av egenkapitalen

g = 1 + vekst

2.2.5 Frikontanstrømmmodellen (Discounted cashflow model)

I følge Sørensen (2009) har frikontanstrømmmodellen en fremtredende plass i finansieringsteorien, og det er denne verdsettelsesmodellen som er mest brukt i praksis. Modellen bygger på nåverdiregelen som går ut på at verdien av en eiendel er nåverdien av dens forventede fremtidige kontantstrømmer. (Damodoran, 2002; Soffer og Soffer, 2003)

2.2.1.2 Frikontantstrømmodellen til beregning av egenkapitalverdi

Egenkapitalverdien beregnes på grunnlag av frikontantstrømmene til eierne.

$$\text{Frikontantstrøm} = C - I - F$$

C = Kontantstrøm fra driftsaktiviteter

I = Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter

F = Netto kontantstrøm til långivere (netto renteutbetalinger og avdrag/opptak av ny gjeld)

Den frie kontantstrømmen til eierne omfatter alle kontantstrømmer før utbetaling til utbytte.

Den utgjør det maksimale beløp, som selskapet kan utbetale til sine eiere etter fradrag for investeringer med hensyn på fortsatt drift og etter dekning av långivernes fordringer.

Utbyttebeløpene er den kontantstrøm eierne faktisk mottar fra selskapet.

Utbetalinger til utbytte kan variere, og det er ledelsen som bestemmer utbytteneivået fra selskapet (Penman, 2010; Sørensen, 2009) For å beregne egenkapitalverdien ved hjelp av frikontantstrømmodellen benytter man denne formelen

$$d = FCFE = NO - \Delta NOE + \Delta NFF$$

d = Utbytte

FCFE = Free Cash Flow Eiere

NO = Nettooverskudd oppgjort etter totalinntektsbasis.

NOE = Netto operasjonelle eiendeler

NFF = Netto Finansielle Forpliktelser

Δ = Endring

2.2.2.1 Frikontantstrømmodellen til beregning av netto driftskapital (Discounted Cashflow Model)

Denne modellen er bedre kjent som Discounted cash flow model, og er utviklet til den indirekte metode. Dette betyr at den netto driftskapital estimeres først, så fratrekkes markedsverdien av netto finansielle forpliktelser og egenkapitalverdien fremkommer som det resterende beløpet (Sørensen, 2009; Penman, 2010).

Frikontantstrøm til selskapet kan defineres som:

$$FCFF = C - I$$

FCFF = Free Cash Flow Firm

C = Kontantstrøm fra driftsaktiviteter

I = Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter

På en enkel måte kan man forklare at FCFF er en form for utbytte fra driften til fordeling mellom selskapets kapitaleiere, altså eierne og långiverne.

Modellen kan i sin generelle form uttrykkes som:

$$V_0^{NOE} = \frac{FCFF_1}{(1 + r_{wacc})^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots \infty$$

I denne modellen brukes ikke egenkapitalomkostningene r_e som diskonteringsfaktor, i den indirekte metode brukes den veide gjennomsnittlige kapitalomkostninger r_{wacc} (Weighted Average Cost of Capital) (Sørensen, 2009).

Dersom man omskriver frikontantstrømmen etter årsregnskapets termer kan frikontantstrøm beregnes som:

$$FCFF = DO - \Delta NOE$$

DO = Driftsoverskudd etter skatt

Dersom man fratrekker markedsverdien (bokført verdi) av netto finansielle forpliktelser, fra netto driftskapital, fremkommer et verdiestimat av egenkapitalverdien ved:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_1}{(1 + r_{wacc})^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \frac{FCFF_T}{(1 + r_{wacc})^T} + \frac{FCFF_T}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF$$

2.2.1.3 Superprofittmodellen til beregning av egenkapitalverdien.

Superprofittmodellen bruker budsjettering av residualt overskudd og bokført verdi til beregning av enten egenkapitalverdi eller netto driftskapital. Modellen beskriver verdi som en funksjon av bokført verdi og residualt overskudd og etterlater ikke inntrykket av å være kontanstrømbasert. Superprofitt blir betegnet som RI (Residual Income). Residualt overskudd blir ofte betegnet som det overnormale overskudd, og kan fremstilles på en enkel måte ved (Sørensen, 2009; Penman, 2010):

$$RI = \text{Inntjening} - \text{påkrevd inntjening på bokført verdi av EK}$$

Eller en litt mer sofistikert og omfattende måte ved:

$$RI_t = NO_t - (r_e EK_{t-1})$$

og

$$RI_t = (ROCE_t - r_e)EK_{t-1}$$

$r_e EK_{t-1}$) = Normalt overskudd

ROCE = Return On Common Equity

Superprofittmodellen til beregning av egenkapitalverdi kan uttrykkes ved følgende formel:

$$V_0^E = EK_0 + \frac{RI_1}{(1 + r_e)^1} + \frac{RI_2}{(1 + r_e)^2} + \dots + \infty$$

EK_0 = Bokført verdi av egenkapitalen på tidspunkt for verdsettelsen

Sett bort i fra transaksjoner med eierne, er alle endringer i den bokførte verdien på egenkapitalen med i resultatoppgjørelsen. Dette vil si at:

$$EK_t = EK_{t-1} + \text{nettooverskudd}_t - \text{transaksjoner med aksjonærene}_t$$

Transaksjoner med eierne består av utbytte og tilbakekjøp av egne aksjer. Dette er transaksjoner som minsker egenkapitalens bokførte verdi.

I praksis blir modellen brukt slik:

$$V_0^E = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+r_e)^t} + \frac{RI_{t+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$$

Hvor $\frac{RI_t}{(1+r_e)^t}$ betegner budsjettposten og $\frac{RI_{t+1}}{(r_e - g)(1+r_e)^T}$ betegner terminalverdien.

2.2.2.2. Superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital

Det er altså to modeller som kan benyttes til å beregne netto driftskapital som blir belyst i denne oppgaven. Frikontantstrømmmodellen til beregning av egenkapitalverdi og superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital. (Sørensen, 2009)

Det er greiere å bruke superprofittmodellen ved beregning av netto driftskapital, enn ved egenkapitalverdi fordi det ikke er nødvendig å prognostisere gjeldsforpliktelser og driftsfremmede strømmer (Soffer og Soffer, 2003). Denne modellen er tilsvarende lik som under beregning av egenkapitalen, men den tar hensyn til netto operasjonelle eiendeler (NOE).

Superprofitt er som tidligere nevnt inntjening relatert til driften fratrukket normal inntjening, derav navnet superprofitt. På samme måte som i frikontantstrømmmodellene trekker man fra netto ikke operasjonelle eiendeler og netto finansielle forpliktelser. Gjennom sammenhengen med resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen, foretar også superprofittmodellen en diskontering av kontantstrømmene for å verdsette driften. (Soffer og Soffer, 2009)

For beskrivelse av residualinntekt ved beregning av netto driftskapital vil jeg bruke benevnelsen RIDO (Residual Inntekt Driftsoverskudd).

I følge Sørensen (2009) er RIDO superprofittmodellens motstykke til frikontantstrømmmodellen FCFE, og kan på samme måte brukes til å beregne verdien av driften. I sin generelle form ser superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital slik ut:

Verdsettelse av IC Companys

$$V_0^{NOE} = NOE_0 + \frac{RIDO_1}{(1 + r_{wacc})^1} + \frac{RIDO_2}{(1 + r_{wacc})^2} + \dots + \infty$$

NOE_0 = Bokført verdi av netto operasjonelle eiendeler på verdsettelsestidspunktet.

RIDO defineres:

$$RIDO_t = DO_t - r_{wacc}NOE_{t-1}$$

Og

$$RIDO_t = (RNOE_t - r_{wacc})NOE_{t-1}$$

Hvor $r_{wacc}NOE_{t-1}$ er normaloverskudd fra driften.

Avkastning på netto operasjonelle eiendeler, $RNOE_t = \frac{DO_t}{NOE_{t-1}}$

I praksis blir modellen brukt:

$$V_0^E = NOE_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})} + \frac{RIDO_{t+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T} - NFF_0$$

Hvor $\frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})}$ er den budsjetterte verdien og $\frac{RIDO_{t+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T}$ er terminalverdien.

Ettersom $NDA - NFF = EK$ kan modellen reduseres til den endelige modellen for verdsettelse av netto driftskapital med superprofittmodellen

$$V_0^E = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})} + \frac{RIDO_{t+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T}$$

2.2.6 Valg av verdsettelsesmetode.

Jeg velger å foreta en fundamental verdsettelse av IC Companys, og modellen som blir brukt er superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital. Valget av modell faller på forskjellige faktorer. Det viktigste er at modellen bygger på disponible regnskapsdata, den kan brukes på selskaper som ikke betaler utbytte for en periode, noe som er tilfelle for IC Companys (IC Companys, 2010). Superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital har også fokus på budsjettering av fortjeneste og drift i fremtiden, dessuten er den enklere å bruke til estimering av netto driftskapital enn egenkapitalverdi jf. avsnitt over. For å kunne gjennomføre budsjetteringen er det også nødvendig med historiske data om selskapet, ettersom IC Companys har vært børsnotert i flere år har jeg full tilgang på tidligere årsrapporter for selskapet. Ulempen ved valgte modell er at den krever forståelse av regnskapsperiodisering (accrual accounting), og den er basert på regnskapstall som kan være av mindre god kvalitet (Penman, 2010). Modellen har også møtt kritikk for å være utsatt for regnskapsmanipulasjon fra ledelsens side, men har ingen påvirkning på valget.

3. Strategisk analyse

Som nevnt under punkt 2.2, inngår den strategiske analysen det første steget i en fundamental verdsettelse. Under denne del av oppgaven vil jeg gjennomgå IC Companys interne og eksterne forhold for å bli kjent med selskapet og dets styrker, svakheter, konkurransesituasjon etc. En strategisk analyse av markedet, bransjen og selskapet som helhet supplerer regnskapsanalysen og hele verdsettelsen, ved å gi en mer pålitelig prognose av fremtiden. Dette avsnittet vil derfor gi en mer dyptgående gjennomgang av de forhold som påvirker IC Companys.

”De fleste selskaper må på en eller annen måte forholde seg til en eller flere konkurrerende selskaper. Dersom det viser seg at et selskap kan opparbeide seg en gunstig posisjon i forhold til de andre selskapene, omtales dette gjerne som konkurransefortrinn. Det er nettopp en kartlegging for å avdekke selskapets konkurranseposisjon og utvikling som er bakgrunnen for strategiske analyser.”

(Roos, 2005, side.95)

3. 1 Ekstern analyse

Denne delen vil ta for seg de eksterne forhold som påvirker IC Companys. For å analysere de makroøkonomiske og samfunnsmessige faktorer vil jeg benytte meg av PESTEL modellen. For analyse av bransjen vil jeg benytte meg av Porters ”five forces” som analyseverktøy.

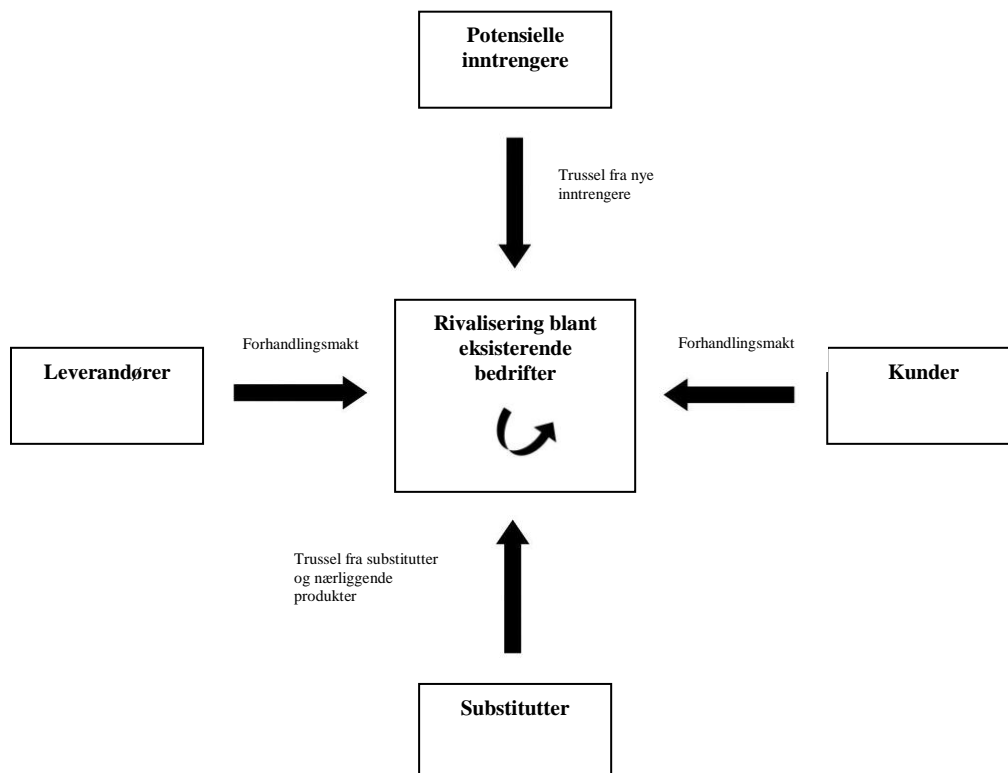
3.1.1 Porters fem konkurransekrefter

En bransje er i følge Porter (1998) en gruppe bedrifter som produserer/leverer produkter/tjenester som er like, eller nære substitutter til hverandre. For en bedrift i bransjen vil det, ifølge Porter, være fem konkurransekrefter som truer bedriften i forhold til konkurrentene. Disse kreftene er trusselen fra potensielle inntrengere (nyetableringer), kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen og trusselen fra substituerbare produkter.

Michael Porter har definert fem faktorer i forbindelse med konkurranseevne. Disse faktorene kan benyttes som en bakgrunn for å forstå dynamikken i den industrien hvor organisasjonen opererer, og som er avgjørende for hvordan et selskap vil posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter. Dette rammeverket hjelper til med å analysere de nye aktørene som ønsker å operere i markedet, kundenes forhandlings situasjon, leverandørenes forhandlings situasjon, innflytelsen fra substituerbare produkter som er tilgjengelige for kundene, og den rivaliseringen som foregår blant aktørene i bransjen. Som vist i figur 5.

En god ledelse for et selskap vil dermed identifisere og utnytte de strategiske fortrinnene de har i forhold til konkurrenter, ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter.

Figur 4Porters five forces



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

I motebransjen er det flere tilbydere av klær IC Companys ikke konkurrerer direkte med, i og med at i motebransjen er produktene og målgruppene veldig forskjellige. IC Companys

bransje avgrensers seg derfor til forhandlere av moteklær i god kvalitet til mellom- og høyprissegmentet.

Jeg vil nå ta for meg de fem faktorene i figur 4 for å vurdere de fem konkurransekraftenes påvirkningskraft ovenfor IC Companys.

3.1.1.1 Trusselen fra nye aktører i markedet.

”Nyetableringer i en bransje fører som regel med seg ny kapasitet, et ønske fra den nye aktøren om å vinne markedsandeler og ofte en betydelig innsats av ressurser. Ikke sjelden leder dette til prispress eller økte kostnader forbundet med en mer intensiv konkurransesituasjon. Resultatet blir i begge tilfeller redusert lønnsomhet for de resterende aktørene i bransjen.”

(Roos, 2005, Side 107)

Etableringstrusselen i en bransje vil i stor grad avhenge av hvilke etableringshindringer som finnes i denne bransjen. Det finnes syv sentrale kilder til etableringshindre.

1. Stordriftsfordeler
2. Produktdifferansiering
3. Kapitalbehov
4. Byttekostnader
5. Adgang til distribusjonskanaler
6. Kostnadsulempner som er uavhengige av størrelsesfaktoren
7. Myndighetenes politikk

De viktigste inngangsbarrierene for klesbransjen har jeg vurdert til å være produktdifferansiering, kapitalbehov, byttekostnader og adgang til distribusjonskanaler

I klesbransjen er det en rekke krav for at en potensiell ny inntrenger skal kunne entre markedet. Inntrengeren trenger kapital, et eller flere salgbare klesmerker og produksjons og distribusjonskanaler. Klesbransjen er et flerdelt marked, hvor det produseres både standardiserte produkter i et stort volum, til designerinspirerte produkter som blir produsert i

mindre kvantum. Et av etableringshindrene vil dermed også inkludere i hvilken ende av skalaen man ønsker å entre.

Lav- og deler av mellomprissegmentet har som kjennetegn at forbrukerne i veldig stor grad er prissensitive. Kundene kjøper i utgangspunktet det billigste produktet som oppfyller deres krav. Dette medfører en lav kundelojalitet i dette segmentet. Produsentene i dette segmentet fokuserer derfor på å minimere kostnadene ved egne produkter fremfor å forbedre kvalitet og design. Den viktigste inngangsbarrieren for lav- og mellomprissegmentet er dermed kapitalbehov, som er nødvendig for å kunne utnytte stordriftsfordeler.

IC Companys er representert under dette segmentet med flere merker. Det kreves dog veldig mye kapital for å starte et nytt klesmerke i dette segmentet, samtidig som man må treffe de riktige trendene over lang tid. Dette segmentet har også meget sterk konkurranse fra mange aktører. Jeg vurderer derfor trusselen fra nye aktører på lav- og deler av mellomprissegmentet som lav.

Produktdifferansiering er en meget viktig inngangsbarriere ved høy- og den øverste delen av mellomprissegmentet. Ved å utnytte produktdifferansieringen godt kan tilbydereren oppnå en fordel i forhold til konkurrentene. Gevinsten kan oppnås ved å ha et mer anerkjent merke, bedre kvalitet eller design. Dette krever igjen stor tilgang på kapital, ettersom å oppnå dette krever tid og ressurser. Roos (2005) mener at ved en kombinasjon av spesielle egenskaper ved produkter og ulike former for markedskommunikasjon kan et selskap bygge opp lojalitet i markedet, til et produkt eller en tjeneste.

De aller fleste forbrukerne i dette segmentet har opparbeidet seg preferanser innenfor merker og designere. Det tar tid å bygge opp et merke. Kunden må få tillit til merkets kvalitet og motemessige innhold, altså merket må levere klær som passer de forskjellige trender til enhver tid. I høyprissegmentet er pris en mindre viktig faktor for forbrukerne, stordriftsfordeler for tilbydereren er dermed av mindre betydning i dette segmentet.

Konkurrenter som kan utgjøre en reell trussel for IC Companys må antas å være større aktører, altså ikke mindre nyoppstartede selskaper. Jeg vurderer derfor at en eventuell trussel måtte komme fra et allerede etablert selskap med et eller flere merker i mellom- eller høyprissegmentet. Dette selskapet må også ha god tilgang på kapital og gode distribusjonskanaler. Trusselen fra nye konkurrenter begrenser seg ikke bare til skandinaviske

selskaper, hvor IC Companys har sin største markedsandel, men kan også komme fra selskaper over hele verden.

På grunn av globalisering må man anta at de aller fleste store konkurrenter er til stede på de markeder IC Companys opererer.

På bakgrunn av dette vurderer jeg at trusselen fra nye inntrengere ikke vil kunne redusere IC Companys omsetningspotensiale vesentlig.

3.1.1.2 Rivalisering blant eksisterende konkurrenter i bransjen

Jeg vurderer Bestseller A/S, BTX Group A/S og Varnergruppen A/S som IC Companys primære konkurrenter. De to førstnevnte konkurrentene er danske motekonserner og det siste, Varnergruppen er et norsk motekonsern. Disse tre konkurrentene blir vurdert som hovedkonkurrenter ettersom de har sine største markedsandeler på det skandinaviske markedet. På det internasjonale markedet vil Inditex Group S.A. være en stor konkurrent. Jeg har bevisst utelatt motegiganten Hennes & Mauritz da jeg mener dette konsernet leverer varer til et annet segment, nemlig lavprissegmentet.

Nedenfor, i tabell 5, blir det gjengitt noen data for IC Companys og de fire konkurrentene.

Tabell 5: Konkurransenintensitet

	Omsetning MRD DKK	Antall ansatte	Antall land	Antall merker	Antall egne butikker
Inditex Group	87,986	92301	77	8	4907
Bestseller	15,566	9600	46	10	2520
Varnergruppen	7,927	8458	9	-	1145
IC Companys	3,495	2315	40	11	500
BTX Group	2,056	815	-	16	-

*Inditex og Bestseller har omsetningstall i Euro, omregningen til DKK er gjort med DnB Nors kurs gitt den 21.3.2011 på 7,9381.

**Varnergruppen har omsetningstall i NOK, omregningen til DKK er gjort med DnB Nors kurs gitt den 21.3.2011 på 0,97

(DnB, 2011; Inditex, 2011; Bestseller, 2011; Varnerruppen, 2011; IC Companys.com, 2011; BTX, 2011)

Disse motekonsernene opererer på liknende måte som IC Companys. De har alle et utvalg av flere forskjellige merkevarer og opererer i forskjellige prisklasser.

Inditex Group er et spansk motekonsern med det kjente merkenavnet *Zara* i spissen. *Zara* er en tilbyder av klassiske dame- og herreklær i mellomprissegmentet, samt barneklær og interiør. Inditex Group er også representert i høy- og lavprissegmentet med merket *Massimo Dutti* i høypris og *Bershka* og *Pull & Bear* i lavprissegmentet. Ettersom Inditex Group er et spansk motekonsern er det ikke like sterkt representert på det skandinaviske markedet, i den grad de er representert er det for det meste butikker som fører *Zara*, men dog med få butikker. Sentralt i Europa er Inditex Group en av de største aktørene. I følge Hill (2008) er *Zara* et av Spanias raskest voksende og mest suksessfulle selskaper. *Zaras* konkurransemessige fortrinn sentrerer seg rundt leveringstid, selskapet opererer under et begrep kalt ”fast moving consumer goods”. I følge Hill and Jones har de aller fleste kleskonsern seks til ni måneders leveringstid på varer, fra design til varen er i butikk. *Zara* gjennomfører denne prosessen på fem uker, og ved å ha så kort leveringstid av nye varer kan *Zara* raskt svare på endringer i motebildet. Selskapet kan gjennomføre den korte leveringstiden fordi de ikke outsourcer produksjonen av varene, *Zara* har sine egne fabrikker og produserer rundt halvparten av sine egne varer selv. Selskapet har også egne designere som ukentlig har kontakt med butikksjefer for å være oppdatert på hvilke produkter som selger mest. Det er helt klart at *Zara* har et konkurransemessig fortrinn i forhold til sine konkurrenter.

Ledelsen i IC Companys har i 2009/2010 arbeidet målrettet med å optimere en rekke sentrale områder i selskapets verdikjede. Arbeidet har omfattet fokusert kolleksjonsutvikling for hvert enkelt merke, det vil si redusering av forskjellige motestiler, ”go-to-market” strategier, sterkere franchisekonsepter og utbedring av ordreforslag. Dette arbeidet vil også kunne kutte ned leveringstiden til markedet for produktene, men selskapet har generelt mye lenger leveringstid enn *Zara* (Hill, 2008)

Som tidligere nevnt opererer IC Companys med en multibrandstrategi. Formålet med denne type strategi er å ha en bred portefølje av merker, som dekker forskjellige kundesegmenter. Samtidig som man sprer kundesegmentet oppnår man en lavere risiko for feil, ettersom selskapet ikke er avhengig av et spesielt segment eller bestemte retninger innenfor trendutviklingen.. Det er derfor naturlig at IC Companys har forskjellige konkurrenter til de forskjellige merkene. Jeg har på grunnlag av gjennomsnittlig pris for klær valgt å dele opp IC Companys merker i følgende segment:

Tabell 6: Prissegment

Merke	Kundesegment
Peak Performance	Høy
Tiger of Sweden	Høy
By Malene Birger	Høy
Inwear	Mellom / Høy
Designers remix collection	Mellom / Høy
Cottonfield	Mellom / Høy
Matinique	Mellom / Høy
Jackpot	Mellom / Lav
Part two	Mellom / Lav
Soaked in luxury	Mellom / Lav
Saint tropez	Mellom / Lav

IC Companys konkurrent i høysegmentet er primært, når det gjelder prisklasse, Varnergruppen AS. Varnergruppen AS har flere merker som pris og stilmessig direkte kan ansees som en trussel mot IC Companys merker i høyprissegmentet. Inditex Group er også å anse som en konkurrent i dette segmentet, men dog kun stilmessig da deres gjennomsnittlige priser vil bli klassifisert som mellom / høy. For de resterende segmenter er Bestseller AS og BTX Group AS konkurrenter.

Jeg vil på bakgrunn av dette konkludere med at rivaliseringen blant eksisterende bedrifter i bransjen er meget høy.

3.1.1.3 Substituerbare produkter

Å identifisere substitutter vil si å se etter andre produkter som kan dekke samme funksjon eller tilfredsstille det samme kundebehovet som et produkt til den aktuelle bransjen. Nære substitutter er en stor trussel ettersom de legger en begrensning på prisen bedriftene i en bransje kan sette (Hill, 2004; Roos, 2005)

IC Companys har store utfordringer knyttet til substituerbare produkter. Det er ikke bare legitime konkurrenter som tilbyr substituerbare produkter, klesbransjen er også utsatt for piratvirksomhet og kopiering. Det finnes utallige varianter av piratkopiering på produkter og etterligninger på design. Selve piratkopieringen og såkalte ”uekte varer” er størst i det øvre prissegmentet. Uekte varer er varer som gir et inntrykk av å være et genuint produkt, men som er produsert av en uavhengig produsent for å ligne på det ekte produktet. Disse uekte varene kan være lette å avsløre, men noen piratkopier er meget profesjonelt laget og sluttkunden har ofte problemer med å skille de ekte fra de uekte varene.

En siste trussel for IC Companys er risikoen for at selskapets merker blir umoderne i forhold til konkurrentenes merker. Selskapet har naturlig nok opplevd lunken mottagelse for noen kolleksjoner. Ved flere feillanseringer taper et merke sin verdi og kundene kan få et bedre forhold til et mer treffende merke.

IC Companys står ovenfor en konstant trussel fra substituerbare produkter, noe som er naturlig for bransjen.

3.1.1.3 Kundenes forhandlingsmakt

I følge Roos (2005) er kundene ofte interessert i å presse prisene ned og oppnå høyere kvalitet på produktene eller å få økt eller bedre service. Dette kan fort gå på bekostning av lønnsomheten hos det selgende selskapet. Kundens forhandlingsmakt er en av Porters fem konkurransekrefter og sterke kunder på sees på som en trussel (Hill, 2004).

IC Companys kunder kan deles opp i to grupper. Selskapet selger produkter både til engrosforhandlere og direkte til privatkunder gjennom egne retail- og outletbutikker.

Salget til engrosforhandlere var på 60,5 % av den totale omsetningen for 2009/2010. Denne type salg omhandler salg til eksterne forhandlere som har egne butikker. Selv om engrosforhandlerne, i prinsippet, er en kunde av IC Companys bør analysen om kundenes forhandlingsmakt omhandle det endelige salget til forbrukerne, ettersom det er de som faktisk etterspør varene. Engrosforhandlerne er avhengige av å dekke kundenes behov for å oppnå egen profitt og vil dermed være avhengige av IC Companys varer dersom de er etterspurt.

Roos (2005). Mener at forhandlingsposisjonen til en kundegruppe er sterk under følgende forhold:

- Kundegruppen er konsentrert eller kjøper større volum.
- Produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader eller innkjøp.
- Produktene er standardiserte eller udifferensierte.
- Kunden kan tenkes å integrere bakover (vertikal integrasjon).
- Produktet har liten betydning for kvaliteten for kundens varer eller tjenester videre.
- Kunden har tilgang på full informasjon.

Engrosforhandlere kan igjen deles opp i to grupper med forskjellige styrkeforhold.

Butikkjeder av stor størrelse og selvstendige butikker av liten størrelse. Butikkjedene kjøper ofte produkter i et stort volum, mens de små selvstendige butikkene kjøper produkter i mindre volum for å forkorte leveringstiden, ikke binde for mye penger i varelageret og for å unngå feilslåtte kolleksjoner og ukurante varer.

Selv om denne analysen tar utgangspunkt i at forbrukerne er kunden kan også engrosforhandlerne forhandle seg frem til rabatter ved store innkjøp. Det er også naturlig at store engroskunder får bedre kvalitet på service ettersom det er i IC Companys interesse å fortsette samarbeidet, men det vurderes ikke at en enkelt engroskunde kan ha stor forhandlingsmakt ovenfor IC Companys. I følge årsrapporten 2009/2010 står ingen av selskapets engroskunder for mer enn 2 % av den samlede engrosomsetningen.

På bakgrunn av dette kan jeg konkludere med at kundenes forhandlingsmakt vil i liten grad kunne påvirke prisen på produkter levert av IC Companys. Noen engroskunder vil imidlertid kunne oppnå en økt grad av service.

3.1.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt.

I følge Roos (2005) kan også leverandørene presse ned overskuddet i en bransje. Dette kan skje ved å sette opp prisene eller redusere kvaliteten på de varer eller tjenester som leveres.

En leverandør er en stor trussel dersom;

- Leverandørens industri er dominert av et lite antall bedrifter
- Produktene er unike eller høyt differensierte.
- Leverandørene er ikke truet av andre substitutter til bransjen
- Leverandørene tenker på å entre bransjen og selv konkurrere med bedriften (vertikal integrasjon)
- Bedriften er ikke en viktig kunde for leverandøren

IC Companys produkter fremstilles utelukkende hos underleverandører, som igjen gir en høy grad av fleksibilitet. (Årsrapport 09/10 s33) Selskapet har innkjøpskontorer og kjøper inn varer fra fem områder; Kina (Hong Kong), Bangladesh, Vietnam, India og Romania. Innkjøp kan flyttes dit hvor kombinasjonen av pris, kvalitet og leveringssikkerhet er mest fordelaktig. I 2009/2010 fant 83 % av selskapets produksjon sted i Asia og 17 % i Europa. Konsernet har i alt 427 leverandører der de 14 største står for 30% av den samlede produksjonsverdi, den største enkeltleverandøren står for 6%. Konsernet er ikke avhengig av enkelte leverandører ettersom det finnes utallige fabrikker og produsenter IC Companys kan benytte seg av.

Leverandørenes forhandlingsmakt ovenfor IC Companys blir vurdert til å være lav.

3.1.3 Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter.

Etter å ha analysert de fem konkurransekreftene i forhold til IC Companys kan jeg konkludere med at selskapet opererer i en bransje med høy konkurranseintensitet og at selskapet er konstant utsatt for trusselen fra substitutter. Kundenes og leverandørers forhandlingsmakt ovenfor selskapet vurderes til å være lav, det samme gjelder trusselen fra nye aktører i markedet.

3.1.2 Analyse av makroforhold – PESTEL.

For å analysere makroforholdene IC Companys står ovenfor benytter jeg meg av en modell kalt PESTEL. PESTEL-analysen er en strategisk analysemodell som ofte blir brukt som et verktøy for å vurdere forskjellige makroforhold for et selskap i en spesifikk bransje (Henry, 2008). PESTEL-analysen er en videreutvikling av det som heter PEST-analysen, der PEST står for Political, Economical, Social og Technological, PESTEL-analysen inneholder i tillegg faktorene Environmental og Legal (Roos, 2005).

Nedenfor vil det dermed bli gitt en gjennomgang av IC Companys Politiske, Økonomiske, Sosiale, Teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer.

3.1.2.1 Politiske og juridiske forhold (*Political and legal*)

De politiske og juridiske faktorene i PESTEL modellen omhandler effekten av forskjellige lands regjeringers politikk. Ettersom regjeringers politikk er utarbeidet gjennom lovgivning, omfatter den også juridiske forhold. (Henry, 2008)

Politisk stabilitet og det politiske synet på klesbransjen er svært viktig for IC Companys. Dette gjelder spesielt i Danmark, men også i andre land hvor det skapes omsetning eller produksjon.

Omsetningsmessig:

IC Companys primære omsetning skjer JF. FIGUR til skandinaviske og vestlige land. Fellestrekket, politisk sett, hos disse landene er at de har veldig like politiske forhold som Danmark. Kjentegnet ved de landene som står for den største delen av omsetningen er at de har et stabilt politisk miljø. Danmark er også medlem av EU, noe som gjør at det er en homogen utvikling i lovgivningen. Deltakelse i EU vil også si at IC Companys kan benytte seg av EU's indre marked. Det vil si at personer, varer, tjenester og penger kan flyte fritt mellom medlemslandene (Eudelegasjonen, 2011).

På grunnlag av dette vurderes det derfor ikke at de politiske eller juridiske forholdene vil i vesentlig grad kunne påvirke IC Companys omsetning negativt.

Produksjonsmessig:

Som tidligere nevnt foregår 83% av IC Companys produksjon av varer i Asia. Kina står for 67% av produksjon og øvrige land i Asia står for 16%. Selskapet kan dermed bli påvirket, på produksjons- og leverandørsiden, av de politiske forhold i Asia. Konsernet har valgt å plassere den største del av produksjonen i Asia, primært på grunn av det generelt lave lønnsnivået i verdensdelen. Det er også kjent at flere land i Asia har spesialisert seg på produksjon av klær og tekstiler, samlet sett betyr dette at kombinasjonen av pris og kvalitet er markedsledende.

Danmark er medlem av World Trade Organisation (WTO). WTO er den eneste globale internasjonale organisasjonen som arbeider med regelutredning i forhold til handel mellom nasjoner. Reglene er utarbeidet gjennom avtaler, disse avtalene er forhandlet og signert av flesteparten av verdens handelsnasjoner. Organisasjonen har som målsetting å øke internasjonal handel ved å søke å senke handelshindringer og å tilby mekanismer for forhandling om handel mellom land og å løse uenighet som angår handel (WTO, 2011). Kina ble medlem av WTO i 2001, dette kunne ha gitt store driftsfordeler for de importerende virksomheter i handel med landet. Selv om Kina var medlem i WTO var handelen fortsatt regulert av importkvoter, disse kvotene ble imidlertid opphevet i 2005.

”Det internasjonale kvotesystemet på tekstil og klær går under navnet Multifiberavtalen (MFA), og ble vedtatt av EU, USA og Canada i 1973. Avtalen mellom verdens rikeste nasjoner satte kvoter for hvor mye tekstil og konfeksjonsvarer som kunne eksporteres til disse landene, og var et tiltak for å beskytte egenproduksjonen og bremse konkurransen fra lavkostland.

I 1995 bestemte Verdens handelsorganisasjon (WTO) at multifiberavtalen gradvis skulle nedtrappes og forsvinne etter ti år, det vil si ved utgangen av 2004. Tekstil og konfeksjon kom fra 1. januar 2005 dermed inn under WTOs generelle handelsregler.” (Gaarder, 2005)

Det oppsto noe politisk uro mellom USA og Kina etter at multifiberavtalen forsvant, USA truet Kina med egne importkvoter tidlig i 2005 (NTB, 2011).

For EU og IC Companys vil det fremover ikke bety noen større hindringer for import av klær fra Kina og Asia.

Det vurderes at politiske eller juridiske forhold ikke, i større grad, kan påvirke IC Companys omsetning eller kostnader knyttet til produksjon negativt.

3.1.2.2 Etikk, miljølovgivning og sosiale faktorer (Environmental)

Vestlige klesselskaper opererer i en bransje der produksjons og leverandørlandene er underlagt stor medieoppmerksomhet med hensyn til etikk, arbeids- og lønningsforhold. For selskaper, IC Companys inkludert, kan negativ medieomtale skade selskapets image og gi stor skade både kort og på lang sikt. For å unngå dette har IC Companys utarbeidet en ”Code of Conduct”, som er egne retningslinjer, selskapet stiller til sine leverandører.

IC Companys er meget engasjert i etiske retningslinjer og miljølovgivning. De er i tillegg engasjert i flere forskjellige forum for å bedre forholdene hos leverandører/produsenter.

Siden august 2007 har IC Companys vært medlem av FN’s Global Compact, som er verdens største initiativ for virksomheters samfunnsmessige engasjement. FN’s Global Compact er et frivillig initiativ for å involvere private virksomheter i å takle de største miljømessige og sosiale utfordringer. Kjernen i samarbeidet er ti prinsipper basert på avtalte konvensjoner og traktater som omhandler menneskerettigheter, arbeidsstandarder, miljøbeskyttelse og korrupsjonsbekjempelse. Engasjementet i FN’s Global Compact innebærer årlig rapportering om den fremgang som skjer i forhold til de ti prinsipper i Global Compact.

(IC Companys, 2010)

I tillegg er IC Companys medlem av et felles europeisk forum som er rettet mot detaljkjeder, industri og importerende virksomheter som ønsker å forbedre de sosiale arbeidsvilkår hos leverandørene i produksjonslandene. Forumet går under navnet BSCI, (Business Social Compliance Initiative). Det er gjennom BSCI IC Companys har utarbeidet sine egne retningslinjer kalt ”Codes of Conduct”. ”Codes of Conduct” definerer de minimumskrav IC Companys stiller til sine leverandører og underleverandørers sosiale og miljømessige standard. Retningslinjene skal forhindre, blant annet, barnarbeid, tvangsarbeid og diskriminering. Leverandørene må, gjennom avtaler, overholde disse minimumskravene.

(IC Companys, 2010)

IC Companys var også i 2008 medstifter av organisasjonen Dansk Initiativ for Etisk Handel (DIEH). Dette er et ressurscenter og en medlemsorganisasjon som skal styrke danske virksomheters etiske handel og leverandørstyring. DIEHs formål er, å bidra til en bærekraftig utvikling i utviklingslandene og å fremme internasjonal handel som respekterer menneske- og

arbeidstakerrettigheter. DIEH vil samle erfaringer og kunnskaper om god forretningskikk i utviklingslandene og hjelpe danske virksomheter med å sikre at leverandørene lever opp til internasjonale konvensjoner (IC Companys.com, 2011).

På bakgrunn av dette vurderer jeg at IC Companys har tatt de nødvendige grep for å sikre seg på best mulig måte mot etiske og miljømessige problemer.

3.1.2.3 Teknologiske forhold

Utviklingen av teknologiske forhold er uten tvil en av de største faktorene som påvirker dagens samfunn og konkurransetilstanden blant selskaper og bransjer. Teknologien har hatt en utrolig stor utvikling de siste 20 årene. Den største endringen er nok bruken av internett som har gitt både forbrukere og virksomheter mye større tilgang på informasjon (Henry, 2008). Selskaper har fått en ny og rimeligere markedsføringskanal gjennom mediet og forbrukerne kan lete kostnadsfritt og lett etter produkter av interesse.

IC Companys har aktivt utviklet sine IT systemer i takt med utviklingen på området og selskapet forventer å investere 130 – 150 mill DKK på området i 2010/2011. Investeringene skal primært dekke utvidelse av distribusjonen og salgsunderstøttende forbedringer av selskapets IT-plattform (IC Companys, 2010). Selskapet har utviklet en solid IT-plattform som dekker alle momenter i innkjøp, distribusjon, logistikk, administrasjon og salg. Plattformen gjør det mulig for hvert enkelt merke å fokusere på den kreative og kommersielle utvikling, samtidig er det utviklet et nytt *Point of Sale* (POS). POS medfører en markant forbedring i selskapets retaildata og ved å gjøre det mulig å skape et bedre og mer effektivt kundeloyalitetsprogram. Fellesdriften i IT plattformen resulterer i omkostningsfordeler for hvert enkelt merke. Den finansielle planlegging, oppfølging, rapportering og administrasjon er organisert i et system kalt ”shared service centre”. Dette systemet ivaretar finansielle og administrative oppgaver for moderselskapet og alle salgskanaler knyttet til konsernet. I tillegg til omkostningsfordeler betyr dette, at konsernet er i stand til å hurtig integrere nye enheter eller håndtere organisasjonsendringer. IC Companys er teknologisk avhengige av driftsikre IT-systemer til avvikling av den daglige drift, for å sikre kontroll over produktfremkallelsen samt effektivisering av forsyningskjeden. Det følger også risiko med IT-systemer og det arbeides løpende med å avdekke disse risikoene, i form av brannmurer, adgangskontroller, nødplaner etc. (IC Companys, 2010).

En rapport, utgitt av EU, har identifisert trender innenfor elektronisk handel. Rapporten viser en prosentvis økning fra 22 % til 34 % mellom år 2004 til 2008 for privatforbrukere som har kjøpt produkter eller tjenester over internett (Commision, 2009).

Netthandel har gitt IC Companys en ny distribusjonskanal, og for å utnytte økt handel over nett, har selskapet i løpet av 2008/2009 inngått et samarbeid med en av verdens ledende e-handels partnere, GSI Commerce inc. Selskapet har i dag utviklet egen netthandel for 8 av sine 11 merker, de resterende merkene blir solgt via andre eksterne netthandlere.

(IC Companys 2010)

Ved produksjon av klær er den tekniske utførelsen, altså god kvalitet og lav pris, en vesentlig faktor. Produksjonen av tekstiler og klær i Asia har i stor grad bestått av manuell arbeidskraft, utviklingen av teknologien tyder derimot på at produksjonen vil, i høyere grad, skje ved hjelp av maskiner. Dette kan gjøre at kvaliteten bedres og avhengigheten av arbeidskraft reduseres. Kostnadmessig vil ikke denne utviklingen ha noen vesentlig effekt for IC Companys, ettersom dagens lønnsnivå er såpass lavt.

Det vurderes at IC Companys løpende foretar investeringer og utvikler egne systemer for å henge med i den teknologiske utviklingen.

3.1.2.4 Økonomiske forhold

I denne del vil jeg analysere makroøkonomiske forhold som kan påvirke IC Companys, både gjennom salgsinntekt og kostnader knyttet til produksjon og salg.

I løpet av 2009/2010 merket IC Companys en forsiktig og tilbakeholdende oppførsel fra engrosforhandlere og privatkunder. Flere av styringsregjeringene i Nord-Europa implementerte kostnadssparende programmer for den offentlige sektoren, dette førte til en forbruksusikkerhet som IC Companys vil vare inn i det kommende finansielle år. Dog, utviklingen i forbrukeratferden viser positive tegn (IC Companys, 2010).

Danmark:

Fremtidsutsiktene for IC Companys hjemland er positive. Etter to år med nedgang i privatforbruket, -0,6 % i 2008 og -4,5 % i 2009, kan man se en positiv utvikling i privatforbruket for 2010 på 1,9 %. *”Etter et massivt tilbakeslag i 2009, vendte den positive økonomiske vekst for alvor tilbake i 2010.”* *”Både forbrukere og selskaper har fått gode fremtidsutsikter og kursen er satt for høy avkastning i den danske økonomi.”* Økonomisk Perspektiv Nordea 2011.side 8.

Danmark står for den nest største markedsandelen for IC Companys, landets utsikter for privatforbruk er dermed viktig i forhold til selskapets fremtidige inntekter.

”Selv om det verken er utsikt for skattelettelse eller nevneverdig reallønnsfremgang, kan man ved første øyekast få bange anelser for utviklingen i privatforbruket de nærmeste år. Men heldigvis er det andre vesentlige tegn på både pen forbrukslyst og –evne. Det er her verdt å bemerke, at de danske husholdninger ser lyst på fremtiden.” (Nordea, 2011, side. 8)

Fremtidsutsiktene for det danske privatforbruket er positivt, dette kan skyldes lave renteutgifter og gjennom formuestigning fra 2009 og 2010. Privatforbruket er forventet å stige med 1,8 % i 2011 og 1,7 % i 2012. Utsiktene for BNP er også positive, det er forventet en vekst på 1,8 % og 1,9 %, henholdsvis i 2011 og 2012.

(Nordea, 2011)

Sverige:

Sverige utgjør IC Companys største marked, og var som Danmark rammet av den globale økonomiske krise. Den svenske økonomien har kommet sterkt tilbake, og man forventer et økt BNP med 4,5 % og 2,8 % i 2011 og 2012.

”The Swedish economy recovered in 2010. Both GDP and employment returned to pre-crisis levels.” (Nordea, 2011, side. 10)

Husholdningene og privatforbruket har dratt nytte av Riksbankens ekspansive pengepolitikk med lav styringsrente og skattelette. Det er forventet at privatforbruket skal stige med 3,5 % i 2011 og 2,8 % i 2012. Det er forventet en nedgang i arbeidsledigheten de neste to årene på

grunn av den stigende økonomi. I slutten av perioden er det også forventet at timelønnen (minstelønn) skal stige.

(Nordea, 2011)

Norge:

Norge er det landet i Norden som har vært minst berørt av den globale økonomiske krise. Likevel kunne vi se en svært svak vekst i privatforbruket i 2008 og 2009, men denne veksten var svakere enn forventet.

”Consumer confidence has improved, and home prices rose sharply during the last months of 2010. With unemployment stabilising at a relatively low level and wage growth gradually rising, there are indications that consumption growth could be relatively high in the next few years. But consumption in early 2011 may show signs of weakness as high electricity bills erode consumers’ purchasing power.”

(Nordea, 2011, side. 12)

Vi kan dermed forvente en vekst på 3,3 % og 3 % I privatforbruk i henholdsvis 2011 og 2012. Denne veksten kan ikke forklares med nedgang i arbeidsledigheten, ettersom den forventes å være stabil frem til 2012 hvor den, etter dette, er forventet å falle noe. Lønnsnivået vil også holde seg relativt stabilt, men vil stige noe de nærmeste årene på grunn av et strammere arbeidsmarked.

(Økonomisk Perspektiv Nordea 2011)

Basert på prognoser fra Nordea kan skandinaviske landene forvente seg en vekst i privatforbruket. Som tidligere nevnt i oppgaven står de skandinaviske landene for over 50 % av IC Companys omsetning.

Europa.

Noen av landene i Europa har møtt på en finansiell gjeldskrise, i følge Nordeas (2011) ser denne krisen ut til å vedvare i noen år frem i tid. Selv om noen av landene står ovenfor en krise ser utviklingen i europeisk økonomi ut til å oppnå samme nivå som før den globale finansielle krisen i 2008. De første tegnene på finansiell uro i Europa ble besvart med

politiske initiativer for å prøve å ende problemene tidlig. De fleste av disse initiativene representerte skritt mot en felles pengepolitikk for medlemslandene i EU. Dette har umiddelbart ikke blitt noen suksess ettersom medlemslandene har vist begrenset med handlekraft, sett bort fra Tyskland. Rapporten mener at den finansielle uroen i Europa ikke vil kunne true den europeiske økonomi som helhet. Fordi det europeiske finansielle stabilitetsfond (EFSF) sikrer finansiering for land med store problemer, så lenge krisen holder seg til små- og mellomstore medlemsland. De siste uroligheter i den Europeiske økonomi har primært holdt seg til de mest utsatte landene, og utsiktene for området som helhet ser ut til å være på bedringens vei. Dette ser ut til å tilrettelegge for et mer avslappet kredittforhold, og ny vekst i utlån til bedrifter og husholdninger. (Nordea, 2011)

Etter Nordeas (2011) prognoser vil privatforbruket i Europa øke med 0,8 % i 2011 og 1,5 % i 2012. Utviklingen i det samlede BNP for Europa tyder på en vekst i 2011 og 2012 på 1,6 % og 2 %.

Kina.

Kina er det landet som står for mesteparten av IC Companys produksjon, men landet utgjør også et uløst potensial i forhold til salg. I 2008 var det en økning i forbruk på luksusvarer på 43 % i landet, Kineserne har fått mer penger å bruke og nærmere 80 % av inntekten blir brukt på forbruksvarer. Det er flere danske klesmerker og konkurrenter av IC Companys som har fått innpass på det kinesiske markedet, selv er selskapet representert med InWear og Matinique.

(Ritzau, 2008)

Dette er merker som er godt innarbeidet av IC Companys, men det uløste potensial ligger i å lansere de resterende merkene på dette markedet.

Den kinesiske økonomi har vært i kraftig vekst de siste årene og landet kom seg relativt godt ut av den globale finanskrisen ved hjelp av en statlig krisepakke. Da den globale finansielle krise brøt ut, var kinesiske myndigheter raske med å reagere. Takket være et statlig stimuleringsprogram og en massiv utvidelse av tilgangen på kreditt har Kina derfor kommet seg bedre gjennom den globale finanskrisen enn andre land.

Stimuleringspakken var på over 3,000 milliarder kroner, og inkluderte både skattelettelser, forbrukersubsidier, veibygging og andre infrastrukturprosjekter. Myndighetene gikk samtidig ut og oppfordret kineserne til å bruke penger. (Kanestrøm, 2010)

Myndighetene i Kina har lansert en ny fem års plan, for 2011 – 2015, som skal føre til en mer balansert økonomisk utvikling i landet. Et av nøkkelpunktene for denne planen er et ønske om å øke den økonomiske veksten ved innenlandsk etterspørsel og en mer jevn inntektsfordeling. Dette innebærer punkter som økt lønnsnivå for lavinntekts forbrukere, bedret sosial trygghet og helsereformer og økt regionalt fokus ved å bevege industri og vekst til vestlige deler av landet. (Nordea, 2011)

I følge Nordeas (2011) rapport forventes det en fortsatt økning i Kinas BNP, økningen de siste 3 årene har vært godt opp mot 10 % og forventes å være 8,7 % og 8,9 % i 2011 og 2012. Det tidligere nevnte krisetiltaket fra myndighetene ga oppfordringer til de kinesiske forbrukerne om å bruke penger, og dette har medført svært sterk vekst i privatkonsumet og det forventes å øke ytterligere med 9,5 % i 2011 og 10 % i 2012.

Ettersom IC Companys produserer mesteparten av sine varer i Kina vil de merke den formidable økonomiske utviklingen i landet. Samtidig med den kinesiske veksten er også verdens råvarepriser på et historisk høyt nivå. Bomullsprisene har steget med 147 % fra 29.03.2010 til 22.03.2011.

Tabell 7: Råbomullspris

Råbomullspris / lb		
Dato	Pris / USD	Økning i %
10.01.2008	66,96	
17.09.2008	59,4	-0,11
29.03.2010	80,43	0,35
23.12.2010	148,12	0,84
22.03.2011	198,42	0,34
1 lb = 0,4535 kg		

(Profilmegleren, 2011)

Prisen på bomull er dessuten bare èn faktor som påvirker IC Companys. Prisen på råolje, lønninger og frakt har også økt kraftig den siste perioden.

Situasjonen er krevende for de forskjellige kles- og motekonsern i verden, og mange har valgt å flytte deler av sin produksjon fra Kina til andre land som New Mexico, Portugal, India og Bangladesh, for å spre risiko (Becker,2011).

De økte råvareprisene gjør at mange kjeder velger å øke utsalgsprisene på sine produkter for å dekke de økte kostnadene ved produksjon, dette vil si at de økte råvareprisene går ut over forbrukerne (Becker,2011).

Finansiell risiko

Valutarisiko

Konsernet har vesentlige valutarisiko. Dette oppstår gjennom varekjøp og varesalg i fremmed valuta. Den største delen av varekjøpet foregår i Asia med USD og USD-relaterte valutaer, mens størsteparten av omsetning og kapasitetsomkostninger foregår i DKK, SEK, EUR og øvrige europeiske valutaer. (IC Companys, 2010)

For å sikre seg på best mulig måte mot valutasvingninger, kurssikrer i utgangspunktet selskapet alle vesentlige transaksjonsmessige risikoer på 12 måneders løpende basis. Det anvendes primært terminforretninger med banker til å avdekke konsernets valutarisiko. Denne type finansielle kontrakter (derivater) vil bli benevnt under oppgavens regnskapsanalyse. (IC Companys, 2010)

En terminforretning er en bindende avtale mellom banken og kunden om kjøp eller salg av et valutabeløp på et fremtidig tidspunkt. Dette er aktuelt for kunder som ønsker å kurssikre sine fremtidige inntekter og utgifter i valuta. Valutakursen (terminkursen) avtales når terminforretningen inngås. Terminforretningen gjøres først opp på forfallstidspunktet, og får således ingen likviditetseffekt før på oppgjørsdagen. (DNB terminforretning, 2011)

Den finansielle risikoen kan gi utslag i både gevinst og tap for IC Companys, dette vil bli vist mer detaljert under oppgavens regnskapsanalyse.

Renterisiko.

Konsernets renterisiko er relatert til rentebærende eiendeler, gjeld og ikke balanseførte poster. Renterisikoen styres gjennom låneopptagelse av flytende eller fast rente og / eller finansielle instrumenter tilpasset med renterisikoen på den underliggende investering. (IC Companys, 2010)

Likviditetsrisiko og kapitalstruktur.

IC Companys sikrer tilstrekkelig med likviditet gjennom likviditetsstyring (cash management) og ikke-garanterbare kredittfasiliteter. Selskapets ledelse vurderer løpende om konsernets kapitalstruktur er i overensstemmelse med selskapets og aksjonærenes interesser. Det overordnede målet er å sikre en kapitalstruktur som understøtter en langsiktig økonomisk vekst, samtidig som den maksimerer avkastningen til konsernets interessenter ved en optimering av forholdet mellom egenkapital og gjeld. (IC Companys, 2010)

Kredittrisiko.

Konsernet samarbeider kun med internasjonale anerkjente banker med høy kredittvurdering. Kredittrisikoen på terminforretninger og bankinnskudd er dermed vurdert til å være lav. I forhold til kundefordringer fra salg, anvendes det typisk kredittforsikring i de land hvor kredittrisikoen vurderes til å være høy, dersom det er mulig. Dette gjelder primært for eksportmarkeder, hvor IC Companys ikke er representert ved et selvstendig salgsselskap. (IC Companys, 2010)

3.2 Intern analyse ved VRIO modellen

I den interne analysen av IC Companys vil jeg forsøke å avdekke selskapets interne styrker og svakheter. Jeg har valgt å benytte meg av et verktøy kalt VRIO modellen fordi modellen ofte blir brukt for å identifisere et selskaps interne styrker og svakheter, og modellen er basert på et ressursbasert syn (resource based view. RBV) (Barney, 2010). Det ressursbaserte synet blir brukt for å måle selskapets ytelse ut fra ressursene og evnene selskapet innehar, disse ressursene og evnene blir brukt som kilder til å oppnå konkurransefortrinn. Et selskap har generelt mange forskjellige ressurser; både materielle ressurser som fabrikker/utsalgslokaler og fysiske produkter samt immaterielle ressurser som rykte og merkenavn blant forbrukere. Normalt sett kan man dele inn et selskaps ressurser og evner i fire kategorier:

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

For å fastslå om selskapet har en ressurs eller evne innenfor disse forskjellige kategoriene benytter man seg av VRIO modellen. Bokstavene i VRIO står for spørsmål man stiller hver enkelt ressurs for å fastslå om den gir et konkurransemessig potensial. For å kartlegge om ressursen burde bli videreutviklet og verdsatt stilles det fire følgende spørsmål knyttet til ressursen:

- Spørsmålet om verdi (**V**alue)
Kan ressursen gi selskapet mulighet til å respondere og utnytte muligheter i markedet og / eller nøytralisere trusler fra markedet?
- Spørsmålet om sjeldenhet (**R**arity)
Er ressursen tilgjengelig for mange konkurrerende selskaper?
- Spørsmålet om imiterbarhet (**I**mitability)
Står et selskap, uten ressurser, ovenfor store kostnader knyttet til å utvikle eller innhente ressursen?
- Spørsmålet om organisering (**O**rganization)
Er bedriften organisert slik at den fullt ut kan utnytte potensialet til ressursen?

Svaret på spørsmålene knyttet til VRIO modellen avgjør om ressursen blir betegnet som en styrke eller svakhet for selskapet.

Tabell 8: VRIO

Er ressursen:					
Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	Utnyttet av organisasjonen?	Konkurransmessige implikasjoner	Styrke eller svakhet
Nei	-	-	Nei	Konkurransulempe	Svakhet
Ja	Nei	-		Konkurranselighet	Styrke
Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransefortrinn	Styrke og tydelig kompetanse
Ja	Ja	Ja	Ja	Langsiktig konkurransefortrinn	Styrke og langsiktig tydelig kompetanse

For å se om IC Companys interne ressurser er styrker, som kan gi konkurransefortrinn, eller er svakheter som kan medføre en ulempe, vil jeg nå vurdere selskapet ressurser ut fra de fire forskjellige kategoriene for ressurser.

3.2.1.1 Finansielle ressurser

Et selskaps finansielle ressurser inkluderer alle pengene, fra alle kilder, selskapet bruker for å utvikle og implementere strategier. Finansielle ressurser kan være egenkapital, innbetalinger fra leverandører, obligasjonseiere, finanskapital fra banker og aksjekapital (Barney, 2010).

IC Companys har hatt positiv drift og positivt årsresultat hvert år siden 2004/2005.

Overskuddet har ligget i overkant av 200 mill DKK, med unntak av 2008/2009. Selskapet forventer også en økning i overskuddet for 2010/2011 på 320-360 mill DKK. (IC Companys, 2010) Selskapet rapporterte i egen årsrapport for 2009/2010 en bokført egenkapital på 747,2 mill DKK, som er en økning på 238,1 mill DKK fra året før hvor den bokførte egenkapitalen var 509,1 mill DKK. Egenkapitalprosenten utgjør da for 2009/2010 42,8 % av selskapets totalkapital. Det vil si at de samlede eiendelene for selskapet er finansier med mer gjeld enn egenkapital.

(IC Companys, 2010)

Det er viktig å ha god tilgang på finansielle ressurser og kapitalreserver som kan dekke eventuelle underskudd i nedgangsperioder. De finansielle ressursene kan også gi muligheter for å utvikle selskapets infrastruktur og teknologi. En god kapitalstruktur gir mulighet for investeringer, noe IC Companys har planlagt for 2010/2011. Det er planlagt en investering på 130 – 150 mill DKK for ekspansjon av distribusjonen og utvikling av selskapets IT-plattform.

Finansielle ressurser er noe de aller fleste selskaper har, men ikke alltid i like stor grad. Jeg har sammenlignet IC Companys soliditet mot to av deres konkurrenter. Det fremkommer av sammenligningen at BTX Group AS og IC Companys har gjennomsnittlig lik soliditet, mens Bestseller AS har en noe høyere soliditet. Soliditetsgradene som fremkommer av tabellen er selskapenes egne fremstillinger, jeg vil i denne oppgaven foreta en grundigere undersøkelse av IC Companys soliditetsgrad under punkt 7.

Tabell 9: Vrio - soliditet

Soliditet	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005	Gjennomsnitt
IC						
Companys	42,8 %	28,5 %	24,5 %	30,6 %	34,8 %	32,3 %
Bestseller	56,3 %	65,1 %	56,7 %	56,9 %	49,3 %	56,9 %
BTX Group	22,9 %	32,7 %	13,4 %	33,5 %	63,8 %	33,3 %

(BTX, 2005 – 2010; IC Companys, 2005 – 2010; Bestseller, 2005 – 2010)

På bakgrunn av denne overfladiske analysen av selskapets finansielle ressurser kan jeg ikke konkludere med om selskapet har en konkurransemessig fordel eller ulempe.

3.2.1.2 Fysiske ressurser

De fysiske ressursene i et selskap inkluderer all den fysiske teknologien brukt i selskapets drift. Fysiske ressurser kan være et selskaps, fabrikk og utstyr, lager, geografisk plassering (både for fabrikk, lager og hovedkontor), IT-systemer og tilgang på råmaterialer.

(Barney, 2010)

IC Companys har mange års erfaring med å outsource sluttproduksjon til underleverandører. Dette betyr at selskapet ikke har en egen fabrikk og produksjonsutstyr, men benytter seg av underleverandører for produksjon av selskapets produkter. Innkjøpene for alle merker håndteres ved hjelp av egne innkjøpskontorer i Kina, Hong Kong, Bangladesh, Vietnam, India og Romania. IC Companys belyser disse innkjøpskontorene som en styrke ettersom de oppnår stordriftsfordeler ved å samle flere merker på færre fabrikker, dette sikrer også en mer omkostningseffektiv kvalitetssikring for alle merker knyttet til selskapet.

(IC Companys, 2010)

Selskapets varer håndteres generelt på to måter, flatpakkede varer og hengende varer. For å optimere logistikkstrukturen planlegger ledelsen en rekke endringer fra og med 2011, endringene medfører at håndteringen av selskapets varer funksjonsoppdeles og effektiviseres. Kjernen i selskapets logistikkstruktur vil, etter endringer, bestå av tre større lagerfasiliteter. Et nytt moderne lager i Brøndby (Danmark), som håndterer selskapets flatpakkede varer, et lager i Raffinaderivei (Danmark), som håndterer selskapets hengende varer. Det siste lageret er lokalisert i Lodz (Polen), som håndterer selskapets overskuddsvarer og markedsføringsmaterialer.

(IC Companys, 2010)

IC Companys har utviklet sine fysiske ressurser godt. Som tidligere nevnt under punkt 3.1.2.3 har selskapet valgt å satse tungt på utviklingen av IT-systemer, og dette har vist seg å være en verdifull investering.

Det vurderes at IC Companys har en konkurransefordel på selskapets fysiske ressurser.

3.2.1.3 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser inkluderer trening, erfaring, intelligens, forhold og innsikt blant ledelsen og arbeidstakere i et selskap (Barney, 2010).

IC Companys skal fortsette å være en innovativ og spennende arbeidsplass, hvor de ønsker å tiltrekke se dyktigste medarbeiderne i bransjen og alltid er i forkant av utviklingen (IC Companys, 2010). For å lykkes med dette har selskapet siden 2006 arbeidet med en profesjonalisering av HR avdelingen. Selskapet har bygd opp et erfarent og profesjonelt HR team, som understøtter samtlige forretnings- og plattformsenheter. Selskapets personaladministrasjon og rekruttering har vært et satsningsområde og de ansatte gjennomgår medarbeidersamtaler for å skape grunnlag for utvikling, intern rekruttering og oppfølging. (IC Companys, 2008)

Selskapet har fire akademier, som retter seg mot henholdsvis salgspersonale i butikk (Retail Academy), selgere til engrossalg (Wholesale Academy), ledere på forskjellige nivåer (Leadership Academy) og et akademi som inneholder mer generell kursing for alle ansatte

(Employee Academy).

(IC Companys, 2008 – 20010)

Ettersom selskapet tilbyr akademier for de ansatte bruker IC Companys mye tid, penger og ressurser på å skaffe og utvikle gode menneskelige ressurser. De ansatte er en verdifull ressurs for IC Companys og er på mange måter selskapets ansikt utad.

3.2.1.4 Organisatoriske ressurser

Dette er ressurser som henviser til hvordan et selskap styres ved hjelp av den formelle rapporteringsstrukturen. Selskapets bedriftskultur, rykte, merkenavn og relasjoner mellom ansatte inngår i disse ressursene. (Barney, 2010)

Den formelle rapporteringsstrukturen, selskapets bedriftskultur og relasjoner mellom ansatte er ikke publisert som offentlig informasjon og blir dermed ikke vurdert nærmere.

Selskapets rykte og merkenavn er derimot verdifulle organisatoriske ressurser for IC Companys. Selv om IC Companys er et relativt ungt selskap har det et sterkt merkenavn, spesielt i Danmark. Det har også et godt rykte både blant forbrukere og andre aktører innenfor bransjen. Jf. Analysen under punkt 3.1.2 om etikk, miljølovgivning og sosiale faktorer i PESTEL analysen.

Oppsummering intern analyse.

Jeg vil oppsummere min interne analyse utført ved hjelp a VRIO modellen.

Tabell 10: VRIO - oppsummering

Ressurs	Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	Utnyttet av organisasjonen?	Konkurransmessige implikasjoner	Styrke eller svakhet
Finansiell						
Egenkapital	Ja	Nei	Ja		Konkurranselikhhet	Nøytral
Fysisk						
Teknologi	Ja	Ja	Ja	Ja	Konkurransfordel	Styrke
Fabrikk	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranselikhhet	Nøytral
Lagerlokalisering	Ja	Ja	Ja	Nei	Konkurranselikhhet	Nøytral
Menneskelig						
Ansatte	Ja	Ja	Ja	Ja	Konkurransfordel	Styrke
Organisatorisk						
Rykte	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurranselikhhet	Nøytral
Merkenavn	Ja	Ja	Ja	Ja	Konkurransfordel	Styrke

Jeg vurderer at selskapet har en konkurransefordel i forhold til sine konkurrenter ved de interne ressursene Teknologi, egne ansatte og selskapets merkenavn. Selskapets lagerlokalisering blir ikke utnyttet før etter 2011, jf *Annual report 2009/2010* og blir dermed verken vurdert til en svakhet eller styrke.

3.3 SWOT analyse

Jeg vil nå, på bakgrunn av den strategiske analysen, oppsummere selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler i en SWOT analyse. Denne type analyse er et verktøy for å avdekke selskapets strategiske posisjon og utviklingsmuligheter.

Tabell 11: SWOT - oppsummering

Styrker	Svakheter
<ul style="list-style-type: none"> • Multibrandstrategi, risikospredning, ikke avhengig av enkeltmerker. • Felles plattform for alle merker. God IT-teknologi. • Fleksible og omkostningsbesparende innkjøpskontorer. • God logistikkstruktur. • Mange salgskanaler, engros, retail og outlet. • Fokus på HR og medarbeiderutvikling. • Sterkt merkenavn. 	<ul style="list-style-type: none"> • Substituerbare produkter. • Lav vekst hos selskapets fem ”key brands”. • Høy konkurranseintensitet i bransjen. • Konjunkturavhengig. • Motebildet endres kontinuerlig, og IC Companys treffer ikke nødvendigvis hver gang det endres. • Time to market. Månedskolleksjoner.
Muligheter	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Lavere merkeloyalitet. • Økning i elektronisk handel. • Utvikling i teknologien på produksjonsnivå i Asia. • Høy økonomisk vekst i Kina. • Time to market, månedskolleksjoner. 	<ul style="list-style-type: none"> • Lavere merkeloyalitet • Stigende råvarepriser • Stigende lønnsnivå i produksjonsland • Store internasjonale konkurrenter. • Piratkopiering

Under vil jeg kort oppsummere noen av de viktigste punktene i selskapets SWOT-analyse. Alle punktene er basert på den strategiske analysen.

Muligheter

Denne kategorien vil innebære IC Companys muligheter til å oppnå konkurransemessige fortrinn og økt fortjeneste i fremtiden.

Lavere merkeloyalitet hos forbrukerne kan både være en mulighet og en trussel, ettersom man både kan miste eksisterende kunder og tiltrekke seg nye.

Som nevnt under PESTEL analysen har det vært en markant økning i elektronisk handel i Europa, ettersom IC Companys allerede omtaler dette som satsningsområde og har utviklet nettbutikker for mange av sine merker kan dette være en mulighet til å oppnå et konkurransemessig fortrinn.

Høy økonomisk vekst i Kina og utvikling i teknologi på produksjonsnivå i Asia er områder som omfatter store muligheter for IC Companys.

Time to market er en uløst og lite utnyttet mulighet for IC Companys og jeg vurderer dette til både å være en mulighet og en svakhet for selskapet. Ved å utnytte dette konseptet ville selskapet ha oppnådd mye mindre risiko for det konstante endrende motebildet og dermed omgjort en svakhet til en styrke i forhold til konkurrentene. Som nevnt under den strategiske analysen er Inditex Group et prakt eksempel på gjennomføring av Time to market og fast consumer goods, dette har medført store konkurransemessige fordeler.

Trusler

Denne kategorien inneholder trusler mot selskapet, altså ikke nødvendigvis hendelser som allerede har inntruffet, men dersom de gjør det kan de utvikles til å bli en svakhet for selskapet.

Et globalt fenomen i inneværende år er de økende råvareprisene, dersom råvareprisene fortsetter å øke må selskaper innenfor klesindustrien fastsette en strategi for å løse utfordringen på best mulig måte. Klesbransjen har to valg, de kan enten holde utsalgspris mot kunder på samme nivå og med det senke sin egen bruttofortjeneste, eller de kan øke utsalgspris og risikere å miste kunder. Uansett hva slags strategi som blir valgt er økningen i råvareprisene en stor trussel.

Det har ikke oppstått en trussel fra nye aktører i IC Companys marked de siste årene, og jeg har vurdert trusselen fra nye aktører som lav. På den annen side finnes det store aktører utenfor IC Companys kjernemarked, dersom disse aktørene vil lanseres på IC Companys marked ansees de som en trussel.

Piratkopiering er noe IC Companys og store deler av klesbransjen konstant er utsatt for.

Svakheter

Det finnes svært mange aktører innenfor klesbransjen og den er kjent for å ha høy konkurranseintensitet. Dette betyr at kundene kan velge mellom mange substituerbare produkter og aktørene er svært utsatt dersom de ikke treffer motebildet i forhold til konkurrentene.

Klesbransjen er også svært utsatt for konjunkturer, noe man kan se ut fra IC Companys resultater etter den globale finansielle krise. Det er ikke bare manglende kjøpekraft hos kundene som er problemet under nedgangskonjunkturer, tilbyderne må også prise ned egne varer og dermed oppnå en lavere bruttofortjeneste.

IC Companys omtalte tidligere fem av sine egenproduserte merker som selskapets fem ”key brands”. Utviklingen de siste årene har vist at noen av disse merkene har oppnådd en negativ vekst, fellesnevneren for alle fem er at de har lav vekst i forhold til selskapets andre merker. De innkjøpte merkene Peak Performance og Tiger of Sweden står for nesten 40% av den totale omsetningen for 2009/2010.

Styrker

IC Companys har mange styrker i forhold til sine konkurrenter, men jeg vil trekke fram de mest sentrale. Selskapets multibrandsstrategi er en sentral styrke for å utligne risikoen for å ikke treffe motebildet, ved hjelp av denne multibrandsstrategien når også IC Companys ut til flere prissegmenter.

4. Regnskapsanalyse.

Etter å ha analysert informasjonen internt og eksternt for selskapet i den strategiske analysen vil jeg nå foreta en regnskapsanalyse basert på selskapets fem års siste finansielle redegjørelser.

Formålet med dette kapitlet er å introdusere årsrapportenes finansielle redegjørelser og foreta en reformulering slik at det kan utvikles prognoser for fremtiden. Finansielle redegjørelser kan brukes, som nevnt i punkt 2.2, som et verktøy for å få innsikt i selskapet, og ved å analysere årsrapportene får man innsikt i hvordan selskapets økonomiske situasjon har vært og utsikter for fremtiden.

Jeg har valgt å se på historiske tall over en fem årsperiode i min regnskapsanalyse. Grunnen er for å se i hvor stor del selskapet ble påvirket av den globale finansielle krise. I løpet av de siste fem år har også selskapets aksjepris møtt et foreløpig topp- og bunnivå. (bunnivå er sett bort i fra åpningsprisen på aksjen som var 36 DKK. Aksjeprisens toppnivå fant sted 06.04.2006, hvor aksjeprisen var 400 DKK. Bunnivået fant sted den 29.12.2009, hvor aksjeprisen var på 39,6 DKK (Nordnet, 2011).

4.1 Reformulering.

I hovedsak finnes det to grupper brukere av finansielle redegjørelser, kreditorer og eiere, og det finnes to mulige regnskapsanalyseperspektiver, kreditor- og investorperspektivet. De finansielle redegjørelsene utformes etter regler og rammer som bestemmer hvilken informasjon redegjørelsene skal inneholde. Tradisjonelle regnskapsoppstillinger, som skiller mellom anleggs- og omløpsmidler, kortsiktig og langsiktig gjeld, er mest hensiktsmessig for kreditorene. For eierne og investorer er det optimalt å skille mellom selskapets operasjonelle og finansielle eiendeler, for å få bedre oversikt over selskapets samlede verdier. (Gjesdal, 2007)

Målet med oppgaven er å verdsette IC Companys egenkapital og jeg inntreder dermed naturlig et investorperspektiv. Denne delen av oppgaven vil derfor dreie seg om å reformulere selskapets finansielle redegjørelser som blir benyttet for analyse av lønnsomhet, vekst og risiko, samt i budsjetteringsperioden.

4.1.1 Reformulering av egenkapitalredegjørelsen.

Dersom egenkapitalredegjørelsen kun inneholder årets rapporterte årsresultat kalles den en clean surplus-redegjørelse (Sørensen, 2009).

Den offisielle egenkapitalredegjørelsen viser utviklingen i egenkapitalen fra periodens begynnelse til periodens slutt i henhold til kontantstrøm- og beholdningslikningen for egenkapitalen:

$$EK_{UB} = EK_{IB} + \text{totalresultat} - \text{nettoutbetaling til aksjonærer}$$

(Sørensen, 2009).

Egenkapitalen øker med periodens overskuddsskapende aktiviteter, og reduseres dersom det har vært netto utbetalinger til selskapets eiere. Endring i egenkapitalen kan forklares ved periodens totalresultat og kapitalinnskudd fra aksjeutstedelse, fratrukket beløp knyttet til utbytte eller kjøp av egne aksjer. Periodens totalresultat i egenkapitalredegjørelsen skal være det samme som nettoresultatet fra resultatregnskapet i tillegg til inntekt fra annet totalresultat. IC Companys viser i sitt resultatregnskap, for 2009/2010, et årsresultat på 235,8 mill DKK. legger man til annet totalresultat, som er 13,3 mill DKK, ender man opp med selskapets totalresultat som er 243 mill DKK (Sørensen, 2009; IC Companys, 2010).

I følge Penman (2010) og Sørensen (2009) anses ikke egenkapitalredegjørelsen som en viktig del av årsregnskapet, den blir dessuten ofte ignorert i analysesammenheng. Samtidig oppsummerer egenkapitalredegjørelsen alle transaksjoner og posteringer i selskapet, som berører eiernes egenkapital. Det er derfor viktig å analysere denne redegjørelsen med tanke på videre analyser av regnskap, og en omgruppering av egenkapitalredegjørelsen er en forutsetning for å kunne omgruppere resultatregnskapet. Den offisielle egenkapitalredegjørelsen er ofte unødvendig komplisert, en del av reformuleringen er å simplifisere redegjørelsen (Penman, 2010; Sørensen, 2009).

Det første steget i reformuleringen av egenkapitalredegjørelsen er å justere inngående og utgående balanse for egenkapitalen for verdier som ikke er en del av den ordinære egenkapitalen. I følge Sørensen (2009) skal egenkapitalen justeres i forhold til

minoritetsandeler. I følge Penman (2010) må man ta hensyn til preferanseaksjer, avsatt utbytte og uopptjent kompensasjon. IC Companys har ingen preferanseaksjer og avsatt utbytte er allerede inkludert i egenkapitalen. Uopptjent kompensasjon er i følge Penman (2010) når et selskap utsteder egne aksjer til sine ansatte til en lavere pris en markedspris. Jeg antar at disse aksjene er utstedt til markedspris, dette blir da en transaksjon som foregår mellom aksjonærene.

Posterings av inntekter og kostnader, samt gevinster og tap utenfor resultatregnskapet kalles dirty-surplus accounting, ettersom de bryter med kongruensprinsippet i regnskapsloven § 4-3. Kongruensprinsippet krever at inntekter og kostnader, gevinster og tap skal regnskapsføres i resultatregnskapet og inngå i nettoresultatet til egenkapitalen (Lovdata, 2011). I følge Sørensen (2009) inngår gevinster/tap på finansielle instrumenter (derivater) og valutakursregulering i datterselskaper i kategorien dirty-surplus. For IC Companys tilfelle er ikke disse dirty-surplus postene med i det offisielle resultatregnskapet, og derfor fremkommer dirty-surplus postene i den offisielle egenkapitalredegjørelsen.

Den reformulerte egenkapitalredegjørelsen fremkommer i tabell 12 nedenfor.

Tabell 12: Reformulert egenkapitalredegjørelse.

År	2010/2009		2009/2008		2008/2007		2007/2006		2006/2005	
	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN
Egenkapital IB	495,6	13,5	465	8,5	559,5	7,1	578	1,5	538,5	
Transaksjoner med aksjonærer										
Kjøp av egne aksjer	-10,6		-13,1		-237,8		-225,5		-174,1	
Utrnyttelse av opsjoner					26,4		24,2		19,3	
Utbetalt utbytte		-5,7	-66	-3,9	-70	-3,9	-67,7			
Innregning av aksjebasert vederleggelse	5,3		3,5		6,2		6		4,6	
Sum transaksjoner m aksjonærer	-5,3	-5,7	-75,6	-3,9	-275,2	-3,9	-263		-150,2	
Transaksjoner utenfor aksjonærer										
Valutaregulering datter	54,3		-58,4		-13,2		-2,1		-7,6	
Gevinst på derivater (ført til EK)	57,7		25,8		5,9		3,2		2,7	
Tap på derivater (ført til EK)	-57,3		-0,3		-38,2		-9,6		-28,1	
Gevinst deivater (År t-1. Ført til Resultat)	-25,8		-5,9		-3,2		-2,7		-34,5	
Tap derivater (År t-1. Ført til Resultat)	0,3		38,2		9,6		28,1		9,3	
Transaksjoner mellom min. og majoriteter				1,2						
Årets resultat rapportert	229,7	6,1	101,5	7,7	218,7	5,3	235	5,6	222,9	1,5
Skatt på annet totalresultat (Dirty-surplus)	-15,9		5,3		1,1		-7,4		25	
Sum transaksjoner utenfor aksjonærer	243	6,1	106,2	8,9	180,7	5,3	244,5	5,6	189,7	1,5
/Fullstendig nettoresultat										
EK UB	733,3	13,9	495,6	13,5	465	8,5	559,5	7,1	578	1,5
EK + MIN	747,2		509,1		473,5		566,6		579,5	

4.1.2 Reformulering av resultatregnskap.

Det offisielle resultatregnskapet rapporterer gevinster og tap generert av netto operasjonelle og netto finansielle eiendeler. Ved å reformulere resultatregnskapet klassifiserer man gevinster og tap i operasjonelle eller finansielle kategorier. Det reformulerte resultatregnskapet inneholder også dirty surplus postene som er rapportert i egenkapitalredegjørelsen, disse postene grupperes også innenfor de operasjonelle eller finansielle kategoriene (Penman, 2010; Sørensen, 2009).

Overskudd fra selskapets drifts- og finansielle aktiviteter har begge skattekonsekvenser. I det opprinnelige resultatregnskapet fremgår det imidlertid kun én post for skatteomkostninger, ”skatt av årets resultat”. Skattebeløpet skal allokere ut fra begge kategoriene, både operasjonelle og finansielle. Skatteprosenten for danske selskaper var i regnskapsårene 05/06 og 06/07 på 28 %. Fra og med 2007 har skatteprosenten for danske selskaper vært 25 % (Beierholm, 2011).

Jeg har dermed allokert ut skatten for finansielle aktiviteter og annen driftsinntekt etter gjeldende skattesats for selskapet.

Ved reformuleringen av resultatregnskapet har jeg plassert selskapets dirty-surplus poster under annen driftsinntekt, altså som en operasjonell og ikke finansiell kategori. Selv om postene har en finansiell struktur, fremkommer det av selskapets årsrapporter at postene er knyttet til valutasikring ved handel i utenlandsk valuta. Jeg har også beregnet ut nettoverdien ut fra gevinst / tap, samt innregnet skattekostnaden knyttet til postene.

Det reformulerte resultatregnskapet fremkommer i tabell 13

Verdsettelse av IC Companys

Tabell 13: Reformulert resultatregnskap

År		2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsætning		3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022,0
Vareforbruk		-1370,9	-1464,7	-1478,4	-1370,9	-1254,4
Bruttoresultat		2124,4	2156,4	2258,8	1982,9	1767,6
Personalkostnader		-927,0	-948,6	-931,2	-807,2	-711,1
Av- og nedskrivninger		-129,6	-146,7	-112,8	-96,3	-81,2
Andre eksterne kostnader		-785,2	-909,5	-871,0	-755,5	-683,7
Driftsresultat fra salg før skatt		282,6	151,6	343,8	323,9	291,6
Rapporter skattekostnad	41,6		42,1	93,4	79,8	78,5
Skatt på annen driftsinntekt	0,0		-2,9	-1,4	-4,5	-8,8
Skattefordel finanskostnader	1,3		2,7	8,0	5,5	5,6
Skatt på driftsresultat fra salg	42,9	-42,9	41,9	-41,9	100,0	80,8
Driftsresultat fra salg etter skatt		239,7	109,7	243,8	243,1	216,3
Annen driftsinntekt (poster før skatt)						
Andre gevinster	0,0		10,5	5,5	16,2	31,3
Skatt på annen driftsinntekt	0,0		2,9	1,4	4,5	8,8
Annen driftsinntekt etter skatt	0,0	0,0	7,6	7,6	4,1	11,7
Dirty-surplus (poster etter skatt)						
Valutaregulering av datterselskaper	54,3		-58,4	-13,2	-2,1	-7,6
Netto gevinst / tap sikringsderivater	-41,0		63,1	-24,8	11,6	-25,6
Sum dirty-surplus (poster etter skatt)	13,3	13,3	4,7	4,7	-38,0	-38,0
Driftsresultat etter skatt		253,0	122,0	209,9	264,3	205,6
Finansielle aktiviteter						
Finansielle inntekter	13,7		31,5	13,2	16,9	7,5
Finansielle kostnader	-18,9		-42,3	-45,1	-36,6	-27,4
Netto finansielle kostnader	-5,2		-10,8	-31,9	-19,7	-19,9
Skattefordel netto finansiell kostnad	-1,3		-2,7	-8,0	-5,5	-5,6
Netto finansiell kostnad etter skatt		-3,9		-8,1	-23,9	-14,2
Fullstendig nettoresultat før minoritetsinteresser		249,1	113,9	186,0	250,1	191,3
Minoritetsinteresser		6,1	7,7	5,3	5,6	1,5
Fullstendig netto resultat		243,0	106,2	180,7	244,5	189,8

4.1.3 Reformulering av balansen.

En offisiell balanse utgitt av et selskap inneholder poster over selskapets eiendeler og gjeld. Postene er inndelt ut fra et likviditetskriterium. Det vil altså si i lang- og kortfristede eiendeler og forpliktelser. (Sørensen, 2009) Reformulering av balansen går ut på å klassifisere postene til operasjonelle og finansielle eiendeler og gjeld.

For å illustrere selve endringene ved en reformulering viser jeg til to balanser på skisseform. (Penman, 2010)

Tabell 14: Ordinær balanse i skisseform

Eiendeler		Gjeld	
Operasjonelle eiendeler	OE	Egenkapital	EK
Finansielle eiendeler	FE	Operasjonelle forpliktelser	OF
		Finansielle forpliktelser	FF
Samlede eiendeler	OE + FE	Samlede forpliktelser	EK + OF + FF

Operasjonelle eiendeler		Egenkapital og finansielle forpliktelser	
Operasjonelle eiendeler	OE	Egenkapital	EK
Operasjonelle forpliktelser	(OF)		
		Finansielle forpliktelser	FF
		Finansielle eiendeler	(FE)
		Netto finansielle forpliktelser	NFF
Netto finansielle eiendeler	NFE		EK + NFF

Finansielle eiendeler

Posten finansielle eiendeler i den opprinnelige balansen inneholder lån utstedt av IC Companys til samarbeidspartnere. Det fremgår av notene i årsrapporter 2005 – 2010 at de regnskapsmessige verdiene på lånene er henholdsvis, 5,7, 9,4, 1,1 og 3 mill DKK. I følge Sørensen (2009) skal denne type lån klassifiseres som en operasjonell eiendel i den reformulerte balansen. Dermed har jeg ført disse lånene under posten ”lån utstedt til samarbeidspartnere” under selskapets operasjonelle eiendeler og trukket fra tilsvarende beløp for finansielle eiendeler.

Tabell 15: Lån utstedt til samarbeidspartnere.

År	Mill DKK
2009/2010	5,4
2008/2009	9,4
2007/2008	1,1
2006/2007	3

Kapitalisert leasingforpliktelse

I følge Sørensen (2009) skal leasingforpliktelser innregnes under finansielle forpliktelser. Jeg har samlet leasingforpliktelsene for regnskapsåret 2005/2006 og innregnet de under finansielle forpliktelser i den reformulerte balansen.

Pensjon:

IC Companys har pensjonsordninger til sine ansatte. Beløpet knyttet til pensjonsordninger er reelt det samme som skyldig lønn, ettersom dette er lønn som skal utbetales til ansatte en gang i fremtiden. Likevel er det vanlig å innbetale pensjon til en pensjonskasse. Nåverdien, altså det fremtidige beløpet som skal utbetales er ikke det samme som selskapet har investert. Pensjonens nåverdi blir ført direkte under selskapets personalkostnader i resultatregnskapet. Den forpliktelsen som oppstår, ettersom selskapet ikke har investert nåverdibeløpet, skal i følge Sørensen (2009) klassifiseres som en finansiell forpliktelse. Eksempelvis har IC Companys i regnskapsåret 2009/2010 en nåverdi for pensjon på 36,5 mill DKK, mens dagsverdien er kun 28,1 mill DKK. Dette utgjør, i forhold til den reformulerte balansen, en finansiell forpliktelse på 6,9 mill DKK.

Annen kortsiktig gjeld:

Annen kortsiktig gjeld inneholder driftsrelaterte forpliktelser som merverdiavgift, skyldig lønn og feriepenger og lignende. Denne posten er dermed ført under operasjonelle forpliktelser.

Driftslikviditet:

I følge Penman (2010) og Sørensen (2009) opplyser ikke selskaper størrelsen av sin egen driftslikviditet. Driftslikviditet brukes ofte som en buffer for å betale regninger etter hvert som de forfaller, og denne likviditen skal behandles som en operasjonell eiendel. På samme måte som et selskap er nødt til å investere i eksempelvis maskiner, utstyr og varelager, må den investere i driftslikviditet. De aller fleste selskaper opplyser ikke om størrelsen på egen

driftslikviditet, men opplyser om samlede likvide midler. I IC Companys tilfelle under posten kontanter og bankinnskudd. I følge Penman (2010) og Sørensen (2009) er en ofte anvendt metode å fastsette driftslikviditeten ved å ta 0,5 – 1 % av nettoomsetningen. Jeg har valgt å beregne IC Companys driftslikviditet til 1 % av nettoomsetningen i det inneværende år. Driftslikviditeten er så trukket ut fra posten kontanter og bankinnskudd.

Tabell 16: Reformulert balanse

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Operasjonelle eiendeler					
Goodwill	194,3	178,8	198,2	201	176,6
Software og IT systemer	21,4	21,5	30,5	24	22,4
Varemerkerettigheter	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Leierettigheter	19,6	19,8	22,5	20,6	22,3
IT systemer under utvikling	13,6		1		
Tomt og bygninger	161,5	167,3	174,6	177,6	159,7
Innredning av leide lokaler	132,5	124,5	108	100,2	87,1
Driftsmateriell og inventar	106,9	119,6	129,8	122,8	83,7
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling for mat. e	7,5	7,7	11,5	8,2	31,2
Varebeholdning	428,7	439,6	532,4	466,4	391,1
Fordringer fra salg av varer og tjenester	262,1	257,6	296,7	266,6	207,7
Utsatt skattefordel	99,9	129	123,9	137,1	182,5
Selskapsskatt til gode	30,2	48,3	1,6	3,1	9,7
Andre fordringer	55,8	61,2	35	54,3	76,3
Driftslikviditet	35	36,2	37,4	33,5	30,2
Periodisering	104,7	92,1	108,8	97,9	93,1
Lån utstedt til samarbeidspartnere	5,7	9,4	1,1	3	
Sum operasjonelle eiendeler	1679,5	1712,7	1813,2	1716,5	1573,8
Operasjonelle forplikteler					
Utsatt skatteforpliktelse	47,5	39,3	44,9	29	19,9
Avsetninger	2,2	10,9			1,5
Leverandørgjeld	354,8	291,7	313,8	296,8	287,4
Betalbar skatt	12,3	63,7	45,4	38,9	47,5
Annen kortsiktig gjeld	260,5	250,1	278	210,4	219,4
Sum operasjonelle forpliktelser	677,3	655,7	682,1	575,1	575,7
Netto operasjonelle eiendeler	1002,2	1057	1131,1	1141,4	998,1
Finansielle forplikteler					
Pensjon	6,9	4,6	5,7	5,1	8,3
Banklån	140	168	168	168	117,5
Kortsiktig banklån	175,3	447,3	603	534,5	333
Kapitalisert leasingforpliktelse					50
Sum finansiell gjeld	322,2	619,9	776,7	707,6	508,8
Finansielle eiendeler					
Kontanter og bankinnskudd	36,9	46	94,6	111,4	69,4
Finansielle eiendeler	30,3	26	24,5	21,4	21,8
Sum finansielle eiendeler	67,2	72	119,1	132,8	91,2
Netto finansielle forplikteler	255	547,9	657,6	574,8	417,6
Ordinær egenkapital m/minoritetsinteresser	747,2	509,1	473,5	566,6	579,5
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser	13,9	13,5	8,5	7,1	1,5
Ordinær egenkapital (CSE)	733,3	495,6	465	559,5	578

4.2 Lønnsomhetsanalyse.

Ved å foreta en lønnsomhetsanalyse av et selskap får man innblikk i selskapets økonomiske tilstand. Det er også nødvendig å foreta en historisk lønnsomhetsanalyse for å budsjettere fremtidig økonomisk lønnsomhet (Penman, 2010).

Superprofittmodellen, som ble gjennomgått i presentasjonen av verdsettelsesmodellene, viste at budsjettert fremtidig residualt overskudd blir benyttet for beregning av selskapets egenkapitalverdi. Residualt overskudd avhenger av egenkapitalrentabiliteten ROCE (Return On Common Equity), og vekst i investeringer (Sørensen, 2009).

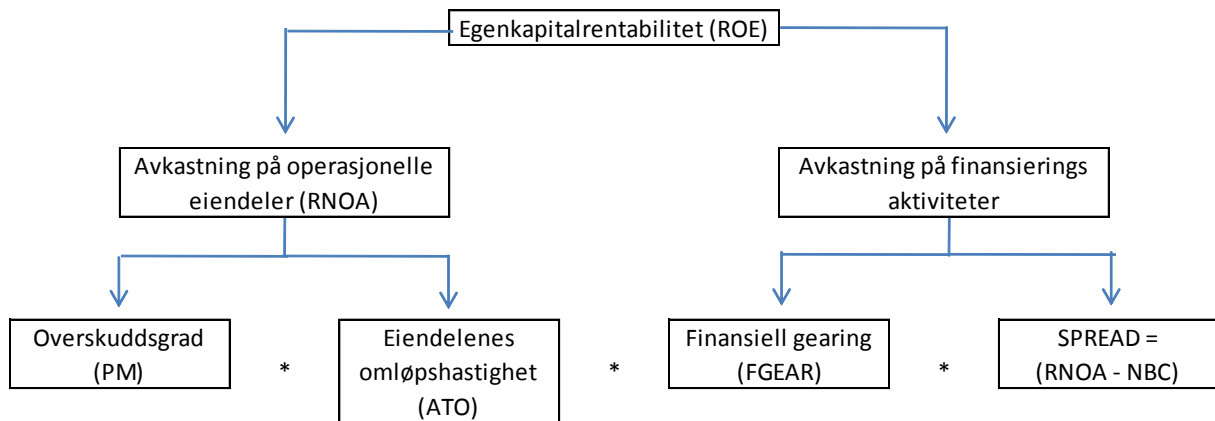
Verdidriverne bak ROCE blir analysert under dette punkt 4.2.1 og verdidriverne bak vekst blir analysert i vekstanalysen punkt 5.3.1.

4.2.1 Nivå 1. Dekomponering av ROCE (Return On Capital Employed)

Ut fra den reformulerte egenkapitalredegjørelsen kan jeg kalkulere selskapets egenkapitalrentabilitet, ROCE, det vil si rentabiliteten på eiernes investering i en gitt periode. ROCE viser veksten i egenkapitalen framført av selskapets overskuddsskapende aktiviteter. Enklere forklart viser ROCE IC Companys inntjening for hver krone aksjonærene investerer i selskapet. For å forklare verdidriverne bak ROCE benytter jeg meg av DuPont-pyramiden, som vist i figur 5 (Penman, 2010; Sørensen, 2009).

$$ROCE = \frac{\text{Fullstendig nettoresultat}}{1/2(EK IB + EK UB)}$$

Figur 5: DuPont-pyramiden



Figur 5's venstre side viser driftsaktivitetenes verdidrivere. Det vil si de aktivitetene som skaper driftsoverskudd med utgangspunkt i avkastningen på netto operasjonelle eiendeler (RNOE). RNOE måler hvor lønnsomt selskapet er i stand til å utnytte ressursene (NOE) det har til rådighet. Et selskap som er i stand til å utnytte sine ressurser lønnsomt vil oppnå en høy RNOE, og dette vil igjen øke eiernes avkastning og føre til en høy ROCE. Vi kan se av modellen at driverne bak RNOE er selskapets overskuddsgrad (PM – Profit Margin) og eiendelenes omløpshastighet (ATO – Asset turnover). PM måler overskudd pr. salgskrone og ATO måler salg pr. investerte kapitalkrone. (Penman, 2010; Sørensen, 2009)

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

$$\text{Eiendelenes omløpshastighet (ATO)} = \frac{\text{Nettoomsetning}}{\text{Gjennomsnittlig NOA}}$$

Ettersom PM og ATO er de underliggende driverne bak RNOA kan vi forklare RNOA ved hjelp av ligningen:

$$RNOA = PM * ATO$$

Av figur 5's venstre side kan man også se at ROCE er en funksjon av de finansielle aktivitetenes verdidrivere. De finansielle aktivitetene står for selskapets finansielle inntekter og utgifter, og oppsummeres i finansiell gearing (FGEAR). Den investerte kapitalen (netto operasjonelle eiendelene) er normalt finansiert med både finansielle lån (forpliktelser) og egenkapital. FGEAR måler forholdet mellom disse finansieringskildene.

$$FGEAR = \frac{\text{Gjennomsnittlig netto finansielle forpliktelser}}{\text{Gjennomsnittlig EK}}$$

Ved hjelp av DuPont-pyramiden og de underliggende driverne bak, kan man beregne ROCE ut fra følgende formel:

$$ROCE = RNOE + (FGEAR * (RNOE - NBC))$$

Uttrykket for ROE viser at rentabiliteten kan brytes ned til tre faktorer, de tre faktorene vil bli gjennomgått nedenfor.

1. RNOE : $RNOE = \frac{\text{Driftsoverskudd etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig NOE}}$
2. FGEAR : $FGEAR = \frac{\text{Gjennomsnittlig netto finansielle forpliktelser}}{\text{Gjennomsnittlig EK}}$
3. SPREAD, forskjellen mellom RNOE og NBC*. $NBC = \frac{\text{Netto finansielle kostnader}}{\text{Gjennomsnittlig NFF}}$

* NBC (Net Borrowing Cost)

Ut fra ligningen for ROCE ovenfor kan vi se at dersom RNOE overstiger NBC i prosent, vil ROCE være større enn RNOE. Graden av hvor mye større ROCE er i forhold til RNOE avhenger av størrelsen på SPREAD og FGEAR. Finansiell gearing leder ikke alltid til at ROCE stiger relativt til RNOE. Dersom et selskap har negativ SPREAD vil en ytterligere gearing redusere ROCE. Forenklet kan man si at finansiell gearing skaper høyere avkastning til eierne dersom selskapet tjener mer på netto operasjonelle eiendeler enn det den betaler i avdrag til lån for opptakelse av eiendelene, og visa versa (Sørensen, 2009)

4.2.2 Nivå 2. Dekomponering av RNOE.

Under dekomponeringen av RNOE vil jeg sammenligne IC Companys nøkkeltall med den tidligere nevnte konkurrenten, BTX Group. BTX Group er innenfor samme bransje og er, størrelsesmessig, veldig lik.

Som tidligere nevnt er det to underliggende drivere bak RNOE, overskuddsgraden (PM) og eiendelenes omløpshastighet (ATO). Det er mulig å foreta en ytterligere beregning av hvor mye som er bundet i NOE for å skape en kroners salg for selskapet. Dette kan gjøres ved at man finner den inverse verdien av ATO, altså $1/ATO$ (Penman, 2010; Sørensen, 2009).

Historisk, over min analyseperiode, ligger den inverse ATO på gjennomsnittlig 0,3. Det vil si at IC Companys bruker 0,3 DKK for å skape 1 DKK salg. Dette nøkkeltallet brukes som et mål for kapitalintensitet og kapitaltilpasning for selskapet.

Nedenfor vises en beregning av IC Companys og BTX Groups overskuddsgrad, eiendelenes omløpshastighet og avkastning på netto operasjonelle eiendeler. Nøkkeltallene er basert på de reformulerte finansielle redegjørelsene.

Tabell 17: IC Companys nøkkeltall

IC Companys	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007	2005/2006	Gjennomsnitt
PM	7,2 %	3,4 %	5,6 %	7,9 %	6,8 %	6,2 %
ATO	3,4	3,3	3,3	3,1		3,3
RNOE	24,5 %	11,2 %	18,5 %	24,5 %		19,7 %

Tabell 18: BTX Group nøkkeltall

BTX Group	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007	2005/2006	Gjennomsnitt
PM	-2,1 %	6,9 %	1,5 %	3,8 %		2,5 %
ATO	6,3	6,7	5,2			6,1
RNOE	-13,2 %	46,2 %	7,8 %			13,6 %

Ut fra tabellene kan man se at IC Companys har en høyere gjennomsnittlig RNOE og PM enn BTX Group. Utfyllende kommentarer til forskjellene i overskuddsgrad og omsetningshastighet blir gitt i punkt 4.2.3 nedenfor.

Penman (2010) rapporterer at gjennomsnittlig PM ligger på 5,3 % og gjennomsnittlig at ATO er rundt 2, som igjen ville gitt en gjennomsnittlig RNOE på 10,6%. En oversikt over gjennomsnittlige tall for tekstilvarer i perioden 1963 – 1996 viser en PM på 4,3% og ATO på 2,09 (Penman, 2010).

Mine beregninger, gjort på grunnlag av IC Companys regnskapstall, viser en betydelig høyere RNOE, drevet av høyere PM og ATO. Dog kan man se påvirkningen av den finansielle økonomiske krise i 2008/2009, hvor selskapets PM har vært svært lav i forhold til de øvrige år. Den lave PM kan forklares ved at IC Companys, og de aller fleste andre aktører i bransjen, måtte gi forbrukerne reduserte priser på produktene, for ikke å risikere å bli sittende igjen med ukurrante varer med lav verdi på lager.

Nøkkeltallene for BTX er mer avvikende fra år til år enn for IC Companys, og den negative RNOE kan forklares ved et driftsunderskudd i 2009/2010. BTX Group har generelt sett lavere driftsresultat enn IC Companys og dette blir vist gjennom overskuddsgraden.

4.2.3 Sammenhengen mellom PM og ATO

I følge Sørensen (2009) er det to økonomiske faktorer som regulerer for ubegrenset økning av PM og ATO, konkurransebegrensning og kapasitetsbegrensning.

Selskaper som er under en kapasitetsbegrensning kan være selskaper innenfor oljeutvinning og stålproduksjon. Denne type selskaper er kapitalintensive. De har høye faste kostnader, utvidelsen og utnyttelsen av kapasiteten er tidskrevende, dermed blir ATO lav. For å kunne tiltrekke seg nødvendig kapital må kapitalintensive selskaper generere høye overskuddsgrader. En høy overskuddsgrad vil kunne oppnås ved en form for adgangsbarriere, som stort kapitalbehov, høy risiko eller regulering (Sørensen, 2009).

IC Companys har en høyere overskuddsgrad enn gjennomsnittet og BTX Group, en forklaring kan være at de har sterke produktmerkenavn. Det vil si at deres produkter, eller merker, er populære blant forbrukerne som gjør at de kan ta en høyere pris enn sine konkurrenter. Økt popularitet for et klesmerke tar lang tid og kan være en form for adgangsbarriere for å kunne øke overskuddsgraden.

Selskaper som ikke er utsatt for adgangsbarrierer vil være utsatt for svært intensiv konkurranse, da under den økonomiske faktoren konkurransebegrensning, og vil dermed ha en øvrig grense for hvor høye overskuddsgrader som kan oppnås. For å tiltrekke seg nødvendig kapital må denne type selskaper ha høy omsetningshastighet for å opprettholde avkastning.

BTX Group befinner seg under denne kategorien, de har nesten dobbelt så høy ATO som IC Companys og det kan bety at de er under større press fra konkurrenter.

4.2.4 Nivå tre: Analyse av overskuddsgradens underliggende drivere

Under dette punkt refererer jeg til utarbeidelsen av common size-analysen i punkt X I common size-analysen beregnet jeg PM_{salg} . Dette er som kjent overskuddsgraden fra driftsresultat fra salg etter skatt. PM_{salg} er et mer riktig nøkkeltall for å vise lønnsomheten generert fra salg for IC Companys. PM blir regnet ut fra det reformulerte resultatregnskapet og blir påvirket av selskapets valutakursreguleringer. Valutakursreguleringene er ikke et resultat av nettoomsetningen, men mer tilfeldige verdier som blir til for å sikre seg mot svingninger utenfor selskapets kontroll. PM_{salg} er basert på driftsoverskuddet før disse postene og inkluderer kun kostnadene som er medgått for å skape salget (Sørensen, 2009).

4.2.5 Finansiell gjeldsgrad.

Netto operasjonelle eiendeler er alltid finansiert med egenkapital eller netto rentebærende gjeld. I følge Penman (2010) er finansiell gjeldsgrad en beskrivelse av hvor stor grad de netto operasjonelle eiendelene er finansiert med netto finansielle forpliktelser eller med ordinær egenkapital (CSE). IC Companys har meget høy finansiell gjeldsrad og er dermed svært utsatt dersom det skulle forekomme økning i rentekostnader eller likviditetsproblemer grunnet salgssvikt.

Tabell 19: FGEAR IC Companys

IC Companys	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig NFF	401,5	602,8	616,2	496,2	
Gjennomsnittlig CSE	614,5	480,3	512,3	568,8	
FGEAR	0,653	1,255	1,203	0,872	0,996

Tabell 20: FGEAR BTX Group

BTX Group	2009/2010	2008/2009	2007/2008	Gjennomsnitt
Gjennomsnittlig NFF	97,6	167,9	276,2	
Gjennomsnittlig CSE	227,8	233,6	340,7	
FGEAR	0,428	0,719	0,811	0,653

I følge Penman (2010) er den gjennomsnittlige finansielle gjeldsgraden på tvers av alle bransjer 0,519, og for tekstilvarer er den 0,423. IC Companys har meget høy finansiell gjeldsrad i forhold til gjennomsnittet og selskapets netto operasjonelle eiendeler er dermed i stor del finansiert ved opptakelse av gjeld. Dette betyr at IC Companys er svært utsatt dersom det skulle forekomme økning i rentekostnader eller likviditetsproblemer grunnet salgssvikt.

4.2.6 NBC

Som vist tidligere er Spread differansen mellom avkastning på NOE og netto lånekostnad (NBC)

$$NBC = \frac{\text{Netto finansielle kostnader}}{\text{Gjennomsnittlig NFF}}$$

Ettersom NBC skal beregnes ut fra det reformulerte resultatregnskapet skal de netto finansielle kostnadene behandles etter fratrukket skattefordel/kostnad.

Tabell 21: NBC IC Compays

IC Companys	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
NFK	3,9	8,1	23,9	14,2	14,3
Gjennomsnittlig NFF	401,45	602,75	616,2	496,2	
NBC	0,97 %	1,34 %	3,88 %	2,86 %	

Tabell 22: NBC BTX Group

BTX Group	2009/201	2008/200	2007/200	2006/200
NFK	4,6	-11,4	45	17,4
Gjennomsnittlig NFF	97,5585	167,876	276,201	
NBC	4,72 %	-6,79 %	16,29 %	

IC Companys ledelse bestemte, ved avslutning av regnskapsåret 2008/2009, at det ikke skulle betales noe utbytte i 2009/2010. Den frie likviditeten ble i stedet brukt til å redusere selskapets kortsiktige gjeld. Reduksjonen av kortsiktig gjeld var, fra 2008/2009 til 2009/2010, på 272 mill DKK. Dette har gjort at selskapets netto lånekostnad har sunket betraktelig. For 2007/2008 var netto lånekostnad på 3,88 %, og den høye lånekostnaden var drevet av høye finansielle kostnader og lave finansielle inntekter. I forhold til BYX Group har IC Companys, i to av årene, lavere netto lånekostnad.

Tabell 23: Oppsummering Nøkkeltall

IC Companys	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005	Gjennomsnitt
ROCE	40,3 %	23,3 %	35,5 %	44,0 %		35,8 %
RNOE	24,6 %	11,2 %	18,5 %	24,7 %		19,8 %
PM	7,2 %	3,4 %	5,6 %	7,9 %	6,8 %	6,2 %
ATO	3,4	3,3	3,3	3,1		3,3
FGEAR	0,653	1,255	1,203	0,872		0,996
NBC	0,97 %	1,34 %	3,88 %	2,86 %		2,3 %

4.3 Analyse av vekst og permanent overskudd.

Investorer er villige til å betale en premie over den bokførte verdi (P/B) ut fra en forventning om selskapets evne til å skape vekst i residualoverskuddet. Residualoverskuddet er, som vist tidligere, forskjellen mellom nettooverskudd og den forventede avkastningen på egenkapitalen (egenkapitalomkostninger) (Penman, 2010).

$$RI_t = (ROCE_t - r_e)EK_{t-1}$$

Vekst i residualt overskudd er drevet av ROCE og vekst i egenkapitalen. Denne vekstanalysen vil dermed omhandle hvordan egenkapitalen og ROCE endrer seg over tid. For å kunne foreta en prognostisering av fremtidig vekst tar jeg utgangspunktet i historisk og nåværende vekst i ROCE og egenkapitalen. Under analysen av ROCE dekomponerte jeg de nåværende og historiske driverne bak ROE. Budsjetteringen vil gi et framtidsrettet bilde av ROE og driverne bak (Penman, 2010; Sørensen, 2009).

Begrepet vekst er meget omfattende. Blant ledere i selskaper har ofte vekstsom en høy prioritet og blir sett på som en nødvendighet for å sikre selskapets overlevelse i fremtiden. Mitt valg av verdsettelsesmetode gjør at jeg vil vurdere vekst ut fra vekst i superprofitt, eller

residualt overskudd. På generell basis kan man si at den bokførte verdien av egenkapitalen måler, i regnskapsmessige prinsipper, verdien av eiernes nettoformue i selskapet. Selskapet bruker egenkapitalen, eller driftsmidlene (de netto operasjonelle eiendelene) til å skape verdi til sine eiere. Det residuale overskuddet måler tilveksten til egenkapitalen utover det som kreves for å dekke egenkapitalomkostningene for en periode. Et selskap i vekst er dermed et selskap med vekst i residualt overskudd. Konkurransmessige fortrinn er en forutsetning for at et selskap skal kunne fortsette å skape vekst (Sørensen, 2009).

I dette punkt vil jeg på bakgrunn av den strategiske analysen vurdere om IC Companys har grunnlag for å opprettholde og skape vekst i residualt overskudd.

Analysen av vekst starter med å identifisere selskapets forskjellige typer av overskuddskomponenter. For å vurdere selskapets evne til å skape vekst i residualt overskudd må man vurdere selskapets kjernedrift. For å identifisere usedvanlige poster, eller såkalte tilfeldige drivere for overskudd gir jeg noen eksempler. Det kan ikke skapes vekst ved spesielle tilfeller av inntjening, dette kan omfatte; inntjening fra salg av et bygg eller eiendel og fortjeneste ved inngåelse av en spesiell engangskontrakt. Denne typen spesielle tilfeller av inntjening vil skille seg ut fra selskapets kjernedrift ettersom de ikke kan gjentas i fremtiden. (Penman, 2010; Sørensen, 2009)

De permanente overskuddene skaper grunnlaget for vekst og den videre analysen vil skille ut de usedvanlige postene gjennom en revurdering av det reformulerte resultatregnskapet.

4.3.1 Kjernedriftsresultat

Driftsoverskuddet består av kjernedriftsoverskudd og usedvanlige poster.

Selskapets kjernedrift kommer fra salg av produkter, kjernekostnadene består derfor av kostnader knyttet opp til produksjon og salg av produktene.

4.3.1.1 Kjerneposter

Av- og nedskrivninger består av ned- og avskrivninger av selskapets immaterielle og materielle eiendeler. Disse eiendelene er knyttet direkte opp mot selskapets drift og blir dermed klassifisert som en kjernekostnad.

Personaleomkostninger består i sin helhet av lønninger og vederlag til selskapets ansatte og er direkte knyttet opp mot drift. Likefullt har jeg foretatt en grundigere vurdering av selskapets pensjonsforpliktelser. Selskapet har, som tidligere nevnt, pensjonsforpliktelser ovenfor sine ansatte. Dersom selskapet har opplevd virkninger fra eventuelle nedskjæringer eller tidlig innfrielse av pensjonsordningene skal dette skilles ut som en unormal post. Øvrige pensjonsforpliktelser inngår i selskapets kjernedrift, da det klassifiseres som skyldig lønn (Sørensen, 2009). IC Companys har ingen virkninger av eventuelle nedskjæringer eller tidlige innfrielse av pensjonsordninger. Pensjonsforpliktelsene inngår dermed i selskapets kjernekostnader, under personaleomkostninger.

Andre eksterne omkostninger består, i følge IC Companys årsrapporter, av årets avholdte øvrige utgifter til innkjøp, salg og administrasjon av primær karakter til hovedformålet. Da det ikke finnes ytterligere informasjon om denne posten klassifiseres den som en kernepost.

4.3.1.2 Uvanlige poster:

Valutakursregulering av datterselskaper og netto / gevinst tap ved derivater for sikring av fremtidig kontantstrøm er poster som inntreer hvert regnskapsår. Problemet med disse postene er at de er veldig usikre. Det er umulig å forutsi hvor mye gevinst eller tap som blir knyttet til annen valuta. Derfor skal disse postene klassifiseres som unormale poster, til tross for at de inntreer regelmessig (Penman, 2010).

4.3.2 Analyse av vekst i egenkapitalen.

Residualt overskudd er ikke alene drevet av egenkapitalrentabiliteten ROE, men selvsagt også størrelsen på egenkapitalen som blir forrentet. Eiernes investeringsbehov er drevet av nødvendigheten av å investere i netto operasjonelle eiendeler. Men dersom NOE blir finansiert gjennom gjeldsoptakelse blir eiernes investeringer redusert. (Sørensen, 2009)

$$\Delta EK = \Delta NOE - \Delta NFF$$

Siden de netto operasjonelle eiendelene er til for å skape salg, er salg en driver for NOE og salg blir dermed en driver for eiernes investeringer. Omløpshastigheten ATO viser størrelsen av NOE som kreves for å understøtte salget, ettersom:

$$ATO = \frac{\text{Salgsinntekt}}{\text{Netto operasjonelle eiendeler}}$$

Og

$$NOE = \text{Salgsinntekt} * \frac{1}{ATO}$$

Som gir

$$\Delta EK = \Delta \left(\text{salg} * \frac{1}{ATO} \right) - \Delta NFF$$

En endring i egenkapitalen kan dermed skyldes av en endring i salgsinntekten, endring i netto operasjonelle eiendeler som brukes for å generere én krone i salgsinntekt (1/ATO) og endring i netto finansielle forpliktelser. (Sørensen, 2009; Penman, 2010)

4.3.3 Analyse av IC Companys kapitalstruktur og risikoanalyse.

Tidligere, under regnskapsanalysen, reformulerte jeg balansen for å skille mellom operasjonelle og finansielle eiendeler. Under risikoanalysen blir derimot den ordinære balansen benyttet. Dette er fordi selskapets kreditorer er interessert i selskapets evne til å betale tilbake gjeld (Penman, 2010).

I den ordinære balansen skilles det mellom kortsiktige og langsiktige eiendeler (omløpsmidler og anleggsmidler), og blir benyttet for beregning av likviditetsgrader i punkt 8.

I følge Tellefsen og Langli (2005) ønsker man, ved å analysere et selskaps kapitalstruktur, å analysere hva slags evne et selskap har til å tåle et tap. Evnen til å tåle tap kommer an på hvordan selskapets eiendeler er finansiert og formålet med risikoanalysen er å se på risikoen for at selskapet skal gå konkurs. Analysen blir normalt sett gruppert etter forholdstall knyttet til likviditet og soliditet.

4.3.3.1 Likviditetsanalyse

Under en likviditetsanalyse er målet å evaluere et selskaps evne til å betale for sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Analysen er spesielt interessant for kortsiktige långivere og leverandører med utestående krav ovenfor selskapet. De mest brukte metodene for å beregne et selskaps likviditet er ved:

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

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

(Tellefsen og Langli, 2005)

Likviditetsgrad 1 består av selskapets samlede kortsiktige eiendeler dividert med selskapets samlede kortsiktige gjeld.

Tabell 25: Likviditetsgrad 1 IC Companys

IC Companys	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Kortsiktige eiendeler	953,4	981	1106,5	1033,2	877,5
Kortsiktig gjeld	802,9	1052,8	1240,2	1080,6	929,5
Likviditetsgrad 1	1,2	0,9	0,9	1,0	0,9

Tabell 26: Likviditetsgrad 1 BTX Group

BTX Group	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006
Kortsiktige eiendeler	532,89	852,63	1058,62	1445,45
Kortsiktig gjeld	380,77	476,38	680,00	620,02
Likviditetsgrad 1	1,2	0,9	0,9	1,0

En gammel regel sier at for at et selskap skal ha god likviditet i forhold til sine kreditorer må det ha likviditetsgrad 1 over 2, og likviditetsgrad 2 over 1 (Tellefsen og Langli, 2005).

Tellefsen og Langli (2005) argumenterer for at disse utgangspunktene ikke kan benyttes lenger. I dagens selskaper er behovet for omløpsmidler redusert, det er en mer effektiv styring og av omløpsmidlene på grunn av kontinuerlige vareleveranser og kortere transporttid. De påpeker også at likviditetsgraden i forskjellige bransjer vil avvike, mens regelen er konstant.

IC Companys opprettholder ikke kravet om å ha en likviditetsgrad 1 over 2, så graden kan virke svært lav. I forhold til BTX er den derimot på samme nivå, og ut fra IC Companys årsrapporter kan jeg lese at selskapet har kontinuerlige vareleveranser. transporttiden i dagens globale verden er også lav.

Tellefsen og Langli (2005) mener at likviditetsgrad 1 bør være større enn 1, og at det er vanskelig å uttale seg om en normal for likviditetsgrad 2, her mener de at graden må sammenlignes med forskjellige selskap i samme bransje.

Ved beregning av likviditetsgrad 2 tar man hensyn til kun de mest likvide omløpsmidlene, dette er fordi kreditorene kun er interessert i et forholdstall som inkluderer de omløpsmidlene som raskt kan konverteres til kontanter. Varelager blir ofte ekskludert ved beregning av likviditetsgrad 2, ettersom det tar tid å få solgt unna alle varene på lager. (Penman, 2010)

Posten periodisering inneholder kolleksjonsprøver (vareprøver), reklameartikler, husleie og sosiale tjenester. IC Companys varebeholdninger og periodisering blir dermed utelukket ved beregning av likviditetsgrad 2.

Tabell 27: Likviditetsgrad 2 IC Companys

IC Companys	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Mest likvide omløpsmidler	420	449,3	465,3	468,9	393,3
Kortsiktig gjeld	802,9	1052,8	1240,2	1080,6	929,5
Likviditetsgrad 2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4

Tabell 28: Likviditetsgrad 2 BTX Group

BTX Group	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006
Mest likvide omøpsmidler	359,30	673,22	791,12	1116,59
Kortsiktig gjeld	380,77	476,38	680,00	620,02
Likviditetsgrad 2	0,9	1,4	1,2	1,8

Av likviditetsgradene til IC Companys og BTX Group kan jeg lese at IC Companys har bundet mye mer penger i sitt varelager enn BTX. Dette gir utslag i den store forskjell i likviditetsgrad 2.

4.3.3.2 Soliditetsanalyse.

Soliditet viser i hvor stor grad et selskap vil tåle tap. Langsiktige kreditorer har ikke like stort fokus på likviditet som kortsiktige kreditorer, og er mer interessert i å vite noe om et selskaps evne til å overholde gjeldsforpliktelser i fjern fremtid. Soliditet i et selskap blir vurdert ut fra selskapets gjeldsgrad og egenkapitalandel (Tellefsen og Langli, 2005).

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

$$Egenkapitalandel = \frac{Egenkapital}{Totalkapital}$$

Gjeldsgraden viser andelen av gjeld i forhold til selskapets egenkapital, dette er altså et forholdstall som viser i hvor stor grad egenkapitalen er finansiert fra eksterne investorer og ikke gjennom selskapets drift eller eiere. En gjeldsgrad nærme null vil bety god soliditet og liten sannsynlighet for en konkurs. Egenkapitalandelen viser hvor stor grad totalkapitalen som

Verdsettelse av IC Companys

er finansiert med egenkapitalen, den viser dermed hvor mye verdien av totalkapitalen kan synke før kreditorers krav kommer i fare (Tellefsen og Langli, 2005).

Tabell 29: Soliditet IC Companys

IC Companys	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Sum egenkapital	747,2	509,1	473,5	566,6	579,5
Sum gjeld	999,5	1275,6	1458,8	1282,7	1085,5
Sum egenkapital + gjeld	1746,7	1784,7	1932,3	1849,3	1665
Gjeldsgrad	1,34	2,51	3,08	2,26	1,87
Egenkapitalandel	0,43	0,29	0,25	0,31	0,35

Tabell 30: Soliditet BTX Group

BTX Group	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006
Sum egenkapital	147,06	308,58	158,69	522,67
Sum gjeld	495,99	635,14	1023,78	1038,95
Sum egenkapital + gjeld	643,04	943,72	1182,47	1561,61
Gjeldsgrad	3,37	2,06	6,45	1,99
Egenkapitalandel	0,23	0,33	0,13	0,33

Begge selskapene har en høy gjeldsgrad og lav egenkapitalandel. Situasjonen er imidlertid bedre for IC Companys enn BTX Group. IC Companys har forbedret sin soliditet ved å betale ned kortsiktig gjeld i løpet av 2009/2010.

5 Budsjettering av finansielle redegjørelser.

Basert på strategi- og regnskapsanalysen vil jeg nå utarbeide et fremtidsregnskap, kalt budsjettperiode for IC Companys. Dette fremtidsregnskapet danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen av selskapet. Som analytiker må man selv velge hvor lang budsjettperioden skal være ettersom en uendelig budsjettering praktisk ikke er mulig. Jeg har valgt å prognostisere 8 år frem i tid.

5.1 Kjernedriftsresultat

I denne delen vil jeg, ved hjelp av historiske tilgjengelige data og kvartalsrapporter utgitt av selskapet, prognostisere selskapets fremtidige kjernedriftsresultat. Utgangspunktet for de historiske data er det reformulerte kjernedriftsresultatet. Og jeg tar en forutsetning om at den nominelle skattesatsen for Danmark vil være 25 % jf. Punkt 4.1.2 (Beierholm, 2011) i hele budsjettperioden.

5.1.1 Salgsinntekt

Det er gjennom salg av produkter IC Companys skaper verdi, og dermed er denne posten den viktigste for å vurdere selskapets fremtidige verdi. Vurdering og prognostisering av selskapets salgsinntekt er vanskelig ettersom den er avhengig av mange faktorer.

Budsjetteringen av salgsinntekten er til dels foretatt på bakgrunn av ledelsens forventninger til fremtiden og ved hjelp av kvartalsrapporter for regnskapsåret 2010/2011. Ledelsen forventer en årlig omsetning fra salg på 3900 – 4000 Mill DKK. Gjennom kvartalsrapporter utgitt av selskapet har jeg oversikt over salgsinntekt for de første 9 månedene av 2010/2011.

(IC Companys, 2011)

De første 9 månedene for 2010/2011 viser en salgsinntekt på 3208,1 Mill DKK mot 2861,2 i 2009/2010, en økning på 12%. Utsiktene for den tredje kvartalsrapporten viser en forventet salgsinntekt etter 12 måneder i 2010/2011 på 3842,2 Mill DKK. Dette er positive tendenser for IC Companys, ettersom salgsinntekten har vært negativ de siste to årene.

Tabell 31: Endring i omsetning

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsetning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022,0
Endring i omsetning	-3,47 %	-3,11 %	11,43 %	10,98 %	

Omsetningen for IC Companys i 2010/2011 har vært meget bra i forhold til 2009/2010. Økningen i omsetning har vært stabil over hele året og den samlede forventede økningen er 9,9 %. En årlig økning på 10 % er svært mye, men historiske data viser at IC Companys har økt omsetningen med både 11 % og 11,4 % tidligere.

Tabell 32: Endring i omsetning - kvartal

Kvartal	1.Kvartal 09/10	1.Kvartal 10/11	Halvår 09/10	Halvår 10/11	3.Kvartal 09/10	3.Kvartal 10/11	Faktisk oms. 09/10	Forventet 10/11
Nettoomsetning	1081,1	1215,7	784,1	892,5	996	1099,9	3495,3	3842,2
Prosentvis økning		12,5 %		13,8 %		10,4 %		9,9 %

Basert på den strategiske analysen kan jeg vurdere IC Companys omsetningstall og vekst. Selskapet har en svakhet i forhold til konjunktursvingninger og dette har gitt stort utslag i forbindelse med den globale finansielle krise. I årene da krisen pågikk som verst hadde selskapet synkende omsetning, dette er korrelert til nedgangen i privatforbruket. Etter nye og bedre fremtidsutsikter for forbrukerne, spesielt i Skandinavia, har salgstallene for 2010/2011 igjen merket kraftig vekst.

(HSH, 2011; Steen & Strøm, 2011; EPN, 2011)

Å prognostisere IC Companys omsetning er svært vanskelig, ettersom selskapets omsetning ikke bare er avhengig av konjunkturer, men også det konstant endrende motebildet. For å spre risiko benytter selskapet, som nevnt tidligere, seg av en multibrandsstrategi. Ved hjelp av denne strategien kan jeg lettere prognostisere selskapets omsetningsvekst for fremtiden, ved å vurdere at IC Companys ikke bommer på motebildet med alle sine 11 merker samtidig. Selv om ledelsen i IC Companys ikke har nærliggende planer om å ekspandere til nye markeder ønsker jeg å poengtere at selskapet har uløste potensial i store deler av verden, spesielt i Kina og landets voksende økonomi. En nylig publisert artikkel fra en interesseorganisasjon for dansk tekstil & mote kåret nylig Danmarks 3 beste merker, her var IC Companys representert med henholdsvis Malene Birger og Designers Remix Collection (Dansk mode & tekstil, 2011).

IC Companys vurderes overordnet, sett ut fra den strategiske analysen, å være godt rustet mot fremtiden, og jeg vurderer at selskapet fortsetter å ha omsetningsvekst, men dog noe varierende.

Tabell 33: Endring i omsetning - budsjettering

År	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Nettoomsetning	3737,2	3621,1	3495,3	3842,2	4091,9	4239,2	4400,3	4576,3	4805,1	4992,5	5182,2
Δ i omsetning		-3,1%	-3,5%	9,9%	6,5%	3,6%	3,8%	4,0%	5,0%	3,9%	3,8%

5.1.2 Vareforbruk/bruttofortjeneste.

Selskapets vareforbruk omfatter, i følge selskapets egne årsrapporter, direkte kostnader mot å oppnå årets nettoomsetning.

Bruttofortjenesten over min analyseperiode har vært stabil rundt 60%, og dette danner utgangspunktet for prognostiseringen av vareforbruket.

Tabell 34: Bruttoresultat

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsetning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022
Vareforbruk	-1370,9	-1464,7	-1478,4	-1370,9	-1254,5
Bruttoresultat	2124,4	2156,4	2258,8	1982,9	1767,5
Prosent av omsetning	60,8 %	59,6 %	60,4 %	59,1 %	58,5 %

Som nevnt under den strategiske analyse har det vært økning i råvarepriser. Dette kan i utgangspunktet påvirke IC Companys bruttofortjeneste i stor grad. Selv om bomullsprisen har økt med 147 % fra 29.03.2010 til 22.03.2011, har IC Companys fortsatt opprettholdt en bruttofortjeneste på rundt 60 %. Jeg vil ta utgangspunkt i en fortsatt stigende bomullspris og råvarepriser generelt, for å så forvente en utligning. Stigningen vil ikke utgjøre særlig stor forskjell i selskapets bruttofortjeneste, ettersom kvartalsrapporten etter økte priser ikke har vist nevneverdig utslag.

Tabell 35: Bruttoresultat - kvartal

Kvartal	1.Kvartal	Halvårsrapport	3. Kvartal	Forventet e/12 mnd
Nettoomsetning	1215,7	892,5	1099,9	3842,2
Bruttoresultat	722,2	544,7	637,9	2292,8
Prosentvis av omsetning	59,4 %	61,0 %	58,0 %	59,7 %

Tabell 36: Bruttoresultat - budsjettering

År	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Nettoomsetning	3737,2	3621,1	3495,3	3842,2	4091,9	4239,2	4400,3	4576,3	4805,1	4992,5	5182,2
Vareforbruk	-1478,4	-1464,7	-1370,9	-1549,4	-1681,8	-1716,9	-1742,5	-1793,9	-1898	-1987	-2057,3
Bruttoresultat	2258,8	2156,4	2124,4	2292,8	2410,1	2522,3	2657,8	2782,4	2907,1	3005,5	3124,9
Bruttoresultat i %	60,4 %	59,6 %	60,8 %	59,7 %	58,9 %	59,5 %	60,4 %	60,8 %	60,5 %	60,2 %	60,3 %

5.1.3 Personalkostnader

Selskapets personalkostnader inneholder lønninger, vederlag, pensjonsutgifter, aksjebasert kompensasjon og øvrige personalkostnader til selskapets ansatte. Denne posten inkluderer styret og administrasjon, i tillegg inngår også agenthonorarer til eksterne salgsagenter i denne posten.

Historisk sett har personalkostnadene vært relativt tilpasset omsetningen, og kostnadene har utgjort mellom 23,5% - 26,5% av omsetningen. Som nevnt under den strategiske analysen satset IC Companys på et opplæring- og salgstreningprogram for sine ansatte i 2007. Ut fra årsrapporten 2006/2007 side 6, kan jeg lese at de forventet en omsetningsvekst i 2008/2007 på bakgrunn av opplærings- og salgstreningprogrammet. Dette stemmer overens med de historiske salgsdata. På samme måte som omsetningen økte, økte også personalkostnadene i denne perioden. Og de har økt i perioden etter 2007. Jeg begrunner dette både med økning i antall ansatte på grunn av økt omsetning og på grunn av økt satsning på opplæring og kurs.

Tabell 37: Personalkostnader

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsetning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022
Personalkostnader	-927	-948,6	-931,2	-807,2	-711,1
Prosent av omsetning	26,5 %	26,2 %	24,9 %	24,1 %	23,5 %

Beregninger gjort på bakgrunn av selskapets kvartalsrapporter viser en svært lik fordeling av personalkostnadene. Den forventede andelen av omsetningen etter 12 måneders drift er 26,6 %. Personalkostnadene forventes dermed ikke å falle eller øke i budsjettperioden, men holde et fast nivå i forhold til omsetningen på mellom 25 – 27 %.

Tabell 38: Personalkostnader - kvartal

Kvartal	1.Kvartal	Halvårsrapport	3. Kvartal	Forventet e/12 mnd
Nettoomsetning	1215,7	892,5	1099,9	3842,2
Personalkostnader	-247,7	-266,4	-266,1	-1023,1
Prosentvis av omsetning	20,38 %	29,85 %	24,19 %	26,63 %

Tabell 39: Personalkostnader - budsjettert

År	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Nettoomsetning	3737,2	3621,1	3495,3	3842,2	4091,9	4239,2	4400,3	4576,3	4805,1	4992,5	5182,2
Personalkostnader	-931,2	-948,6	-927	-1037,4	-1097	-1114,9	-1144,1	-1185,3	-1234,9	-1308	-1373,3
% av omsetning	24,9 %	26,2 %	26,5 %	27,0 %	26,8 %	26,3 %	26,0 %	25,9 %	25,7 %	26,2 %	26,5 %

5.1.4 Av- og nedskrivninger

Av- og nedskrivningene på de samlede materielle- og immaterielle eiendelene for IC Companys har økt over mine analyseår. Spesielt i regnskapsåret 2008/2009, da utgjorde av- og nedskrivningene 23% av eiendelene, dette året hadde IC Companys, i følge årsrapporten 2008/2009 en ekstraordinær avskrivning på eget varelager. Denne ekstraordinære avskrivningen utgjorde 35 Mill DKK. Sett bort i fra den ekstraordinære avskrivningen utgjør de resterende av- og nedskrivningene 17,5 %, noe som er mer normalt i forhold til de andre årene i analyseperioden. Jeg legger dermed til grunn en liten økning per år i av- og nedskrivninger for selskapet over min budsjettperiode.

Tabell 40: Av- og nedskrivninger

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Materielle eiendeler fra balansen	408,4	419,1	423,9	408,8	361,7
Immaterielle eiendeler fra balansen	249	220,2	252,4	245,8	221,5
Sum materielle og immaterielle	657,4	639,3	676,3	654,6	583,2
Av- og nedskrivninger	-129,6	-111,7	-112,8	-96,3	-81,2
Prosent av sum	19,7 %	17,5 %	16,7 %	14,7 %	13,9 %

På bakgrunn av kvartalsrapporter har jeg beregnet følgende av- og nedskrivningsprosent for IC Companys.

Tabell 41: Immaterielle og materielle eiendeler

Langsiktige eiendeler			
Periode	31.03.2011	31.03.2010	31.06.2010
Immaterielle eiendeler			
Goodwill	203	191,7	194,3
Software og IT-systemer	29,8	19,3	21,4
Varemerkerettigheter	0,1	0,1	0,1
Leierettigheter	21,1	20,2	19,6
IT-systemer under utvikling	4,2	0	13,6
Sum	258,2	231,3	249
Materielle eiendeler			
Tomt og bygninger	157	163	161,5
Innredning av leide lokaler	126,7	127,1	132,5
Annet utstyr	102,2	107,1	106,9
Mat. Eiendeler under utvikling	21	25,4	7,5
Sum	406,9	422,6	408,4
Totalt imm. Og mat. Eiendeler	665,1	653,9	657,4
Av- og nedskrivninger	-88,1	-87,5	-129,6
Prosentvis av sum	0,1324613	0,1338125	0,1971402

Av denne beregningen kan jeg forvente en relativt lik av- og nedskrivningsprosent som regnskapsåret 2009/2010. Ledelsen i IC Companys har ikke utgitt informasjon om forventet verdi på selskapets langsiktige eiendeler for 31.06.2011, dermed tar jeg en forutsetning om at av- og nedskrivningene i budsjettperioden er på 19,7 % av summen av materielle og immaterielle eiendeler. Beregningen fremkommer etter budsjettering av den reformulerte balansen.

5.1.5 Andre eksterne omkostninger

Denne posten består av årets øvrige utgifter til innkjøp, salg og administrasjon av primær karakter i forhold til selskapets hovedformål, som er å selge klær. I min analyseperiode har disse kostnadene ligget på 22 – 23 % av nettoomsetningen , med unntak av 2009/2008. Det finnes ingen tilgjengelig informasjon på denne kostnadsøkningen, jeg har dermed regnet ut den prosentvise andelen av posten på bakgrunn av kvartalsrapporten for 2010/2011 og tatt utgangspunkt i det normale for selskapet. Den forventede kostnaden etter 12 måneders drift er 22,3%, noe som virker som et normalt nivå.

Tabell 42: Andre eksterne kostnader

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsætning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022
Andre eksterne kostnader	-785,2	-909,5	-871	-755,5	-683,7
Prosent av omsetning	22,5 %	25,1 %	23,3 %	22,5 %	22,6 %

Tabell 43: Andre eksterne kostnader - kvartal

Kvartal	1.Kvartal	Halvårsrapport	3. Kvartal	Forventet e/12 mnd
Nettoomsætning	1215,7	892,5	1099,9	3842,2
Eksterne omkostninger	-228,4	-209,8	-242,2	-859,7
Prosentvis	18,8 %	23,5 %	22,0 %	22,4 %

Jeg vil dermed ta utgangspunkt i at de eksterne omkostningene vil ligge på et normalt nivå for selskapet, rundt 22 – 23 %. De prognostiserte andre eksterne omkostningene fremkommer i tabellen nedenfor.

Tabell 44: Andre eksterne kostnader - budsjettert

År	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Nettoomsætning	3737,2	3621,1	3495,3	3842,2	4091,9	4239,2	4400,3	4576,3	4805,1	4992,5	5182,2
Andre ekst. Omkost.	-871,0	-909,5	-785,2	-856,8	-920,7	-975,0	-1003,3	-1048,0	-1124,4	-1148,3	-1171,2
Prosent av omsetning	23,3 %	25,1 %	22,5 %	22,3 %	22,5 %	23,0 %	22,8 %	22,9 %	23,4 %	23,0 %	22,6 %

5.2 Budsjettering av balansen.

En nødvendig forutsetning for verdsettelse ved bruk av superprofittmodellen er å finne den fremtidige verdien av selskapets netto operasjonelle eiendeler. Jeg vil derfor ta utgangspunkt i hver enkelt eiendel i den reformulerte balansen for å prognostisere IC Companys fremtidige netto operasjonelle eiendeler. Dersom en eiendel er av liten størrelse eller er vanskelig å forutse på grunn av lite tilgjengelig informasjon, antar jeg at den vil være på samme nivå i fremtiden som ved slutten av 2009/2010.

5.2.1 Goodwill

Goodwill klassifiseres som en immateriell eiendel i forbindelse med et oppkjøp av et annet selskap. Ved oppkjøp føres goodwill i balansen til det overtakende selskapet dersom beløpet av kjøpesummen overstiger de netto varige driftsmidlene for det oppkjøpte selskapet.

(Inwestorwords, 2011)

I følge IC Companys årsrapporter avskrives ikke selskapets goodwill, men den testes årlig for verdifall. Goodwill i IC Companys balanse er knyttet opp mot oppkjøp av merkene Tiger of Sweden, Peak Performance og Saint Tropez.

(IC Companys, 2009)

Det er vanskelig å prognostisere denne posten, ettersom det ikke finnes informasjon om ledelsens planlagte oppkjøp. Denne type informasjon er ofte svært hemmelighetsfull, for å beskytte seg mot konkurrenter og for å unngå prispressing. Derfor vil goodwill bli behandlet som en konstant post i den prognostiserte balansen.

5.2.2 Software og IT systemer. IT systemer under utvikling.

Som tidligere nevnt i oppgaven har ledelsen, i følge årsrapporten 2009/2010, IC Companys planlagt en investering for 2010/2011. Investeringen på 130 – 150 millioner skal primært dekke utvidelse av distribusjonen og salgssunderstøttende forbedring av selskapets IT-plattform. Gjennom opplysninger hentet fra kvartalsrapporten for 2010/2011, er det ikke rapportert noen investeringer på dette området, men selskapet fastholder på sine forventninger om investeringer for året. Dette betyr at selskapet forventer å foreta en investering i løpet av de 3 siste månedene av regnskapsåret 2010/2011. Balansesummene for IT systemer og IT systemer under utvikling er, etter 9 måneder, i 2010/2011 på henholdsvis 29,8 og 4,2 Mill DKK. Jeg kan ikke forvente annet enn at selskapet opprettholder sin forventning om investering av systemene, men jeg tar en forutsetning for at selskapet deler investeringen over flere år. I følge årsrapport 2009/2010 avskrives Software og IT systemene over løpetiden som er 3 – 5 år. Jeg har derfor tatt avskrevet de budsjetterte Software og IT systemene over en periode på 5 år.

Tabell 45: Software og IT systemer

				Fra kvartal								
Balanspost	30.06.2008	30.06.2009	30.6.2010	31.03.2011	31.6.2011	31.6.2012	31.6.2013	31.6.2014	31.6.2015	31.6.2016	31.6.2017	31.6.2018
Software og IT systemer	30,5	21,5	21,4	29,8	34,0	60,7	81,1	97,3	110,4	91,3	77,8	65,0
IT systemer under utvikling	1,0		13,6	4,2	32,5	32,5	32,5	32,5	3,0	4,8	2,7	3,0

5.2.3 Varemerkerettigheter:

Denne posten har vært svært lav, og stabil over hele perioden. Jeg forutsetter at denne posten holdes på samme nivå over hele budsjettperioden.

Leierettigheter:

Denne posten omhandler kostnader ved leieavtaler. Det finnes ingen informasjon rundt denne posten dermed blir den vurdert som konstant, etter postens siste års verdi, i budsjettperioden.

5.2.4 Tomt og bygninger, Leierettigheter og Innredning av leide lokaler.

Som nevnt under virksomhetspresentasjonen har IC Companys en strategi for å utvide omsetningen innenfor egne retail- og franchisebutikker. Tabell 3 vises en prosentvis økning i omsetning fra retaildrift av nettoomsetningen, fra 05/06 til 09/10 på 11,7 %. Dette burde vises som en økning i den balanseførte posten ”tomt og bygninger” eller ”leierettigheter”. Disse postene har holdt seg relativt stabile over perioden, det vil si at det har vært små investeringer som har opprettholdt verdien som har blitt avskrevet i postene, og det finnes ingen informasjon i årsrapportene angående nye investeringer eller leieavtaler. Dog er det en markant økning i selskapets ”innredning av leide lokaler”. Fra 05/06 til 09/10 har denne posten økt med 52 %. Med tanke på videre målrettet arbeid om å utvide egne retail- og franchisebutikker tar jeg en forutsetning om at det er denne posten som økes i budsjettperioden. Tomt og bygninger samt leierettigheter blir vurdert som konstant, etter postenes siste års verdi.

5.2.5 Driftsmateriell og inventar.

Det finnes ingen informasjon i selskapets årsrapporter av hva slags eiendeler som inngår i denne posten, det blir dermed vanskelig å vurdere fremtidige størrelser for denne posten. Av gamle rapporter, ved å kun se på postens størrelse, kan det virke som selskapet investerer i driftsmateriell og inventar rundt hvert tredje – fjerde år. Fra 03/04 til 09/10 har det forekommet en økning i denne posten på 37 Mill DKK, eller 53 %. Over min analyseperiode har det vært en økning på 27 %. Etersom denne posten ikke er av meget betydelig størrelse

vurderer jeg dermed at selskapet foretar små tilsvarende investeringer som tidligere i budsjettperioden.

Materielle eiendeler under utvikling / Forhåndsbetaling for materielle eiendeler.

Denne balanseposten er av svært liten størrelse og har holdt seg relativt stabil over analyseperioden jeg har valgt. Den vurderes dermed som konstant, og settes til postens siste års verdi i budsjettperioden.

5.2.6 Varebeholdninger

Selskapets varebeholdninger består av råvarer og hjelpematerialer, ferdigvarer og svømmende varer (betalte men ikke mottatte varer) (Vangsgaard, 2005).

Varebeholdningen blir påvirket av avgang og tilgang samt nedskrivninger. Historisk sett så har IC Companys varebeholdninger bestått av mellom 12 – 14 % av nettoomsetningen.

Tabell 46: Varebeholdning

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsetning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022
Varebeholdning	428,7	439,6	532,4	466,4	391,1
Prosent	12,3 %	12,1 %	14,2 %	13,9 %	12,9 %

5.2.7 Fordringer fra salg av varer og tjenester.

Det finnes ingen relevant informasjon i selskapets årsrapporter vedrørende denne posten.

Ettersom denne posten utgjør et større beløp av selskapets operasjonelle eiendeler foretok jeg en prosentvis beregning over alle tilgjengelige årsrapporter utgitt av selskapet. De siste 8 årene har denne posten utgjort ca 7 % og økt i takt med omsetningen. Jeg vurderer dermed at denne posten skal utgjøre 7,5 % av nettoomsetningen over min budsjettperiode.

Tabell 47: Fordringer fra salg

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005	2005/2006	2004/2005	2003/2004
Nettoomsetning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022	2820,6	2612,2	2685,2
Fordringer fra salg	262,1	257,6	296,7	266,6	207,7	186	202,8	200,9
Prosent av nettoom	7,5 %	7,1 %	7,9 %	7,9 %	6,9 %	6,6 %	7,8 %	7,5 %

5.2.8 Utsatt skattefordel.

Den utsatte skatten blir basert på gjeldende skatteregler og skattesatser for midlertidige forskjeller mellom regnskapsmessige og skattemessige verdier. Den utsatte skattefordelen, altså den skattemessige verdien av et fremførbart underskudd, regnskapsføres med den verdien som forventes å bli brukt i beregning av den fremtidige skattbare inntekten utlignet mot utsatt skattegjeld innenfor samme juridiske enhet og jurisdiksjon (BDO, 2010).

Ettersom at IC Companys, i min budsjettperiode, vil gå med driftsoverskudd forventer jeg at den utsatte skattefordelen skal avta utover budsjettperioden.

(IC Companys, 2010)

5.2.9 Andre fordringer.

Denne posten inneholder fordringer som forfaller innen et år. Som merverdiavgift fordringer, kredittkort og diverse forskuddsbetalinger. Størstedelen av posten kommer frem av ikke realiserte gevinster på finansielle kontrakter (derivater). Det er svært vanskelig å forutse størrelsen på gevinster / tap ved slike finansielle kontrakter. Jeg forutsetter derfor at denne posten skal budsjetteres med lik verdi som opplyst i selskapets siste årsrapport.

5.2.10 Driftslikviditet.

Driftslikviditeten blir beregnet på samme måte som ved reformuleringen av balansen. 1 % av nettoomsætningen.

5.2.11 Periodisering.

Periodisering inneholder kolleksjonsprøver (vareprøver), reklameartikler, husleie og sosiale tjenester. Denne posten har holdt seg relativt stabil over min analyseperiode og vil dermed bli budsjettert med siste års verdi.

Lån utstedt til samarbeidspartnere.

Det finnes ingen informasjon vedrørende selskapets utlånspolitikk / utlånsplaner til samarbeidspartnere. Posten er av liten størrelse og vil bli budsjettert med siste års verdi.

Operasjonelle forpliktelser.

Selskapets operasjonelle forpliktelser vil bli budsjettert.

Utsatt skatteforpliktelse

Denne posten blir vurdert som konstant etter postens siste års verdi.

Avsetninger.

Posten er av svært liten størrelse og vil bli budsjettert med siste års verdi.

5.2.12 Leverandørgjeld.

Leverandørgjelden har utgjort mellom 8 og 10 % av nettoomsetningen. Det finnes ingen relevant informasjon vedrørende selskapets leverandørgjeld. Jeg antar dermed at selskapets leverandørgjeld vil utgjøre 9 %, som er gjennomsnittlig andel av nettoomsetningen for de siste fem år.

Tabell 48: leverandørgjeld

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsetning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022
Leverandørgjeld	354,8	291,7	313,8	296,8	287,4
Andel av omsetning	10,15 %	8,06 %	8,40 %	8,85 %	9,51 %

Betalbar skatt.

Denne posten blir vurdert som konstant etter postens siste års verdi.

5.2.13 Annen kortsiktig gjeld.

På mange måter kan denne posten virke som en motpost til 'andre fordringer' under selskapets operasjonelle eiendeler. Annen kortsiktig gjeld inneholder selskapets utestående for toll, merverdiavgift og ikke realiserte tap på finansielle kontrakter (derivater). Dette gjør posten svært vanskelig å forutse, men en stor andel av posten (47 % i 2009/2010) knytter seg til skyldig lønn, sosiale kostnader og feriepenger. Med dette grunnlaget kan jeg forvente en svak økning i selskapets annen kortsiktig gjeld, i takt med de økte personalkostnadene.

5.2.14 Budsjettering av skatt.

I følge IC Companys årsrapporter vil den betalbare del av selskapets skattekostnader utgjøre 50 – 75 %. Den resterende del vil bli dekket av tidligere års utsatte skattefordeler. Ettersom IC Companys ikke utnytter den utsatte skattefordelen fullt ut antar jeg at en del av skattefordelen er knyttet opp mot utenlandske datterselskaper. Disse datterselskapene er ikke nødvendigvis omfattet av de danske skatteregler, og må behandles på en annen måte.

Historisk sett, over min analyseperiode, har den utsatte skattefordelen årlig blitt redusert, og den utsatte skatteforpliktelsen har økt. I 09/10 er endringen i utsatt skatt -11,8 mill DKK, dette svarer til 17 % av den beregnede skatten av driftsresultatet, som blir beregnet ut fra skatteprosenten på 25 %. I min budsjettperiode vil den utsatte skatten reduseres med 17 %. Reduseringen i skattefordelen vil også medføre tilsvarende økning i den utsatte skatteforpliktelsen.

Øvrige skatteberegninger som selskapsskatt til gode og betalbar skatt er svært vanskelig å forutse, ettersom de er påvirket av skattemessige fordeler / ulemper i forhold til midlertidige forskjeller. Midlertidige forskjeller kan, som nevnt tidligere, oppstå ved valutakurssvingninger ved finansielle kontrakter (derivater), som gjør skatteberegningene svært vanskelig å forutse.

Betalbar skatt og selskapsskatt til gode blir dermed budsjettert med siste års verdi.

5.1.6 Beregninger for av- og nedskrivninger.

Etter å ha foretatt budsjettering av den reformulerte balansen kan jeg foreta beregning av selskapets av- og nedskrivningskostnader. Beregningen fremkommer i tabell 49

Verdsettelse av IC Companys

Tabell 49: Av- og nedskrivninger

Materielle eiendeler								
Goodwill	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3
Software og IT systemer	34,0	60,7	81,1	97,3	110,4	91,3	77,8	65,0
Varemerkerettigheter	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Leierettigheter	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
IT systemer under utvikling	32,5	32,5	32,5	32,5	3,0	4,8	2,7	3,0
Sum	280,5	307,2	327,6	343,8	327,4	310,1	294,5	282,0
Immaterielle eiendeler								
Tomt og bygninger	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5
Innredning av leide lokaler	140,0	150,0	160,0	170,0	180,0	180,0	180,0	190,0
Driftsmateriell og inventar	96,4	124,0	129,6	123,3	115,7	108,0	121,7	130,0
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Sum	405,4	443,0	458,6	462,3	464,7	457,0	470,7	489,0
Totalt imm. og mat. eiendeler	685,9	750,2	786,2	806,1	792,1	767,1	765,2	771,0
Av- og nedskrivninger	-130,3	-142,5	-149,4	-153,2	-150,5	-145,7	-145,4	-146,5

Den budsjetterte balansen fremkommer av tabell 50

Tabell 50: Budsjettert balanse

År	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Operasjonelle eiendeler											
Goodwill	198,2	178,8	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3	194,3
Software og IT systemer	30,5	21,5	21,4	34,0	60,7	81,1	97,3	110,4	91,3	77,8	65,0
Varemerkerettigheter	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Leierettigheter	22,5	19,8	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6	19,6
IT systemer under utvikling	1,0		13,6	32,5	32,5	32,5	32,5	3,0	4,8	2,7	3,0
Tomt og bygninger	174,6	167,3	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5
Innredning av leide lokaler	108,0	124,5	132,5	140,0	150,0	160,0	170,0	180,0	180,0	180,0	190,0
Driftsmateriell og inventar	129,8	119,6	106,9	96,4	124,0	129,6	123,3	115,7	108,0	121,7	130,0
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling for mat. eiendeler	11,5	7,7	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Varebeholdning	532,4	439,6	428,7	499,5	531,9	551,1	572,0	594,9	624,7	649,0	670,4
Fordringer fra salg av varer og tjenester	296,7	257,6	262,1	288,2	306,9	317,9	330,0	343,2	360,4	374,4	386,8
Utsatt skattefordel	123,9	129,0	99,9	82,9	68,8	57,1	47,4	39,4	32,7	27,1	22,5
Selskapsskatt til gode	1,6	48,3	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2
Andre fordringer	35,0	61,2	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8
Driftslikviditet	37,4	36,2	35,0	38,4	40,9	42,4	44,0	45,8	48,1	49,9	51,6
Periodisering	108,8	92,1	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7
Lån utstedt til samarbeidspartnere	1,1	9,4	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Sum operasjonelle eiendeler	1813,2	1712,7	1679,5	1791,3	1895,1	1951,2	1995,9	2011,8	2029,3	2062,0	2098,7
Operasjonelle forplikteler											
Utsatt skatteforpliktelse	44,9	39,3	47,5	55,6	65,0	76,1	89,0	104,1	121,8	142,6	166,8
Avsetninger		10,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Leverandørgjeld	313,8	291,7	354,8	345,8	368,3	381,5	396,0	411,9	432,5	449,3	464,2
Betalbar skatt	45,4	63,7	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Annen kortsiktig gjeld	278,0	250,1	260,5	272,2	279,9	282,2	286,0	291,4	297,8	307,3	315,0
Sum operasjonelle forpliktelser	682,1	655,7	677,3	688,1	727,7	754,3	785,5	821,9	866,6	913,7	960,5
Netto operasjonelle eiendeler	1131,1	1057,0	1002,2	1103,2	1167,4	1196,9	1210,4	1189,9	1162,7	1148,4	1138,2

6. Beregning av de vektete gjennomsnittlige kapitalomkostningene (WACC).

6.1 WACC

Ettersom jeg skal verdsette IC Companys ved hjelp av en indirekte verdsettelsesmodell må jeg beregne selskapets WACC. Resultatet av beregningen av selskapets WACC gir et uttrykk for den avkastningen selskapet minst må oppnå på bakgrunn av investert kapital, for å leve opp til minimumskravet som långiverne og aksjonærene stiller til sin investering. (Sørensen, 2009) WACC består av et vektet gjennomsnitt av avkastningen til eierne (K_e) og kreditorer (K_d) og den generelle formel for utregning vises nedenfor.

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

Avkastningskravet til kreditorene (K_d) har jeg beregnet ut fra risikofri rente og markedets risikopremie, fratrukket selskapets skattekostnad.

$$(K_d) = (r_f + E(r_m) - r_f)(1 - t)$$

t = Selskapets skattekostnad (25%)

Avkastningskravet til eierne er, etter mine beregninger, 6,27%

En forutsetning for å beregne WACC er å vite egenkapitalens omkostninger K_e .

Egenkapitalens omkostninger blir funnet ved hjelp av CAPM, som vist i punktet nedenfor.

6.2 CAPM estimering av egenkapitalens omkostninger

For å beregne avkastningen til egenkapitalen har jeg benyttet meg av CAPM (Capital Asset Pricing Model)

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

r_f = Risikofri rente.

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopremie.

β = Betaverdi.

6.2.1 Risikofri rente.

For å estimere den risikofrie renten anbefaler Sørensen (2009) å benytte en 10-årig dansk statsobligasjon. På denne måten matches varigheten på det risikofrie med den typiske

varigheten på budsjettperioden. Danske statsobligasjoner er en av de sikreste investeringer. Kredittrisikoen er nesten lik null, ettersom faren for at Danmark ikke kan opprettholde sine forpliktelser er minimal, dog er risikoen for alminnelig kurssvingning til stede.

(Arbejdernes Landsbank, 2011)

Den effektive renten på en dansk statsobligasjon med 10 års løpetid er, per 9. mai 2011, 3,27 %. Jeg tar dermed utgangspunkt i en dansk statsobligasjon når jeg beregner den risikofrie renten i CAPM modellen.

(Ritzau Finans, 2011)

6.2.2 Markedets risikopremie.

Historisk sett har langsiktige investeringer i aksjer levert høyere avkastning til investoren enn avkastningen fra risikofrie investeringer, eksempelvis statsobligasjoner. Aksjeinvesteringer er derimot en mer risikopreget investering, ettersom aksjekursen er utsatt for kurssvingninger som kan resultere i tap. Av denne grunn beregner man derfor en premie til aksjeinvestorene, for at de skal påta seg risikoen ved å investere i aksjene. Premien er beregnet ut fra forskjellen mellom antatt markedsavkastning og risikofri rente. (Soffer and Soffer)

Årlig utfører den Sveitsiske banken, Credit Suisse, beregninger av markedets risikopremie for et utvalg av land. I følge deres årlige rapport for 2011 er Danmarks risikopremie på 5,1 %, som blir mitt utgangspunkt for markedets risikopremie.

(Credit Suisse, 2011)

6.2.3 Betaverdi.

Betaverdier er statistiske størrelser som beskriver hvordan en aksje svinger i forhold til markedet. Markedets samlede betaverdi er 1, en aksje med betaverdi 1 svinger dermed helt i takt med det resterende markedet. Har en aksje betaverdier under og over 1 tilsvarer dette henholdsvis en mindre og større svingningstakt enn markedet.

Jeg har tatt utgangspunkt i Reuters beregning av IC Companys betaverdi på 1,37, som betyr at en aksje i IC Companys har en større svingningstakt enn det samlede markedet.

(Reuters, 2011)

Beregningen for avkastningen på egenkapitalen ved hjelp av CAPM vises nedenfor

$$CAPM (K_e) = 0,0327 + (1,37 * 0,051) = 10,25 \%$$

6.2.4 Beregning av WACC.

Etter estimering av CAPM har jeg nå identifisert alle elementene som trengs for å beregne IC Companys WACC.

Tabell 51: WACC

Avkastning på egenkapital	10,25 %
Avkastning til kreditorer	6,27 %
Egenkapitalandel	74,30 %
Gjeldsandel	24,70 %
Skatt	25,00 %
WACC	8,88 %

7. Verdsettelse av IC Companys.

Denne delen av oppgaven kommer til å omfatte selve verdsettelsen av selskapet. Som tidligere nevnt har jeg valgt å benytte meg av superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital. Verdsettelse ved superprofittmodellen baserer seg på det budsjetterte kjernedriftsresultatet og den budsjetterte balansen, de budsjetterte elementene er igjen basert på den strategiske analysen.

En forutsetning for verdsettelse ved superprofittmodellen er å beregne selskapets horisontverdi (Continuing value), og jeg vil derfor vise min beregning gjort ved Gordons vekstmodell. Min budsjettperiode strekker seg over 8 år, men jeg forutsetter at selskapet skal fortsette driften utover denne perioden. Horisontverdien er beregning av selskapets superprofitt etter valgte budsjettperiode, som antas å fortsette til evig tid.

Gordons vekstmodell fremkommer av ligningen:

$$CV_t = \frac{RIDO_{T+1}}{K_F - g}$$

Et lands økonomiske vekstrate måles i form av vekst i brutto nasjonalprodukt, og for å finne et selskaps langsiktige økonomiske vekstrate tar man også med landets forventede inflasjon i beregningen. (Damodoran Online, 2005).

Danmarks nasjonalbank har et inflasjonsmål på 2 % (Nationalbanken,2009) og dette blir dermed den forventede inflasjonen i beregningen. Tidligere i oppgaven ble det forventede brutto nasjonalproduktet estimert til 1,8 % vekst (Nordea, 2011) Den fremtidige konstante veksten vil dermed bli 3,8 %.

Verdsettelse av IC Companys

Selve verdsettelsen av IC Companys blir gjort ved hjelp av superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital. Som vist under punkt 2.2.2.2 kan modellen presenteres slik:

$$V_0^E = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + r_{wacc})} + \frac{RIDO_{t+1}}{(r_{wacc} - g)(1 + r_{wacc})^T}$$

Superprofittmodellen baseres på residual inntekt jf. punkt 2.2.1.2 kan RIDO presenteres:

$$RIDO_t = DO_t - r_{wacc}NOE_{t-1}$$

Tabell 52: Verdsettelse av IC Companys

År	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18
Kjernerdriftsresultat etter skatt		201,2	187,4	212,3	267,9	299,0	301,6	302,9	323,4
Netto operasjonelle eiendeler	1002,2	1103,2	1167,4	1196,9	1210,4	1189,9	1162,7	1148,4	1138,2
Superprofitt (RIDO)		113,0	90,3	109,6	162,6	192,5	196,9	200,6	222,3
Diskonteringsfaktor		1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088	1,088
Nåverdi av Superprofitt		103,9	83,0	100,7	149,4	176,9	181,0	184,4	204,3
Akkumulert nåverdi av superprofitt	1183,6								
Terminalverdi									4446,0
Nåverdi av terminalverdi	2463,58296								
Netto driftskapital	4649,4								
Bokført NFO	-417,6								
Egenkapitalverdi	4231,8								
Antall aksjer	16942807								
Aksjeverdi (DKK)	249,7								

Jeg har estimert IC Companys pris per aksje til 249,7 DKK.

8. Sensitivitetsanalyse.

Sensitivitetsanalyse er en viktig del av verdsettelsesprosessen og gjennomføres for å kontrollere mine beregninger gjort i budsjettperioden. Selve verdsettelsen baserer seg på budsjetterte verdier, og verdien vil ikke nødvendigvis bli som budsjettert. I denne analysen velger man forskjellige scenarioer, hvor de faktorene som bestemmer aksjeprisen, forandrer seg. Langsiktig vekstrate og det vektete gjennomsnittet av avkastningen til eierne (WACC)

Under beregning av terminalverdien og Gordons vekstmodell tok jeg utgangspunkt i en langsiktig økonomisk vekst på 3,8 % basert på forventet fremtidig BNP og Danmarks inflasjonsmål.

Beregningen av WACC, og spesielt avkastningskravet til egenkapitalen, er gjort på bakgrunn av konjunktursensitive data, som medfører at WACC kan endres over tid.

I tabellen under ser man endringen i aksjeprisen for IC Companys, ved endring i langsiktig økonomisk vekst og WACC.

53: Endring i vekst og WACC

Δ i aksjepris ved Δ i WACC og vekst		WACC				
		6,88 %	7,88 %	8,88 %	9,88 %	10,88 %
Vekst	1,80 %	271,2	234,2	208,2	188,9	174,2
	2,80 %	312,6	260,1	225,5	201,1	183,1
	3,80 %	381,6	298,9	249,7	217,3	194,5
	4,80 %	519,6	363,5	286,1	240,1	209,7
	5,80 %	933,5	492,7	346,7	274,2	231,1

Ut fra tabellen kan man se svært store forskjeller i aksjeprisen dersom WACC og økonomisk vekst skal endre seg fra min analyse.

I den videre sensitivitetsanalysen vil jeg anta at den økonomiske veksten blir 3,8 %. Jeg antar at det er større sannsynlighet for at det, i fremtiden, blir endringer i IC Companys WACC enn i Danmarks økonomiske situasjon.

I tabellen under viser jeg utregnede endringer i WACC ved endringer i driverne bak.

54: Endring i faktorer, WACC

Endring i faktorer	WACC				
	-20 %	-10 %	0	10 %	20 %
Beta	7,79 %	8,31 %	8,88 %	9,34 %	9,86 %
Markedets risikopremie	7,79 %	8,31 %	8,88 %	9,34 %	9,86 %
Risikofri rente	8,34 %	8,58 %	8,88 %	9,07 %	9,31 %
Gjeldsandel	8,58 %	8,70 %	8,88 %	8,95 %	9,07 %

En økning på 20 % i selskapets betaverdi vil gi en økning i WACC til 9,86 %. Fra tabellen kan man se at de største endringene i WACC kommer av endring i selskapets beta og markedets risikopremie. Disse to faktorene viser samme endring i WACC, følgelig etter ligningen for CAPM, som presentert under avkastningen til egenkapitalen.

Videre har jeg, i tabell, beregnet aksjeprisen ut fra økt eller redusert kjernedriftsresultat og netto operasjonelle eiendeler. Det er vanskelig å forutse fremtiden og dermed også anslå selskapets nettoomsætning, som er den største driveren bak kjernedriftsresultatet, men dette er en viktig faktor for beregning av aksjeprisen ved superprofittmodellen.

55: Aksjepris ved endring i kjernedriftsresultat og NOE.

Faktorendring	Aksjepris						
	-30 %	-20 %	-10 %	0	10 %	20 %	30 %
Kjernedriftsresultat etter skatt	220,9	230,5	240,1	249,7	259,3	268,9	278,6
Inngående NOE	243,5	245,6	247,6	249,7	251,8	253,9	256,1

Jeg vil konkludere sensitivitetsanalysen med å si at i følge mine beregninger er IC Companys aksjepris mest sensitiv mot endringer i WACC og Danmarks økonomiske vekst.

9. Konklusjon.

Denne oppgaven har hatt som mål å verdsette IC Companys.

I oppgavens første del ble den forholdsvis korte historien til selskapet, produktene og distribusjonskanalene presentert. Videre i oppgaven har jeg presentert verdsettelsesteori med fokus på fundamental verdsettelse, og forskjellene mellom egenkapitalverdi og selskapsverdi. Del tre omhandlet en strategisk analyse for selskapet, hvor de interne ressursene ble analysert ved hjelp av VRIO modellen, og de eksterne ved hjelp av Porters fem konkurransekrefter og PESTEL modellen. Den strategiske analyse ble oppsummert i en SWOT analyse og selskapets største styrke er multibrandsstrategien.

Jeg analyserte IC Companys fem års siste finansielle redegjørelser i oppgavens regnskapsanalyse. Det første steget for å vurdere selskapets nøkkeltall i en lønnsomhetsanalyse var å reformulere selskapets finansielle redegjørelsene. Etter reformuleringen ble lønnsomheten vurdert ved hjelp av DuPont-pyramiden, og nøkkeltall ble forklart.

Regnskapsanalysen ble avsluttet med en vekstanalyse som, sammen med den strategiske analyse, ga meg et bilde av selskapets fremtidige vekst for min budsjettperiode. Budsjettperiodens regnskaper var det tallmessige grunnlaget for verdsettelsen.

Med utgangspunkt i budsjettperiodens regnskaper beregnet jeg IC Companys egenkapitalverdi ved hjelp av superprofittmodellen til beregning av netto driftskapital. Min beregning ga en egenkapitalverdi på 4231,8 millioner danske kroner, ved 16 942 807 aksjer utestående ga dette en pris per aksje på 249,7 danske kroner.

Aksjeprisen er estimert ut fra skjønsmessige og analytiske beregninger av selskapets fremtidige drift og kapitalkostnader. Sensitivitetsanalysen viser endringen i forhold til estimert aksjepris, dersom kapitalkostnadene eller fremtidsutsiktene for selskapets kjernedriftsresultat og netto operasjonelle eiendeler endres.

Per 31.mai.2011 står IC Companys aksjepris på Københavns fondsbørs i 236 danske kroner. I forhold til mitt estimat av aksjeprisen er markedsprisen på aksjen underpriset, og jeg vil anbefale kjøp.

Bøker:

Barney, J.B. og W.S. Hesterly. (2008). *Strategic management and competitive advantage*. Upper Saddle River: Pearson/Prentice Hall

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

Henry, A. (2008). *Understanding strategic management*. Oxford: Oxford University Press

Hill, C.W.L. og R. Gareth (2008). *Strategic management theory: an integrated approach*. Boston: Houghton Mifflin

Barney, J.B. og W.S. Hesterly. (2008). *Strategic management and competitive advantage*. Upper Saddle River: Pearson/Prentice Hall

Koller, T., M. Goedhart og D. Wessels. (2005). *Valuation; Measuring and managing the value of companies*. (4. utgave). Hoboken: John Wiley & Sons

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

Penman, S.H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation*. (4. utgave). New York: McGraw-Hill

Porter, M. (1998). *Competitive strategy : techniques for analyzing industries and competitors : with a new introduction*. New York: Free Press

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

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

Sørensen, O. (2009). *Regnskapsanalyse og verdiansettelse – en praktisk tilgang*. (3. utgave). København: Gjellerup

Tellefsen, J. T., og Langli, J. C. (2005). *Årsregnskapet*. Oslo: Gyldendal akademisk

Internett:

Arbejdernes Landsbank. (2011). *Værd at vite – om obligationer* Hentet 3. mai 2011
<http://www.al-bank.dk/default.asp?id=578>

Becker (2011) *Artikkel* Hentet 20. April 2011
<http://www.abcnyheter.no/abc-penger/okonomi/110221/na-blir-alt-dyrere>

Beierholm. (2011). *Historiske skatteprocenter*. Hentet 12. mai 2011
<http://www.beierholm.dk/skat-moms-og-afgifter/skat/selskabsskat/d.html>

Bestseller (2010) *Årsrapport 2009/2010* Hentet 15 Mai 2011.
<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=88216512>

Bestseller (2009) *Årsrapport 2008/2009* Hentet 15 Mai 2011.
<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=88216512>

Bestseller (2008) *Årsrapport 2007/2008* Hentet 15 Mai 2011.
<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=88216512>

Bestseller (2007) *Årsrapport 2006/2007* Hentet 15 Mai 2011.
<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=88216512>

Bestseller (2006) *Årsrapport 2005/2006* Hentet 15 Mai 2011.
<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=88216512>

Bestseller (2011) *Hjemmeside* Hentet 4. April 2011
<http://www.bestseller.com/frontpage/Pages/default.aspx>

BDO. (2010). *Skatter*. Hentet 3. mai 2011
<http://www.bdo.no/no/Publikasjoner/Aarsoppgjor/Balanseposter/12---Skatter/>

BTX Group (2011) *Hjemmeside* Hentet 4. April 2011
<http://www.btx-group.com/>

BTX (2010) *Årsrapport 2009/2010* Hentet 15 Mai 2011.
<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=34281718>

BTX (2009) *Årsrapport 2008/2009* Hentet 15 Mai 2011.

<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=34281718>

BTX (2008) *Årsrapport 2007/2008* Hentet 15 Mai 2011.

<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=34281718>

BTX (2007) *Årsrapport 2006/2007* Hentet 15 Mai 2011.

<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=34281718>

BTX (2006) *Årsrapport 2005/2006* Hentet 15 Mai 2011.

<http://cvr.dk/Site/Forms/PublicService/DisplayCompany.aspx?cvnr=34281718>

Credit Suisse. (2011). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011*. Hentet 21. mai 2011

https://infocus.credit-suisse.com/app/_customtags/download_tracker.cfm?dom=infocus.credit-suisse.com&doc=/data/_product_documents/_shop/300847/credit_suisse_global_investment_yearbook_2011.pdf&ts=20110326172226

Damodoran Online. (2005). *Discussion issues and derivations*. Hentet 29. mai 2011

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/AppldCF/derivn/ch12deriv.html

Dansk mode & tekstil. (2011). *De nominerede*. Hentet 4. mai 2011

http://www.dmogt.dk/Nyheder/de_nominerede_dansk_fashion_awards_2011.aspx

DnB (2011). *Kursliste* Hentet 21. Mars 2011

<https://www.dnbno.no/kursliste>

DNB terminforretning. (2011) *Artikkel* Hentet 10. April 2011

<https://www.dnbno.no/bedrift/markets/valuta-renter/valuta-og-rentesikring/merinfo/termin.html>

EPN. (2011). *Tøjhandel med positiv tendens*. (Hentet 4. mai 2011)

<http://epn.dk/brancher/mode/article2326230.ece>

Eudelegasjonen. (2011) *Indremarked* Hentet 4. April 2011

<http://www.eudelegasjonen.no/tema/indremarked>

Fusjonsprospektet. (2001) *Fusjon* Hentet 17. Februar 2011

<https://npinvestor.dk/boersmeddelelser/ic-companys-a-s-inwear-group-offentligoerelse-af-fusionsprospekt-2-31190.aspx>

Gaarder. (2005). *Kvotesystemets opphør* Hentet 13. April 2011

<http://www.norwatch.no/20050504317/underleverandorer/tekstil/kvotesystemets-opphor-1.-januar-2005.html>

HSH. (2011). *Prognoser for detaljhandlen 2011*. Hentet 4. mai 2011

<http://www.hsh->

[org.no/eway/default.aspx?pid=294&trg=Content_8420&Main_7555=8420:0:10,2620:1:0:0:::
0:0&Content_8420=8430:0:10,3039:1:0:0:::0:0](http://www.hsh-
org.no/eway/default.aspx?pid=294&trg=Content_8420&Main_7555=8420:0:10,2620:1:0:0:::
0:0&Content_8420=8430:0:10,3039:1:0:0:::0:0)

IC Companys (2010) *Årsrapport 2009/2010* Hentet 4. Februar 2011

http://www.iccompanys.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4B4UYT&fileid=395514&filekey=15829f21-192c-41f9-8266-9502180fe0aa&filename=11_UK_AnnualReport_200913.pdf

IC Companys (2009) *Årsrapport 2008/2009* Hentet 4. Februar 2011

http://www.iccompanys.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4B4UYT&fileid=386789&filekey=ffac419a-5484-4abc-8a15-7ff30262242f&filename=18_ENG_Annual_Report_200809.pdf

IC Companys (2008) *Årsrapport 2007/2008* Hentet 4. Februar 2011

http://www.iccompanys.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4B4UYT&fileid=386801&filekey=ec988b5a-747f-41b4-8c99-038df312e650&filename=AnnualReport200708_Eng9999999999999991.pdf

IC Companys (2007) *Årsrapport 2006/2007* Hentet 4. Februar 2011

<http://www.iccompanys.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4B4UYT&fileid=386811&filekey=3f8e7b09-eb38-4238-85f1-601149bd6199&filename=UKAnnualReport200607.pdf>

IC Companys (2006) *Årsrapport 2005/2006* Hentet 4. Februar 2011

http://www.iccompanys.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4B4UYT&fileid=386815&filekey=acd32e7e-4fd1-449d-ba6d-aacef397cb22&filename=Eng_AnnualReport_2005999999999999992.pdf

IC Companys. (2011) *Kvartalsrapport* Hentet 20. Mai 2011

http://www.iccompanys.com/common/download/download.cfm?companyid=ABEA-4B4UYT&fileid=467035&filekey=324ab863-db76-4732-b6ba-9d5568a469d5&filename=05_UK_Q3_2010_11.pdf

Inditex (2011) *Hjemmeside* Hentet 4. April 2011

<http://inditex.com/en>

Investorwords. (2011). *Goodwill*. Hentet 12. mai 2011

<http://www.investorwords.com/2212/goodwill.html>

J.B. Vangsgaard (2005). *Hvordan laver man et regnskap*. Hentet 3. mai 2011

www.business.aau.dk/ha/Oekostyr/9sem/E2005/Overheads-Velkommen-JV-05.pdf

Kanestrøm. (2010) *Kraftig vekst i kinesisk økonomi* Hentet 30. Mars 2011

<http://www.nrk.no/nyheter/okonomi/1.7081076>

Lovdata. (2011). *Lov om årsregnskap m.v (regnskapsloven)* Hentet 15. mai 2011

<http://lovdata.no/all/tl-19980717-056-004.html#4-3>

Nationalbanken. (2009). *Pengepolitikk i Danmark*. Hentet 29. mai 2011

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

Nordea (2011) *I smult vande* Hentet 14. Februar 2011

http://www.nordea.com/sitemod/upload/root/www.nordea.com%20-%20uk/Productsservices/eMarkets/eo_dk0111.pdf

Nordnet (2011) *Hjemmeside* Hentet 25. Februar 2011-06-01

<https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/index.html?identifiser=3282&marketid=14>

NTB. (2005) *USA øker presset på Kina* Hentet 5. April 2011

<http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article512179.ece>

Verdsettelse av IC Companys

Profilmegleren. (2011) *Råbomullspris* Hentet 30.3.2011

(http://www.profilmegleren.no/?ac_id=338&ac_parent=1&PHPSESSID=dd8a53d096357c366b906b427506dd37)

Ritzau (2008) *Fremtiden for dansk mode er i Kina* Hentet 25. Mars 2011

<http://www.information.dk/163157>

Ritzau Finans. (2011). *Grækenland sendte danske obligationer op*. Hentet 15. mai 2011

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/207066/graekenland_sendte_danske_obligationer_op.html

Retuers. (2011). *IC Companys A/S (IC.CO)*. Hentet 21.mai 2011

<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=IC.CO&exchange=DKC>

Steen & Strøm. (2011) *Husholdningens konsum øker*. Hentet 12. mai 2011

<http://www.steenstrom.com/AnnualReport2010/Husholdningenes-konsum-oket/>

Varnergruppen (2011) *Hjemmeside* Hentet 4. April 2011

<http://varner.no/no/>

WTO (2011) *Hjemmeside* hentet 7. April 2011

www.wto.org

Journalartikler:

Dyrnes, Sverre. (2004). Verdsettelse ved bruk av multipliktatorer. *Praktisk økonomi og finans*. 20 (1): 43 – 52 (Hentet ... mai 2011)

<http://www.lederkilden.no/tema/finans/investering/verdsettelse/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>

Hillestad, O.C. (2007). Nøkkeltallanalyse av Oslo Børs. *Penger og kreditt*. 35 (2): 67 – 83 (Hentet ... mai 2011)

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

10. Vedlegg

Tabell 56: Ordinært resultatregnskap IC Companys

År	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007/2006	2006/2005
Nettoomsætning	3495,3	3621,1	3737,2	3353,8	3022
Vareforbruk	-1370,9	-1464,7	-1478,4	-1370,9	-1254,5
Bruttoresultat	2124,4	2156,4	2258,8	1982,9	1767,5
Personalkostnader	-927	-948,6	-931,2	-807,2	-711,1
Av- og nedskrivninger	-129,6	-146,7	-112,8	-96,3	-81,2
Andre eksterne kostnader	-785,2	-909,5	-871	-755,5	-683,7
Andre gevinster og tap		10,5	5,5	16,2	11
Spesielle poster					20,3
Resultat av primær drift	282,6	162,1	349,3	340,1	322,8
Finansielle inntekter	13,7	31,5	13,2	16,9	7,5
Finansielle kostnader	-18,9	-42,3	-45,1	-36,6	-27,4
Resultat før skatt	277,4	151,3	317,4	320,4	302,9
Skatt av årets resultat	-41,6	-42,1	-93,4	-79,8	-78,5
Annet totalresultat					
Årets resultat	235,8	109,2	224	240,6	224,4
Fordelt resultat					
Aksjonærer i IC	229,7	101,5	218,7	235	222,9
Minoriteter	6,1	7,7	5,3	5,6	1,5
Årets resultat	235,8	109,2	224	240,6	224,4
Resultat / aksje					
Resultat / aksje DKK	13,9	6,1	12,6	13,1	12,2
Utvandet / aksje	13,9	6,1	12,6	13,3	12

Verdsettelse av IC Companys

Tabell 57: Ordinær balanse IC Companys

	30.06.2010	30.06.2009	30.6.2008	30.06.2007	30.06.2006
Mill. DKK					
Langsiktige eiendeler					
Immaterielle eiendeler					
Goodwill	194,3	178,8	198,2	201	176,6
Software og IT systemer	21,4	21,5	30,5	24	22,4
Varemerkerettigheter	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Leierettigheter	19,6	19,8	22,5	20,6	22,3
IT systemer under utvikling	13,6		1		
Sum immaterielle eiendeler	249	220,2	252,4	245,8	221,5
Materielle eiendeler					
Tomt og bygninger	161,5	167,3	174,6	177,6	159,7
Innredning av leide lokaler	132,5	124,5	108	100,2	87,1
Driftsmateriell og inventar	106,9	119,6	129,8	122,8	83,7
Mat. eiendeler under utvikling/forhåndsbetaling for mat. eiendeler	7,5	7,7	11,5	8,2	31,2
Sum materielle eiendeler	408,4	419,1	423,9	408,8	361,7
Finansielle eiendeler					
Finansielle eiendeler	36	35,4	25,6	24,4	21,8
Utsatt skattefordel	99,9	129	123,9	137,1	182,5
Sum finansielle eiendeler	135,9	164,4	149,5	161,5	204,3
Sum Langsiktige eiendeler	793,3	803,7	825,8	816,1	787,5
Kortsiktige eiendeler					
Varebeholdning	428,7	439,6	532,4	466,4	391,1
Fordringer fra salg av varer og tjenester	262,1	257,6	296,7	266,6	207,7
Selskapsskatt til gode	30,2	48,3	1,6	3,1	9,7
Andre fordringer	55,8	61,2	35	54,3	76,3
Periodisering	104,7	92,1	108,8	97,9	93,1
Kontanter og bankinnskudd	71,9	82,2	132	144,9	99,6
Sum kortsiktige eiendeler	953,4	981	1106,5	1033,2	877,5
Sum eiendeler	1746,7	1784,7	1932,3	1849,3	1665
Egenkapital og gjeld					
Egenkapital:					
Aksjekapital	169,4	169,4	179,2	183,9	188,5
Avsetning til kurssikring (hedging)	2,4	21,2	-22,1	-4,7	-17,2
Avsetning til valutakursregulering	-30,4	-62,5	-23,9	-10,7	-8,6
Overført resultat	591,9	367,5	331,8	391	347,6
Utbetalt utbytte					67,7
Egenkapital tilhørende moderselskapets aksjonærer	733,3	495,6	465	559,5	578
Egenkapital tilhørende minoritetsinteressenter	13,9	13,5	8,5	7,1	1,5
Sum egenkapital	747,2	509,1	473,5	566,6	579,5
Gjeld					
Langsiktig gjeld:					
Pensjon	6,9	4,6	5,7	5,1	8,3
Utsatt skatteforpliktelse	47,5	39,3	44,9	29	19,9
Hensatte forpliktelses	2,2	10,9			1,5
Banklån	140	168	168	168	117,5
Kapitalisert leasingforpliktelse					8,8
Sum langsiktig gjeld	196,6	222,8	218,6	202,1	156
Kortsiktig gjeld:					
Kortsiktig banklån	175,3	447,3	603	534,5	333
Leverandørgjeld	354,8	291,7	313,8	296,8	287,4
Betalbar skatt	12,3	63,7	45,4	38,9	47,5
Annen kortsiktig gjeld	260,5	250,1	278	210,4	219,4
Kapitalisert leasingforpliktelse					42,2
Sum kortsiktig gjeld	802,9	1052,8	1240,2	1080,6	929,5
Sum gjeld	999,5	1275,6	1458,8	1282,7	1085,5
Sum egenkapital og gjeld	1746,7	1784,7	1932,3	1849,3	1665

Verdsettelse av IC Companys

Tabell 58: Reformulert egenkapitalredegjørelse IC Companys

Mill DKK												
År	2010/2009		2009/2008		2008/2007		2007/2006		2006/2005			
	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN	EK - MIN	MIN
Egenkapital IB	495,6	13,5	465	8,5	559,5	7,1	578	1,5	538,5			
Valutaregulering av dattervirksomheter	54,3		-58,4		-13,2		-2,1		-7,6			
Gevinst på finansielle derivater til sikring	57,7		25,8		5,9		3,2		2,7			
Tap på finansielle derivater til sikring	-57,3		-0,3		-38,2		-9,6		-28,1			
Skatt på egenkapitalbevegelser			13,4		10,1		1,6		25			
Nettogevinster/(tap) innregnet direkte på EK	54,7		-19,5		-35,4		-6,9		-8			
Gevinst (derivater) overført til resultatregnskap	-25,8		-5,9		-3,2		-2,7		-34,5			
Tap (derivater) overført til resultatregnskap	0,3		38,2		9,6		28,1		9,3			
Årets resultat rapportert	229,7	6,1	101,5	7,7	218,7	5,3	235	5,6	222,9	1,5		
Skatt på egenkapitalbevegelser	-15,9		-8,1		-1,6		-7,5					
Årets totalresultat	243	6,1	106,2	7,7	188,1	5,3	246	5,6	189,7			
Kjøp av egne aksjer	-10,6		-13,1		-237,8		-225,5		-174,1			
Utnyttelse av opsjoner					26,4		24,2		19,3			
Transaksjoner mellom majoriteter og minoriteter				1,2								
Kapitalnedsettelse												
Utbetalt utbytte		-5,7	-66	-3,9	-70	-3,9	-67,7		0			
Innregning av aksjebaserte vederleggelse	5,3		3,5		6,2		6		4,6			
Skatt på EK bevegelser					-7,4		-1,5					
Sum EK bevegelser	237,7	0,4	30,6	5	-94,5	1,4	-18,5	5,6	39,5	1,5		
Egenkapital UB (CSE)	733,3	13,9	495,6	13,5	465	8,5	559,5	7,1	578	1,5		
Egenkapital + Minoriteter												
Samlet skatt	-15,9		5,3		1,1		-7,4		25			

Tabell 59: Ordinært resultatregnskap BTX

Mill DKK				
År	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007
Nettoomsætning	2056	2691,3	3194,3	3208,1
Produksjonskostnader	-1084,3	-1477,8	-1913	-1948
Bruttoresultat	971,7	1213,5	1281,3	1260,1
Distribusjonskostnader	-619,7	-794,8	-870,4	-846,6
Administrasjonskostnader	-271,3	-282,5	-302,1	-287
Spesielle poster			6,7	272,4
Andre driftsinntekter	0,1	3,3	28,2	26
Andre driftskostnader	-1,7	-2,7	-2,9	-1,4
Resultat av primær drift	79,1	136,8	140,8	423,5
Særlige poster				
Finansielle inntekter	18,2	52,6	12,2	14,9
Finansielle kostnader	-22,8	-41,2	-57,2	-32,3
Driftsresultat før skatt	74,5	148,2	95,8	406,1
Skattekostnad	-20,5	-35,6	-24,1	-100,5
Opphørte aktiviteter (oppgjort)	-3,3	-40,5	-51	-18,8
Driftsresultat etter skatt	50,7	72,1	20,7	286,8

Tabell 60: Reformulert resultatregnskap BTX

År		2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007
Nettoomsætning		2056,0	2691,3	3194,3	3208,1
Produksjonskostnader		-1084,3	-1477,8	-1913,0	-1948,0
Brutto		971,7	1213,5	1281,3	1260,1
Distribusjonskost		-619,7	-794,8	-870,4	-846,6
Admkost		-271,3	-282,5	-302,1	-287,0
ADK		-1,7	-2,7	-2,9	-1,4
Driftsresultat fra salg før skatt		79,0	133,5	105,9	125,1
Driftsresultat fra salg før skatt		79,0	133,5	105,9	125,1
Skatt	20,5		35,6	24,1	100,5
Skatt på finans	1,2		-2,9	11,3	4,9
Skatt på annen inntekt	0,0		-0,8	-8,7	-83,6
Sum	21,7	-21,7	31,9	26,7	21,8
Driftsresultat etter skatt		57,3	101,6	79,2	103,3
ADK etter skatt		-3,3	-40,6	-51,0	-18,8
Annen driftsinntekt	0,1		3,3	34,9	298,4
Skatt	0,0		0,8	8,7	83,6
Annen driftsinntekt etter skatt	0,1	0,1	2,5	26,2	214,8
Dirty surplus (etter skatt)					
Netto regulering derivater	-96,2		127,5	-9,2	-74,3
Netto regulering renteswap	-3,1		-2,7	1,3	1,5
Utbetalt akonto					-100,0
Valutakursregulering av datterselska	2,3	-97,0	-1,8	123,0	1,3
Driftsresultat etter skatt		-42,9	186,5	47,8	123,1
Finansielle inntekter	18,2		52,6	12,2	14,9
Finansielle kostnader	-22,8		-41,2	-57,2	-32,3
Netto fin	-4,6		11,4	-45,0	-17,4
Skatt	-1,2	-3,5	2,9	8,6	-11,3
Fullstendig netto resultat		-46,3	195,1	14,1	110,6

Tabell 61: Ordinær egenkapitalredegjørelse BTX

År		2009	2008	2007	2006
IB EK		308	158,1	522,2	876,5
Regulering IFRS					-4,6
Utbytte		-115	-45	-378	-460
Regulering derivater		-128,3	170	-10,1	-103,1
Skatt på derivater		32,1	-42,5	0,9	28,8
Renteswap		-4,1	-3,6	1,7	2,1
Skatt renteswap		1	0,9	-0,4	-0,6
Valutakursregulering		2,3	-1,8	1,3	-3,4
Årets resultat		50,5	71,9	20,5	286,5
Utbetalt akonto utbytte					-100
UB EK		146,5	308	158,1	522,2

Tabell 62: Reformulert egenkapitalredegjørelse BTX

År	2009	2008	2007	2006
IB EK	308	158,1	522,2	876,5
Trans med aksjonærer				
Utbytte	-115	-45	-378	-460
Utenfor aksjonærer				
Derivater	-128,3	170	-10,1	-103,1
Renteswap	-4,1	-3,6	1,7	2,1
Skatt derivater	32,1	-42,5	0,9	28,8
Skatt renteswap	1	0,9	-0,4	-0,6
Valutakursregulering	2,3	-1,8	1,3	-3,4
Utbetalt akonto				-100
Årets resultat	50,5	71,9	20,5	286,5
Totalresultat	-46,5	194,9	13,9	110,3

Verdsettelse av IC Companys

Tabell 63: ordinær balanse BTX

Balanse. Mill DKK				
År	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007
Langsiktige eiendeler				
Immaterielle eiendeler				
Varemerkerettigheter				
Software og IT systemer	2,17	6,37	9,21	12,87
Overførte rettigheter	0,77	1,02	0,25	0,45
Sum immaterielle eiendeler	2,94	7,39	9,46	18,52
Materielle eiendeler				
Tomt og bygninger	0,90	10,10	16,74	31,44
Innredning av leide lokaler	3,07	4,19	5,39	4,54
Produksjonsanlegg og maskiner	0,17	1,94	3,16	4,17
Andre anleggsmidler	22,59	30,05	23,75	18,31
Eiendeler under utførelse	0,03	0,14	3,24	13,81
Sum materielle eiendeler	26,75	46,43	52,27	72,27
Finansielle eiendeler				
Innskudd	22,21	22,45	22,65	6,96
Utsatt skattefordel	58,24	14,82	39,48	18,41
Sum finansielle eiendeler	80,45	37,27	62,12	25,37
Langsiktige eiendeler i alt	110,15	91,09	123,85	116,16
Kortsiktige eiendeler				
Råvarer og hjelpemateriale	0,00	9,58	13,90	14,89
Varer under produksjon	0,00	0,64	5,04	6,48
Ferdigvarer	163,59	154,81	231,21	287,26
Fordringer fra salg og tjenester	244,59	427,84	521,61	480,32
Fordringer tilknyttede selskaper	22,52	7,06	0,00	451,07
Selskapskatt til gode	0,00	1,42	0,00	3,87
Andre fordringer	19,23	150,76	54,61	54,51
Periodisering	10,00	12,96	17,34	16,36
Verdipapirer	0,10	0,12	0,12	0,15
Likvide beholdninger	72,86	87,44	214,78	130,54
Kortsiktige eiendeler i alt	532,89	852,63	1058,62	1445,45
Sum eiendeler	643,04	943,72	1182,47	1561,61
Egenkapital og gjeld				
Egenkapital				
Aksjekapital	36,00	36,00	36,00	36,00
Reserve for sikringstransaksjoner	-20,01	79,37	-45,45	-37,56
Reserve for valutakursregulering	-1,55	-3,83	-1,97	-3,32
Overført resultat	132,61	197,03	170,11	527,54
Sum egenkapital	147,06	308,58	158,69	522,67
Gjeld				
Langsiktig gjeld				
Langsiktig banklån	106,45	146,77	341,87	417,50
Kapitalisert leasingforpliktelse	8,77	11,92	1,79	1,28
Innskudd	0,00	0,07	0,11	0,14
Sum langsiktig gjeld	115,22	158,76	343,78	418,92
Kortsiktig gjeld				
Kortsiktig del av banklån	0,00	49,96	41,04	29,69
Kortsiktig del av leasingforpliktelse	4,90	4,71	0,95	0,64
Kortsiktig banklån	0,00	17,75	1,12	20,35
Leverandørgjeld	121,82	178,69	286,53	236,76
Selskapskatt	13,74	21,10	16,84	88,54
Annen gjeld	239,69	203,27	328,04	242,44
Periodisering	0,63	0,91	5,49	1,61
Sum kortsiktig gjeld	380,77	476,38	680,00	620,02
Sum gjeld	495,99	635,14	1023,78	1038,95
Sum egenkapital og gjeld	643,04	943,72	1182,47	1561,61

Tabell 64: Reformulert balanse BTX

Rebalanse Mill DKK				
År	2009/2010	2008/2009	2007/2008	2006/2007
Eiendeler				
Operasjonelle eiendeler				
Varemerkerettigheter				5,201
Software og IT systemer	2,17	6,37	9,21	12,87
Overførte rettigheter	0,77	1,02	0,25	0,45
Tomt og bygninger	0,90	10,10	16,74	31,44
Innredning av leide lokaler	3,07	4,19	5,39	4,54
Produksjonsanlegg og maskiner	0,17	1,94	3,16	4,17
Andre anleggsmidler	22,59	30,05	23,75	18,31
Eiendeler under utførelse	0,03	0,14	3,24	13,81
Utsatt skattefordel	58,24	14,82	39,48	18,41
Råvarer og hjelpemateriale	0,00	9,58	13,90	14,89
Varer under produksjon	0,00	0,64	5,04	6,48
Ferdigvarer	163,59	154,81	231,21	287,26
Fordringer fra salg og tjenester	244,59	427,84	521,61	480,32
Fordringer tilknyttede selskaper	22,52	7,06	0,00	451,07
Selskapsskatt til gode	0,00	1,42	0,00	3,87
Andre fordringer	19,23	150,76	54,61	54,51
Periodisering	10,00	12,96	17,34	16,36
Driftslikviditet	20,56	26,91	31,94	32,08
Sum	568,42	860,62	976,87	1456,04
Operasjonelle forpliktelser				
Leverandørgjeld	121,82	178,69	286,53	236,76
Selskapsskatt	13,74	21,10	16,84	88,54
Annen gjeld	239,69	203,27	328,04	242,44
Sum	375,24	403,06	631,41	567,74
NOE	193,186	457,56	345,462	888,3
Finansielle forpliktelser				
Langsiktig banklån	106,452	146,77	341,871	417,502
Kapitalisert leasingforpliktelse	8,765	11,915	1,79	1,276
Innskudd	0	0,072	0,114	0,144
Kortsiktig del av banklån	0	49,958	41,04	29,69
Kortsiktig del av leasingforpliktelse	4,897	4,705	0,95	0,638
Kortsiktig banklån	0	17,749	1,12	20,35
Periodisering	0,634	0,91	5,485	1,606
Sum	120,748	232,079	392,37	471,206
Finansielle eiendeler				
Kontanter	52,302	60,524	182,839	98,461
Innskudd	22,212	22,451	22,645	6,962
Verdipapirer	0,1	0,121	0,118	0,149
Sum	74,614	83,096	205,602	105,572
	0	0	0	0
NFO	46,134	148,983	186,768	365,634
	0	0	0	0
CSE	147,052	308,577	158,694	522,666