

# Verdsettelse Ekornes konsernet

*Med anbefaling posisjon i Ekornes aksjen*

**Vegard Nerhus**

**Veileder: Førsteamanuensis Bjørn Svendsen**

Masteroppgave i hovedprofilen Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

# Sammendrag

Oppgaven er en verdsettelse av Ekornes konsernet. Verdianslaget skal brukes for å se hvorvidt Ekornes aksjen er overpriset på Oslo børs. Verdsettelsen baseres i stor grad av en verdsettelsesmetode kalt DCF-metoden. DCF-metoden brukes ved å diskontere bedriftens frie kontantstrømmer tilgjengelig for alle investorer. Metoden skiller mellom operasjonelle kontantstrømmer og ikke operasjonelle kontantstrømmer. Resultatet som fremkommer av verdien til kontantstrømmene og andre langsiktige investeringer er totalkapitalen til konsernet. Ved å trekke fra gjelds krav på konsernets kapital fremkommer bedriftens verdi på egenkapitalen. Egenkapitalverdien kan sammenlignes med børsverdien på selskapet. Verdien fremkommet sammenlignes med multiplikator- metoder fra et sammenlignbart konsern. Validiteten til verdianslaget blir også undersøkt ved hjelp av statistiske metoder og sensitivitetsanalyser. Verdianslaget på konsernet gir grunnlaget for en anbefaling i posisjon i Ekornes aksjen.

# Innholdsfortegnelse

Sammendrag.....	2
Innholdsfortegnelse .....	3
Forord .....	4
Introduksjon .....	5
Presentasjon av konsernet .....	7
Markedet .....	7
Produktene (Ekornes 2005).....	10
Modeller og relevant teori.....	11
DCF-metoden.....	11
Oppbygging modell .....	13
Avkastningskrav .....	22
CAPM .....	24
APT .....	26
Multiplikatormetoder.....	27
Sensitivitetsanalyser .....	28
Øvrig statistikk .....	28
Analyse .....	30
Integrerte data og forholdstall .....	30
Resultat.....	30
Balanse .....	37
FCF beregninger .....	47
NOPLAT .....	48
Annleggsmidler og arbeidskapital .....	50
FCF .....	52
WACC og markedsinfo .....	54
Beregning av gjeldsgrad og egenkapitalgrad .....	55
Beregning av WACC .....	55
Verdsettelse.....	57
Dcf metode .....	57
Multiplikatormodeller .....	60
Validitet.....	63
Sensitivitetsanalyser.....	63
T-test .....	67
Regresjon.....	69
Konklusjon .....	71
Litteraturliste.....	74
Vedlegg.....	75

## Forord

Arbeidet med utredningen har vært interessant. Oppgaven har belyst på en god måte det jeg håpet å oppnå med arbeidet. Verdianslaget som er fremkommet er etter min mening et godt anslag på verdien til konsernet. Arbeidet med oppgaven har ikke vært problemfritt, likevel føler jeg at både datamodellen som er laget i Excel samt det skriftlige arbeidet er gjennomført på en god måte. Arbeidet med oppgaven har utviklet meg som økonom fordi bruk av tverrfaglige metoder og litteratur har gjort at jeg har måttet kombinere ulike metoder for å komme frem til konklusjonen. Arbeidet er gjennomført uten store endringer fra den opprinnelige disposisjonen. Den største endringen fra disposisjonen er valg av metode for beregning av avkastningskravet for egenkapitalen. Her ville jeg ideelt sett valgt APT-metoden da denne er best etter min mening, men valget falt på CAPM da denne er noe enklere å bruke. Jeg vil takke veileder Bjørn Svendsen for gode kommentarer i tilknytning til arbeidet med masteroppgaven. Jeg vil også takke min forlovede Astrid for god støtte gjennom arbeidet.

# Introduksjon

Målet med oppgaven er å gi et anslag på Ekornes' verdi. Hensikten med oppgaven er å finne en verdi på Ekornes konsernet som kan gi verdifull informasjon til investorer i forbindelse med transaksjoner av aksjen. Resultatet av oppgaven vil resultere i en kjøps-, salg eller hold anbefaling av aksjen. Min formulerte problemstilling blir dermed:

*”Er Ekornes ASA feilpriset, vil denne feilprisingen gi mulighet for en posisjon i aksjen med det formål å tjene penger på børsen.”*

Målet med verdsettelsen er å finne en verdi på konsernet fra en investors ståsted. Dette betyr at oppgaven vil belyse verdien på konsernet uten å sitte på noen inside informasjon av betydning. Ved utarbeidelse av oppgaven er det derfor ikke benyttet annet enn offentlig tilgjengelig informasjon i form av årsoppgavene til konsernet for de siste fem årene.

Modellen som brukes til verdsettelsen er den såkalte DCF- metoden (discounted cash flow), kjent som en analyse av de diskonterte kontantstrømmene tilgjengelig for investorer og de med gjeldskrav på bedriftens eiendeler. Grunnen til at denne metoden er valgt er fordi den går i dybden på regnskapet og vektlegger det som er den operasjonelle biten av konsernet for å kunne si noe om bedriftens faktiske kjerneområder. Den ikke operasjonelle kontantstrømmen og andre relevante størrelser blir så lagt til verdien av de operasjonelle kontantstrømmene for å finne verdien til konsernet. Ved å trekke fra de med gjeldskrav på kapitalen i konsernet vil en finne verdien til egenkapitalen i konsernet, dette er det samme som markedsverdien.

I oppgaven benyttes også ulike multiplikator-metoder for å validere verdien fremkommet ved hjelp av DCF-metoden. Multiplikator-metodene vil det ikke legges stor vekt på med tanke på at det hersker større usikkerhet rundt disse metodene enn det gjør rundt DCF-metoden. Med dette menes det at kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper i Norge som har en tilsvarende posisjon som Ekornes i forhold til resultat og kapitalstruktur (Dyrnes).

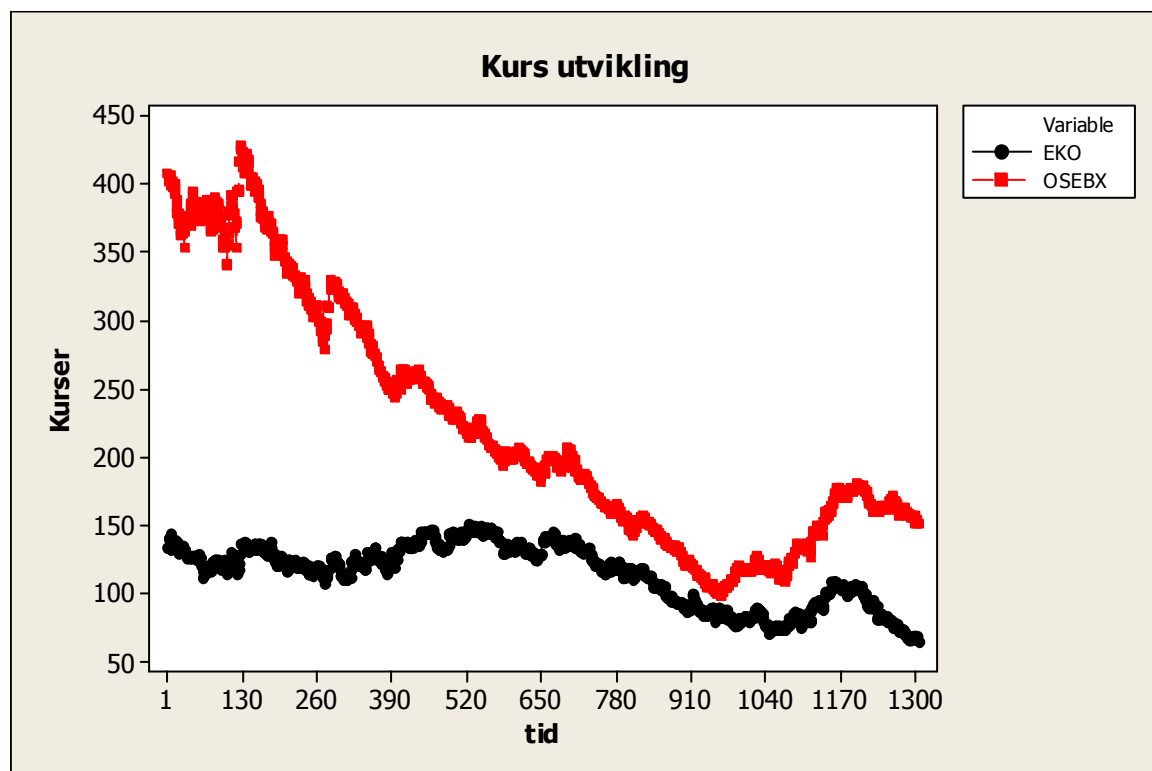
Det vil også være naturlig å se på den videre strategien til konsernet, da valg av strategi vil ha innvirkning på den fremtidige inntjeningen i konsernet. Det vil i oppgaven være en diskusjon rundt strategien til konsernet i analysen knyttet til salgsinntektene. Det er naturlig å innlemme

strategien i denne delen av analysen da konsernet for tiden inntreer i nye markeder samt en økt satsing på markeder som kan sees på som vekst-markeder.

En gjennomgang av kursen til Ekornes aksjen de siste årene vil være relevant som en sammenligning til verdien fremkommet av de ulike metodene. Det er og relevant for oppgaven å se på hvordan Ekornes aksjen har utviklet seg i forhold til hovedindeksen på Oslo børs, OSEBX. En gjennomgang og analyse av aksjen vil være sentral for beregning av en del finansielle størrelser som verdien vil avhenge av. Aksjekursen de siste årene vil også danne grunnlaget for noen statistiske beregninger som t-test og regresjonsanalyse.

Ekornes' verdi har de siste årene steget. Oppgaven vil belyse hvorvidt prisen på konsernet er berettiget. Verdien som vil bli brukt som sammenligningsgrunnlag er 124,25 kroner per aksje hvilket var verdien på en Ekornes aksje den 30.12.2005. Kursutviklingen til konsernet kan sees utefra figuren nedenfor hvor aksjekursen vises sammen med OSEBX indeksen.

Tidsvariabelen går fra høyre mot venstre, hvor startkurs er 65 kroner Ekornes aksjen den 5. november 2001 og OSEBX hadde en startkurs på 150 den samme datoen. Utviklingen viser en 5 års periode fra 05.11.2001 til 03.11.2006. Dette er en 5 års periode som sammenfaller i stor grad med min modell.



Figur 1-kursutvikling

## ***Presentasjon av konsernet***

Ekornes ASA er den største møbelprodusenten i Norden og eier blant annet merkevarenavnene Ekornes®, Stressless® og Svane®. I følge Ekornes er Stressless® et av verdens mest kjente merkevarenavn, mens de andre er mest kjent i Norge og Norden forøvrig (Ekornes 2005). Ekornes produserer møbler i sju fabrikkbygg i Norge, der de fleste ligger i Sykkylven kommune. Forretningsideen til Ekornes er at de skal tilby produkter som i pris og design henvender seg til et bredt publikum. I tillegg er målet til konsernet å utvikle og produsere produkter som er fremragende med hensyn til komfort og funksjon.

Ekornes ASA er morselskapet i Ekornes-konsernet. Fabrikkene i konsernet er organisert etter de tre produktområdene Stressless®, Ekornes® Collection (sofa) og Svane®. Alle fellesfunksjonene ligger i Ekornes ASA, herunder konsernledelse, markedsføring, økonomiforvaltning, innkjøp og produktutvikling for Stressless® og Ekornes® collection.

Eier- strukturen i konsernet er fordelt på mange forskjellige investorer hvor det finnes både store og små utenlandske og Norske eiere. Største aksjonær er per i dag folketrygdfondet med en andel på 10 % i konsernet (Ekornes 2005). Det var per 31.12.2005 36 828 000 aksjer i konsernet, børsverdi var pr. 31.12.2005 4 575 700 000 NOK. Denne prisen gir en aksjekurs på 124,25 norske kroner (Ekornes 2005).

Oppgaven vil nå gå inn på de ulike markedene til konsernet og se litt mer på de enkelte produktene, dette kan være hensiktsmessig for å si noe om dagens posisjon i konsernet både i forhold til konkurrenter og Kunder.

## **Markedet**

Møbelmarkedet har for Ekornes ASA vært preget av enorm omsetningsvekst de siste årene. De siste 5 årene har Ekornes opplevd en omsetningsvekst på nær 1 milliard norske kroner (Ekornes Årsoppgaver 2001-2005). Markedet konsernet konsentrerer seg om er stort og

konsernet har i perioden etter 2000 blitt mer internasjonalt rettet hvor omsetningen internasjonalt har øket mer enn i Norge. Etter at markedet i Norge til en viss grad har stagnert i perioden etter 2001 har veksten internasjonalt vært stor. I 2003 gikk markedene i Sentral Europa og USA/Canada forbi hjemmemarkedet i omsetning. Omsetningen var i 2005 fordelt på syv forskjellige markeder, der det viktigste og største for tiden er USA og Canada. Tabellen nedenfor viser hvordan omsetningen er fordelt på de ulike markedene.

År	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Norge</b>		411800	395000	434800	408400
	<b>25,5 %</b>	<b>22,5 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>19,3 %</b>	<b>17,8 %</b>
<b>Resten av Norden</b>		182600	174100	188200	178900
	<b>10,0 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>8,6 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>7,8 %</b>
<b>Sentral Europa</b>		314900	405700	459700	512500
	<b>15 %</b>	<b>17,2 %</b>	<b>20,1 %</b>	<b>20,5 %</b>	<b>22,4 %</b>
<b>Sør Europa</b>		284000	314900	334900	336100
	<b>16,0 %</b>	<b>15,5 %</b>	<b>15,6 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>14,7 %</b>
<b>Storbritannia</b>		193800	212000	225500	227200
	<b>10,5 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>9,9 %</b>
<b>USA/Canada</b>		354700	425300	520000	527300
	<b>19,5 %</b>	<b>19,4 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>23,1 %</b>	<b>23,0 %</b>
<b>Asia og andre marked</b>		86500	93800	84400	101100
	<b>4,0 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>4,4 %</b>
<b>Omsetning</b>		1828300	2020800	2247500	2291500
	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Tabell 1- Omsetning ulike markeder (tall i 1000)

tabellen indikerer at hjemmemarkedet har stått for en mindre del av omsetningen i konsernet de siste årene, konsernet har likevel opprettholdt sin posisjon i Norge. Bakgrunnen for denne nedgangen er mye på grunn av at Ekornes allerede har en stor markedsandel i et relativt lite marked og merkevaren er godt kjent i Norge, samtidig har konsernet hatt vekst i omsetningen i andre markeder. Ifølge Ekornes utviklet det norske markedet seg positivt i 2005 (Ekornes 2005), likevel opplevde de en tilbakegang med bakgrunn av at lavprismarkedene har vokst mer enn den tradisjonelle møbelhandelen (Ekornes 2005).



Konsernet har i Norden forøvrig opplevd det samme som i Norge hvor omsetningsveksten har stagnert. Lavprisproduktene har også her gjort det godt mens de tradisjonelle møblene har hatt en viss tilbakegang. Ekornes tar sikte på å vokse i Norden hvor økt fokus på utstillinger og merkevare er noen av tiltakene.

Sentral-Europa har blitt et av de ledende markedene for Ekornes. Kontoret for dette markedet ligger i Hamburg, samtidig har hvert enkelt land egne salgskorps innenfor landegrensene. Dette markedet omfatter Tyskland, Nederland, Luxembourg, Østerrike og Sveits (Ekornes 2005). Tyskland og Sveits har hatt en vekst etter sommeren 2005 og har for første gang på mange år en positiv utvikling. Østerrike har vært et stabilt marked og Nederland har vist en betydelig nedgang i 2005 (Ekornes 2005). Stressless® har blitt en av de tre mest kjente møbelmerkene i Tyskland, og det mest kjente i Østerrike (Ekornes 2005). Dette markedet viser å befeste sin posisjon som et meget viktig marked da konsernet har en rekordstor ordresreserve som følge av ny-introduksjoner og kampanjer gjennomført i løpet av høsten 2005.

For markedet i Sør-Europa har Ekornes forbedret omsetningen i perioden. I Frankrike og Belgia er merkevarer knyttet til Ekornes godt kjent (Ekornes 2005). Markedspenetreringen i Frankrike og Belgia har vært den største om en ser bort fra de Skandinaviske landene. Frankrike og Spania har hatt en vekst det siste året mens de øvrige landene har hatt en svak nedgang. Spania og Italia er de landene Ekornes mener har størst vekst potensial i Sør-Europa (Ekornes 2005). En utvikling i disse landene vil bety mye for Ekornes. Hovedkontoret for denne regionen er lokalisert i Pau, Frankrike. Alle landene har egne salgskorps så nær så Portugal.

London er lokaliseringen for hovedkontoret for markedet UK/Irland. UK/Irland har hatt en liten vekst det siste året. Ekornes satser sterkt på markedsføring hos eksisterende kunder, noe som har blitt viktig etter at de mistet to store varehuskjeder i 2004 og 2005. Også dette markedet har de siste årene vært preget av import fra Asia, likevel har Ekornes et sterkt merkenavn i denne regionen og har i så henseende ikke tapt så mye på dette.

Ekornes' kontor og lager for Nord Amerika ligger i Somerset, New Jersey (Ekornes 2005). Dette er for tiden det viktigste markedet til Ekornes, 46 ansatte i denne regionen viser betydningen av dette markedet. I tillegg har konsernet egne salgsagenter. 2005 har vært et

godt år for Ekornes med en viss vekst, likevel forventer de fortsatt vekst i et enormt marked der spesielt Stressless® har gjort det godt. Ekornes vil fortsette med sterke reklamekampanjer i dette markedet og samtidig utvide salgsapparatet. Markedsundersøkelser gjort i 2005 viser at 9 millioner amerikanere gjenkjenner merkevaren Stressless®, det tilsvarende antallet for Europa er på hele 27 millioner mennesker.

Andre aktuelle marked står for en mindre del av omsetningen til Ekornes. Likevel satser Ekornes sterkt i mange nye markeder. Japan har blitt et nytt og spennende marked der Ekornes tok over markedsføringsansvaret fra importør i 2004. Det Japanske markedet består seg av kjøpekraftige forbrukere som samtidig er både kvalitets- og presisjonsbevisste. Mange forhandlere og markedsføring vil over tid føre til at dette vil bli et sterkt og godt marked. Det har i senere tid blitt etablert et salgsselskap i Polen, som er et marked i vekst. Over tid håper konsernet at salgsselskapet i Polen også vil kunne administrere salg til andre land i regionen, aktuelle land vil være øvrige østeuropeiske land. Ekornes Eksport og Ekornes Asia/Oseania behandler de gjenværende markedene. De viktigste landene har vært Sør-Korea, Australia, New Zealand, Russland, Singapore og Taiwan i tillegg til mindre salg til andre land. Ekornes ser først og fremst for seg Australia og New Zealand samt de etablerte markedene i Asia som de viktigste, for å behandle disse har det blitt opprettet et salgsselskap i Singapore i januar 2006. I løpet av 2006 har det og blitt opprettet et salgsselskap i Brasil som er et stort og spennende marked som nok vil trenge litt tid på seg for å bli en viktig del av omsetningen til Ekornes.

## **Produktene (Ekornes 2005)**

Stressless®

Denne produktgruppen er Ekornes sitt største produktområde. Omsetningen på dette området var i 2005 på 1712,3 millioner kroner, dette betyr at produktområdet Stressless® står for 74,7 % av den totale omsetningen til Ekornes konsernet. Produktene innenfor Stressless® området består av diverse hvilestoler og sofaer. Sofaer innen produktgruppen har blitt et viktig satsingsområde sammen med de mer tradisjonelle stolene. Produksjonen av Stressless® foregår i dag på tre fabrikker på Sunnmøre, deriblant på konsernets mest moderne fabrikk på Ikorntnes i Sykkylven kommune.

## Sofa-Ekornes® Collection

Det har vært en tilbakegang på dette produktområdet i 2005. Dette produktområdet hadde en tilbakegang på 15 % i forhold til 2004, denne tilbakegangen gjelder de fleste markedene. Produksjonen foregår ved Anleggene på Stranda og i Hornindal. Nedgangen har ført til at noe av produksjonskapasiteten har blitt brukt til produksjon av deler til Stressless® slik at kapasitetsutnyttelsen er opprettholdt. Omsetningen totalt for denne gruppen har i 2005 vært på 255,9 millioner kroner hvor 35 % er solgt i Norge, hvilket er det største markedet for denne produktgruppen.

## Madrass- Svane®

Første kvartal 2005 var generelt dårlig for møbelbransjen og slo spesielt dårlig ut for Svane®. Likevel ble slutten på året godt og skaffet Ekornes en omsetning på 245,8 millioner kroner. Markedet for denne produktgruppen er kun i Norge og resten av Norden, likevel blir det satset på andre markeder som Tyskland og Nederland etter innføringen av en ny madrassstype kalt IntelliGel®. Madrassene blir produsert på Ekornes' fabrikk på Fetsund.

# Modeller og relevant teori

## ***DCF-metoden***

Metoden som er valgt brukt er en mye benyttet metode for verdsetting av selskap (Koller 2005). Gjennom bruken av denne metoden konkretiseres og analyseres inngående operasjonelle og ikke operasjonelle kontantstrømmer. Metoden kan brukes på to måter, til å verdsette egenkapitalen eller totalkapitalen (Koller 2005). Bruken av metoden til verdsetting av egenkapitalen er litt vanskeligere enn ved verdsetting av totalkapitalen, dette er fordi det kan være vanskeligere å identifisere kontantstrømmene knyttet til egenkapital isolert sett (Koller 2005). Metoden for verdsettelse av totalkapitalen er benyttet i denne oppgaven, da skilles det ikke mellom interessenes krav (gjelds krav og EK krav) før ved den endelige verdsettelsen. Begge måtene å bruke metodene på skal likevel gi samme resultat om de er korrekt utført.

Verdiestimatet på Ekornes er fremkommet ved i første omgang å diskontere bedriftens frie kontantstrømmer med et vektet avkastningskrav basert på gjelds- og egenkapitals struktur i konsernet, av dette fremkommer de operasjonelle kontantstrømmene (Koller 2005). Deretter er bedriftens ikke operasjonelle aktiviteter, det vil si aktiviteter som ikke kan linkes til bedriftens kjerneoperasjoner verdsatt. Ved å kombinere operasjonelle og ikke- operasjonelle kontantstrømmer fremkommer den totale verdien til bedriften (Koller 2005). Verdien av egenkapitalen fremkommer ved å trekke fra ikke-egenkapitalkravene på bedriften. Verdien til egenkapitalen vil da utgjøre verdien til aksjene i konsernet. Verdien som fremkommer vil i betydelig grad være et resultat av hvordan en del såkalte verdidrivere er forutsatt å ville utvikle seg i analysen, og hvordan disse er blitt valgt.

Metoden bygger på diskonterte kontantstrømmer. Disse diskonterte kontantstrømmene vil kunne si noe om bedriftens inntjening og hvor mye de ulike investorene vil kunne forvente i kontantstrømmer tilgjengelig til fordeling mellom eierne. Spørsmålet er i midlertidig om kontantstrømmene gir oss gode estimater på hva fremtidig inntjening er. Kontantstrømmene vil avhenge av hva som driver verdien på konsernet. Drivere av verdi er ROIC (return on invested capital), og vekst (g) i et justert driftsresultat (NOPLAT) (Koller 2005). Sammen med kontantstrømmen utgjør disse nøkkeldriverne for konsernets verdi. Nøkkel drivere er størrelser som vil være sentralt for verdsettelsen, størrelsen på disse driverne er de faktorene som påvirker verdien til konsernet mest (Koller 2005).

DCF-metoden benytter seg av historiske data for å si noe om fremtiden. Ved bearbeidelse og analyse av den historiske perioden vil metoden gi grunnlag for beregning av fremtidige kontantstrømmer. Metoden deler tidsperspektivet i dataene opp i tre perioder. Periodene er historisk periode, eksplisitt periode og perioden etter eksplisitt. Dataene fra historisk periode er hentet fra tidligere årsregnskaper og gir utgangspunktet for de to neste periodene. Eksplisitt periode er en periode som er analysert i detalj, denne perioden vil typisk strekke seg over en 5-7 års periode etter historisk periode. Denne bør i midlertidig ikke være lengre enn historisk periode (Koller 2005). Perioden etter eksplisitt er et anslag på et normalår for bedriften etter eksplisitt periode. Eksplisitt periode må med andre ord være lang nok for at bedriften skal nå et steady state nivå (Koller 2005). Steady state betyr at investeringene nærmer seg avskrivningene og NOPLAT er på et normalt år av hva som forventes. I steady state vil drivere som vekst i NOPLAT og RONIC være helt sentrale. Normalåret vil danne utgangspunktet for en kontinuerlig verdi på konsernet etter eksplisitt periode (Koller 2005).

## Oppbygging modell

Min modell

Modellen som er brukt inneholder 9 regneark hvor det begynner med rådataene hentet fra regnskapet de siste 6 årene. Dataene jeg har benyttet er Årsregnskapet, Balanse samtidig har notene og årsrapporten ellers gitt mye relevant informasjon. Siste regnearket gir meg et verdianslag på Ekornes.

Rådataene i regnearket fremgår i modellen som de gjør i årsrapportene. Dette er gjort for fremstille regnskapet slik det opprinnelig ser ut.

Regneark nummer to er kalt integrerte data. Dette arket inneholder i stor grad det samme som i rådata arket, men har blitt mer tilpasset for verdsettelsen. Tilpassingen gjelder for beregninger knyttet til investeringer, utbytte, skatt og endringer i arbeidskapital. Data arket inneholder også estimerte fremtidige verdier i Balanse og i Årsregnskapet for alle relevante størrelser i verdsettelsen. Dette regnearket er det mest omfattende i hele modellen og refererer både fra og til det meste av modellen. Resultatregnskapet i dette arket fremkommer i stor grad som det gjør i rådata arket, likevel har det blitt en stor forandring i og med at det inkluderer eksplisitt periode.

Forholdstall benyttet for utarbeidelse av fremtidige verdier er knyttet til arket forholdstall. Forholdstall arket er basert på antagelser for den eksplisitte perioden, hvor utviklingen fra 2000 og frem til halvårsrapporten i 2006 og ulike markedsforhold er benyttet som grunnlag for beregninger knyttet til fremtiden. Etter 2011 har jeg også forsøkt å estimere et basisår for perioden etter eksplisitt periode, basisåret er bygget på antagelser tilsvarende de i eksplisitt periode.

Balansen i det integrerte data arket fremkommer i stor grad som den gjør i rådata arket. I balansen er det som i årsregnskapet fremtidsverdier etter år 2005. Utfordringen her har vært å linke regnskapet og balansen sammen med størrelser som endring i driftmidler og arbeidskapital (omløpsmidler justert for kortsiktig gjeld). Samtidig er det forsøkt å gjøre

skatten om til skatt på driftsavhengig resultat og isolere dette fra skatt på finanskostnader. På samme måte som i årsregnskapet er det brukt forholdstall for å forutse balansen i eksplisitt periode og i perioden etter denne.

Forholdstall arket består som tidligere nevnt av ulike forholdstall brukt til å forutse fremtidige verdier av størrelsene. Forholdstallene er beregnet på bakgrunn av dataene i det integrerte data arket. Forholdstallene er regnet ut på forskjellige måter, men mange av de er i stor grad regnet ut på bakgrunn av salgsinntekter og de forutsetningene tatt i forhold til dette. Balanse størrelsene er i stor grad andeler av salgsinntekter eller andre relevante størrelser.

FCF og Roic regnearket representerer det bearbeidede utgangspunktet for verdsettelsen. Dette regnearket gir oss den frie kontantstrømmen basert på et bearbeidet og fremtidig resultat fra det integrerte datasettet. Ved å identifisere NOPLAT kan vi identifisere bedriftens operasjonelle kontantstrøm ved hjelp av endringene i anleggsmidler og arbeidskapital. Sammen med FCF inneholder regnearket beregninger av ROIC samt beregninger av årlig WACC.

Wacc og markedsdata arket gir oss historiske data knyttet til det vektete avkastningskravet. I tillegg er det hentet EPS og P/E tall fra årsoppgaven for å hjelpe og validere verdsettelsen. Den historiske børsverdien til Ekornes, samt gjeld, er benyttet for å finne vekter i historisk periode for beregning av WACC. Regnearket inneholder også beregninger knyttet til Hjellegjerde ASA for bruk i multiplikatoranalysen.

Selve verdsettelsen fremkommer i regnearket verdsettelse. Her skilles det mellom de operasjonelle kontantstrømmene og de ikke operasjonelle kontantstrømmene. Andre investeringer er lagt til kontantstrømmene, noe som resulterer i verdien på totalkapitalen. Gjeld og gjeldsekvivalenter er så trukket fra totalkapitalen, av dette fremkommer markedsverdien på egenkapitalen.

Det er brukt et eget regneark for beregning av Beta til konsernet. Dette arket inneholder daglige aksjekurser til Ekornes over en 5 års periode sammen med den daglige utviklingen i OSEBX indeksen. Perioden for dataene er fra 05.11.2001 til 03.11.2006. Det er i dette arket en analyse knyttet til beregning av beta og relevante størrelsene brukt for beregning av beta.

Correlation arket inneholder noen beregninger knyttet til hvorledes de ulike størrelsene i regnskapet og balansen korrelerer med hverandre. Analysene i dette arket er beregnet ved hjelp av funksjonen data analysis i Excel.

I det siste arket er det utført sensitivitetsanalyser knyttet til verdien av konsernet. Disse har blitt beregnet på grunnlag av størrelsen på nøkkeldriverne sammen med størrelsen på WACC. Funksjonen brukt er den samme som i regnearket verdsettelse, men det fremkommer verdier bygget på ulike verdier knyttet til WACC og nøkkeldriverne.

### Utvikling modell

Å forstå konsernets historiske data er viktig for å kunne si noe om de fremtidige operasjonene til konsernet. For å verdsette konsernet ved bruk av DCF-metoden må det gjøres om på balansen og årsregnskapet forøvrig, se på fotnoter og forsøke å tilegne seg mer informasjon for å kunne gi nyttige antagelser om fremtiden (Koller 2005).

Fremgangsmåten blir her å tilpasse årsregnskapet til å reflektere økonomisk opptreden, ikke regnskapsmessig. Ved utførelsen av denne bearbeidingen vil en komme frem til nye begreper som NOPLAT (net operating profit less adjusted taxes) og FCF (free cash flow). Verdsetteren må analysere konsernets avkastning på investert kapital (ROIC) for å se på konsernets evne til å skape verdi (Koller 2005). Vurdering av konsernets finansielle styrke er sentralt da denne styrken har påvirkning på hvordan konsernet kan finansiere sine operasjoner på lang og kort sikt.

Mange firmaer rapporterer avkastningen på eiendeler eller avkastning på egenkapital (ROA, ROE). Grunnen til at metoden ikke legger noe vekt på disse størrelsene er fordi disse ikke skiller mellom operasjonelle og ikke-operasjonelle aktiviteter (Koller 2005). Ved å skille de operasjonelle og ikke operasjonelle aktivitetene kan den operasjonelle aktivitetens prestasjon måles ved driverne for verdi, ROIC og FCF. ROIC og FCF er uavhengig av hvordan konsernet er finansiert samtidig som de kun ser på den operasjonelle delen av firmaet. ROIC og FCF er sammen med vekst i NOPLAT (g) såkalte verdidrivere, med dette menes det at de er sentrale for hvilken verdi konsernet har. Analyse og bruk av verdidrivere vil være avgjørende for verdien på konsernet, da driverne er de som i all hovedsak fastsetter og bestemmer verdien til konsernet.

I kapitlet nøkkeldrivere nedenfor er utarbeidelsen av de relevante driverne og for andre tilhørende sentrale størrelser for verdi nærmere gjennomgått.

### Nøkkeldrivere

ROIC viser oss hva avkastningen på investert kapital er. ROIC består av investert kapital og NOPLAT. Investert kapital kan beregnes på mange måter, det enkleste er gjeld + egenkapital (Koller 2005). Investert kapital kan også være operasjonelle eiendeler – operasjonell gjeld (Koller 2005). For min modell er det mest naturlig å velge følgende:

$$\text{Investert kapital} = \text{driftsmidler} + \text{omløpsmidler} - \text{kortsiktig gjeld} - \text{kapitalisert leie}$$

Grunnen til at denne beregningen av investert kapital er valgt er for skille mellom operasjonelle og ikke operasjonelle eiendeler og gjeld. Denne beregningen av investert kapital er en beregning av operasjonelle eiendeler subtrahert operasjonell gjeld. Modellen valgt brukt trekker ikke fra noen ekstra ikke- operasjonelle eiendeler under omløpsmidler da det er vanskelig å trekke ut hva som eventuelt er av ikke operasjonell betydning. Det er heller ikke trukket ut noen poster fra driftsmidlene, slik at alle driftsmidlene antas å være operasjonelle. Riktig anslag på investert kapital fremkommer ved å trekke fra kortsiktig gjeld, denne antas å være operasjonell i sin helhet, sammen med kapitalisert leie.

Kapitalisert leie er tilknyttet leien konsernet betaler for bruken av 3 eiendommer. Beregningen av kapitalisert leie kan gjøres på følgende måte:

$$\text{verdi}_{\text{ bygninger}} = \frac{\text{leieutgifter}}{\text{kapitalkrav}_{\text{ gjeld}} + \frac{1}{\text{levetid}_{\text{ eiendel}}}}$$

Ved å benytte seg av denne formelen kan en finne ut hvor mye de eiendelene en leaser virkelig er verdt og beregne et fiktivt ”pantelån”/verdi bygninger på bakgrunn av denne formelen. Dette gjøres for å få de leasede eiendelene inn i regnskapet, bakgrunnen for dette er at konsernets prestasjoner ikke skal bli misvisende ved å gi en kunstig høy ROIC (Koller 2005).



Over brøkstreken i beregningene av ROIC er NOPLAT. NOPLAT er en resultat størrelse som i praksis er et resultat etter driftsresultatet der det er justert for rentene på leasede produkter, hvor renten er trukket fra. I tillegg er skatter knyttet til de operasjonelle aktivitetene trukket fra. NOPLAT representerer en resultatstørrelse tilgjengelig for alle investorer samt de med gjeldskrav på konsernets kapital. Ved beregning av NOPLAT legges renteutgifter for de leasede eiendelene ved da rentekostnader er utelatt fra NOPLAT (Koller 2005). Skatteskjold på gjelds krav blir i sin helhet dekket ved beregning av det vektete avkastningskravet presentert senere i oppgaven (Koller 2005). Etter beregning av NOPLAT og investert kapital gir det følgende formel for ROIC (Koller 2005):

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Invested\_capital}$$

Fremtidig vekst i NOPLAT blir bestemt med nøkkeldriveren  $g$ . Driveren er et anslag på hvor mye resultatet og kontantstrømmene kommer til å vokse per år i fremtiden. Denne vekstfaktoren blir implisitt benyttet i perioden etter eksplisitt periode. Selvsagt blir veksten også tatt hånd om i eksplisitt periode, men her står en friere til å velge vekst og utvikling i flere størrelser i regnskapet og ikke bare i NOPLAT/kontantstrøm. Driveren ( $g$ ) er meget viktig for verdien av firmaet fordi denne bestemmer store deler av verdien på firmaet siden den er benyttet i formelen for kontinuerlig verdi. Problemet knyttet til tallfesting av ( $g$ ) er at det er vanskelig å forutsi hvor stor vekst i NOPLAT en kan vente seg i fremtiden, derfor bør denne velges med stor nøyaktighet. Valget av ( $g$ ) kan gjøres på bakgrunn av en analyse av bedriftens vekst i omsetning i historisk periode. Siden mye av analysen rundt fremtidsutsiktene er gjort på bakgrunn av omsetning, vil omsetningsveksten være et godt anslag på fremtidig vekst ( $g$ ). Det er forutsatt at andre størrelser utvikler seg likt med omsetningen for å kunne si at ( $g$ ) er lik omsetnings vekst. Formelen hvor antatt vekst ( $g$ ) vises i modellen fremkommer i formelen valgt for beregning av kontinuerlig verdi av konsernet, denne formelen gjenspeiler verdien til firmaet etter eksplisitt periode. Formelen har jeg hentet fra Koller, Goodhart og Wessels bok valuation (Koller 2005). Denne er gitt ved:

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

Hvor  $NOPLAT_{t+1}$  = Normalisert nivå av NOPLAT i det første året etter eksplisitt periode.

$g$  = forventet vekstrate i NOPLAT/kontantstrøm i all evighet

RONIC = Forventet avkastning på ny investert kapital

WACC = Vektet avkastningskrav

$NOPLAT_{t+1}$  vil i dette tilfellet være normalåret etter 2011. ( $g$ ) vil være anslag på vekst i firmaet (lik veksten i NOPLAT). Denne bør vurderes nøye og vil typisk være et anslag på sektorens fremtidsutsikter i tillegg til inflasjon (Koller 2005). Ronic vil være et anslag sammenfallende med ROIC basert på vurderinger av framtidig avkastning på investert kapital. Økonomisk teori sier at konkurransemessige fordeler som noen firmaer har vil forsvinne over tid og at en derfor bør sette Ronic lik WACC (Koller 2005), likevel bør dette vurderes da noen firmaer er overlegne med tanke på patenter, merkevare også videre. Vurdering av WACC bør settes med tanke på kapitalstruktur og fremtidige utsikter i bransjen. WACC vil bli behandlet under kapitlet avkastningskrav..

Den siste nøkkeldriveren og et viktig moment er kontantstrømmene til bedriften. Den relevante kontantstrømmen for oppgaven er de frie kontantstrømmene (FCF), denne skiller seg fra kontantstrømmen i årsoppgaven (Koller 2005). FCF viser kontantstrømmen tilgjengelig for alle investorer, både egenkapitalholdere og de med gjelds krav på konsernet, denne er med andre ord justert for eventuelle mer innbetalinger fra de med gjelds krav på kapitalen og egenkapitalholdere. FCF blir beregnet på bakgrunn av NOPLAT justert for endringene beskrevet ovenfor. Den praktiske beregningen av NOPLAT og FCF vil i oppgaven fremgå på følgende måte:

---

**Justert driftsresultat**

---

**- Driftsavhengige skatter**

---

**= NOPLAT**

---

+ Avskrivinger

= Kontantstrøm- Ordinær

+/- Endring i arbeidskapital

+/- Endring i annleggsmiddel

---

---

**= Frie kontantstrømmer**

---

---

## Tabell 2-Beregning NOPLAT og FCF

Til NOPLAT legges avskrivningene, dette vil resultere i en ordinær kontantstrøm. Ved å videre justere for endring i OM og AM vil en sitte igjen med de frie kontantstrømmene (FCF).

## Endring i AM og OM/arbeidskapital

Endring i annleggsmidler og omløpsmidler er sentralt ved beregning av FCF. Grunnen til dette er at en må justere for avhending av eiendeler samtidig som en har avskrivninger og nyinvesteringer.

Beregningen av endring Annleggsmidler/driftsmidler fremkommer på følgende måte (Koller 2005):

$$\text{UB driftsmidler} + \text{avskrivninger} - \text{IB driftsmidler} = \text{investeringer (endring AM)}$$

Endringene i annleggsmidler blir beregnet utefra hvor store investeringene har vært. Det er viktig å bemerke seg at en ikke kan benytte seg av brutto endring da en må ta med i beregningene avhendelser/salg av annleggsmidler samtidig som en må legge til avskrivningene da avskrivningene ikke utgjør noen kontantstrøm. En må legge til avskrivningene fordi brutto endring i annleggsmidler undergraver de faktiske investeringene (Koller 2005). Ved å benytte seg av formelen presentert for beregning av investeringer samt regnskapsdata vil endring i annleggsmidler gitt som investeringer i AM fremkomme. Formelen gir korrekt endring i AM fordi avskrivningene som blir avskrevet må erstattes slik at en vil få større endring i AM enn om en bare hadde benyttet seg av brutto endring AM.

For at en bedrift skal vokse må en investere i omløpsmiddel. Formelen valgt brukt i oppgaven er:

$$\text{Endring i omløpsmidler} - \text{endring i leverandørgjeld} = \text{endring arbeidskapital}$$

Endring omløpsmiddel er UB omløpsmiddel subtrahert med IB omløpsmiddel. Endring arbeidskapital fremkommer ved å justere endringen i omløpsmiddel for endringer i leverandørgjeld. Beregningene av endring arbeidskapital ser på hva man får inn uten at det foreligger en faktisk betaling umiddelbart, slik som ved leverandørgjeld. På denne måten vil endring arbeidskapital øke ved en nedbetaling av leverandørgjeld og synke ved økt leverandørgjeld. Konsernets frie kontantstrømmer (FCF) blir justert med økning/nedgang i arbeidskapital.

### Utvikling modell Regnskap

For å forstå hvordan konsernet har utviklet seg må de historiske dataene analyseres og evalueres. Dette gjøres ved å sette de historiske dataene inn i Excel og undersøke utviklingen til disse regnskaps og balansestørrelsene ved å se på utviklingen gjennom den historiske perioden (Koller 2005). Data modellen i oppgaven bruker et regneark kalt forholdstall ved undersøkelse av endringer og sammenhenger i regnskapet. Resultat størrelsene knyttet til omsetning og andre inntekter i forholdstall arket undersøker utviklingen i inntektene ved å se på endring fra tidligere år. Modellen brukt beregner en årlig økning i salgsinntekter hvor økningen er fra år til år og ikke ved bruk av basisår.

Størrelsene knyttet til driftsutgifter er beregnet som en andel av salgsinntekter (Koller 2005). Beregningen av den historiske utviklingen legges til grunn ved beregning av fremtidige driftsutgifter. Beregningene av de historiske forholdstallene vil sammen med strategi analyse rundt temaet fremtidig omsetning være avgjørende ved beregningene av fremtidig vekst i omsetning. En andel/forholdstall av fremtidig salg vil utgjøre driftsutgiftene til konsernet. Forholdstallene knyttet til driftsutgifter blir beregnet på bakgrunn av hvilken driver de er knyttet til. Driver for driftsutgiftene er salgsinntektene (Koller 2005), da det er naturlig at det er en sammenheng mellom hvor mye en forbruker i eksempelvis varer, med salgsinntekter. Avskrivningene er det eneste som ikke er knyttet til salgsinntektene (Koller 2005), disse er knyttet til IB driftsmidler.

Finansutgifter og inntekter er typisk uavhengige av salgsinntekter. Størrelser knyttet til finanspostene har ikke salgsinntekter som driver. Drivere som kontantinnskudd og langsiktig gjeld er relevante drivere ved beregning av finanspostene (Koller 2005).

Skattekostnaden til bedriften fremkommer som en andel av ordinært resultat før skattekostnad. Beregningene av skatten knyttet til FCF er noe annerledes da denne er justert for ikke operasjonelle skatter.

#### Utvikling modell Balanse

Eiendelene i balansen fremkommer i en noe modifisert utgave sett fra det presenterte regnskapet i årsoppgaven. Endringer knyttet til balansen er sammenhenger knyttet til investert kapital og tilbakeholdt utbytte. Ved å trekke ut størrelser som investert kapital kan en beregne ROIC. Beregningene knyttet til endringene i omløpsmiddel og anleggsmidler er som gitt tidligere i oppgaven.

Fremgangsmåten for vurdering av størrelsene i balansen er beregnet på samme måte som i årsregnskapet. De har kommet frem ved bruk av drivere og tilhørende forholdstall. For anleggsmidler er driveren salgsinntekter. Det som er viktig ved beregning av fremtidige størrelser for anleggsmidlene er hvilke investeringer som er gjort, veksten i brutto AM er beregnet ved hjelp av forholdstall. Investeringene har fremkommet på bakgrunn av veksten i brutto AM og formelen brukt for beregning av investeringene gitt tidligere i oppgaven, det er denne veksten som blir brukt ved FCF beregningene.

Omløpsmidlene og kortsiktig gjeld er beregnet på samme måte som driftsmidlene ved bruk av forholdstall. Det er for omløpsmidlene viktig å skille mellom operasjonelle og ikke operasjonelle størrelser. Vurderingen rundt hvorvidt de ulike størrelsene er knyttet til den operasjonelle driften vil bli tatt i betraktning ved den endelige verdsettelsen og ved beregning av endring i omløpsmidlene senere i oppgave. Det kan være vanskelig å vurdere hva som er knyttet til den operasjonelle driften av konsernet, poster som penger til overs (ikke driftsavhengige kontantinnskudd) (Koller 2005) er en ikke operasjonell post. Likevel er denne valgt sett bort fra da det er vanskelig å vurdere størrelsen på en slik post.

Poster knyttet til hvordan firmaet er finansiert er beregnet på forskjellige måter.

Egenkapitalposter videreføres uten endringer, dette gjelder alle postene bortsett fra posten opptjent EK hvor det er lagt til tilbakeholdt overskudd. Dette beregnes ved å ta differansen mellom årets resultat og utbytte addert med fjorårets annen EK (Koller 2005).

Langsiktig gjeld blir videreført på samme måte som egenkapital da det ikke forventes endringer i posten. Utsatt skatt og pensjonsforpliktelsene blir beregnet på bakgrunn av forholdstall. Utsatt skatt er beregnet som en andel av skattekostnaden, pensjonsforpliktelsene som en andel av lønn og sosiale kostnader. Størrelsene knyttet til de langsiktige forpliktelsene blir vurdert til bokført verdi ved verdsettelsestidspunktet slik at verdien til pensjonsforpliktelsene og den langsiktige gjelden blir trukket fra i sin helhet i verdsettelsen (Koller 2005). Utsatt skatt er en resultatstørrelse som i praksis ikke blir betalt og blir derfor ikke trukket fra i verdsettelsen. Alle postene under forpliktelser og langsiktig gjeld blir likevel videreført i regnskapet for å få balanse i regnskapet.

## **Avkastningskrav**

En viktig faktor for verdsettelsen er hvilket avkastningskrav en skal bruke. I oppgaven er det valgt brukt et avkastningskrav som er uavhengig av hvordan konsernet er finansiert. Valget av det vektet avkastningskravet (WACC- weighted average cost of capital) begrunnes med Miller og Modigliani proposition 1 (MM1) som sier at verdien på et firma er uavhengig av hvordan det er finansiert så sant det ikke er finansielle imperfeksjoner i en verden uten skatter (Brealy 2003). Det er selvfølgelig skatter i vår verden, likevel kan metoden beskrevet for å finne et avkastningskrav benyttes fordi det gjenspeiler alle investorenes avkastningskravet på konsernet (Brealy 2003). Det vektete avkastningskravet (WACC) reflekterer både de med gjelds krav og de med egenkapital krav på kapitalen til konsernet. Det vektete avkastningskravet er derfor et felles avkastningskrav på bedriftens kontantstrøm, dette passer DCF metoden meget godt fordi FCF er en kontantstrøm tilgjengelig for alle investorer.

Siden en har skatteskjold på renteutbetalinger og dette kan ha stor betydning på verdien på konsernet, vil dette taes hensyn til i formelen og dermed justere avkastningskravet til et avkastningskrav etter skatt. Skatteskjold er et fradrag på 28 % av renteutgiftene til konsernet. Avkastningskravet etter skatt er gitt ved (Brealy 2003):

$$WACC = r_D(1 - T_c) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

$r_D(1 - T_c)$  = avkastningskravet etter skatt for de med gjeldskrav (avkastningskrav justert for skatteskjold)

$$\frac{D}{V} = \text{Gjeldsandel i bedriften}$$

$$\frac{E}{V} = \text{Egenkapital andel i bedriften}$$

$$r_E = \text{Avkastningskravet på egenkapitalen på bedriften}$$

Det en må ta stilling til er hvilket avkastningskrav en skal bruke for de som sitter med krav på egenkapitalen og de som har gjeldskrav på konsernet. Bruk av WACC krever at en skal bruke markedsverdier (Brealy 2003). Gjelden skal i utgangspunktet verdsettes, som oftest er det vanlig å sette verdien lik bokførte verdier for denne, dette er mye på grunn av at det kan være vanskelig å hente inn markedsdata for denne gjelden. Ekornes er et solid selskap med lite gjeld hvilket gjør gjelden rimelig risikofri for de med krav på konsernets verdier likt gjeldsbeløpet, derfor kan den bokførte verdien på gjelden i konsernet være et godt estimat på verdien til gjelden. Et relevant avkastningskrav vil derfor være omtrent det samme som dagens relevante bankrente beregnet fra finansutgiftene til konsernet.

Det neste en må ta stilling til er hvilke størrelser en skal benytte seg av i formelen ved vurdering av gjeldsandel. I praksis skal en her ta rentebærende gjeld (Brealy 2003), dette vil være langsiktig gjeld, pensjonsforpliktelser og Operating lease (leie av lokaler/utstyr må verdsettes som et lån for å ikke gi misvisende ROIC). Ekornes har noen lokaler de leier og må i så måte verdsette disse for å kunne gi riktig WACC. Beregning av hvordan verdien på bygningene fremkommer er gitt tidligere i oppgaven.

I noen verdsettelse kan det være hensiktsmessig å ta med kortsiktig gjeld, dette kan argumenteres for om denne gjelden er betydelig større enn omløpsmidlene. I de fleste organisasjoner vil imidlertid omløpsmidlene utligne verdien av denne gjelden slik at en ved en eventuell konkurs har verdier i omløpsmidlene som kan brukes til å betale kortsiktig gjeld.

Avkastningskravet for egenkapitalen kan beregnes på mange måter, de vanligste er kapitalverdimodellen (CAPM) og arbitrasje prisings teori (APT). Metodene har visse likheter likevel er de forskjellige. Begge metodene bygger på at usystematisk eller bedriftsspesifikk risiko knyttet til aksjene er diversifiserbar og noe en kan diversifisere seg bort fra ved å holde en veldiversifisert portefølje. Ved å holde en diversifisert portefølje vil investor kun stå igjen med markedsrisiko, markedsrisiko kan en ikke diversifisere seg bort fra ved å holde en

diversifisert portefølje. Metodene for beregning av egenkapitalkrav vil nå presenteres nærmere.

## CAPM

Formelen nedenfor er hentet fra boken investments av Bodie, Kane og Marcus.

$$\text{CAPM: } k = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

$K$  = avkastningskravet på egenkapitalen.

$R_f$  = Risikofri rente, gjerne 10 års statsobligasjoner, bør beregnes etter skatteskjold

$(R_f(1 - 0,28))$

$R_m$  = Markedets avkastning i en veldiversifisert portefølje.

$\beta$  = Beta, Enkelt aksjens beta angir hvilken risiko aksjen har om den blir tatt inn i markeds porteføljen, denne er beregnet på bakgrunn av kovariansen mellom markedet og aksjen dividert på markedets varians.

Beta over 1 angir at aksjen har mer risiko en markeds porteføljen som har en beta på 1. Har aksjen en beta på 0 vil en oppnå en avkastning i plasseringen tilsvarende risikofritt aktiva, foreksempel statsobligasjoner. CAPM modellen er på mange måter enkel å bruke fordi en kan enkelt finne avkastningen på en statsobligasjon, det som kan være verre er å finne beta til aksjen og avkastningen på markeds porteføljen da det kan herske tvil om hva som er markeds porteføljen. En tilnærming til markeds porteføljen kan være alle aksjene på Oslo børs, der foreksempel hovedindeksens (OSEBX) avkastning kan gi et bra estimat på markedets avkastning. Ved hjelp av disse størrelsene kan en finne avkastningskravet til egenkapitalen til den relevante aksjen.

For å finne beta trenger en aksjekurser for Ekornes og hovedindeksens utvikling. Spørsmålet er hvor lang periode en skal benytte for å få et bra anslag på beta. I oppgaven er det brukt kurser fra 05.11.2001 til 03.11.2006. Dette er 1306 daglige observasjoner. Dette gir en 5 års beta som sammenfaller med de fleste observasjonene i min historiske periode.



Fremgangsmåten er å finne standardavviket for både aksjen og indeksen, dette blir gjort gjennom å finne standardavvikene for alle observasjonene for så å summere de og dele på antall observasjoner. Variansen til indeksen og kovariansen mellom markedet og Ekornes finner en ved følgende formler (Bodie 2005):

$$\sigma_{indeks}^2 = \frac{\sum(r_{indeks} - E(r_{indeks}))^2}{antall\_observasjoner}$$

$$\sigma_{EKO,indeks} = \frac{\sum(r_{EKO} - E(r_{EKO}))(r_{indeks} - E(r_{indeks}))}{antall\_observasjoner}$$

Hvor:  $\sigma_{indeks}^2$  = variansen til OSEBX indeksen

$r_{indeks}$  = daglig avkastning til indeksen

$E(r_{indeks})$  = Forventet daglig avkastning OSEBX

$\sigma_{EKO,indeks}$  = Kovariansen(samvarians) mellom Ekornes og OSEBX indeksen

$r_{EKO}$  = Daglig avkastning Ekornes

$E(r_{EKO})$  = Forventet daglig avkastning Ekornes

I dette arbeidet er det brukt daglige aksjekurser som er gjort om til daglig avkastning ved å se på dagens verdi i forhold til forrige handelsdag. Teknisk gjorde jeg det ved å dele dagens verdi med forrige dags verdi for så å trekke fra en for å få daglige virkninger (Benninga 2000). Tallene som fremkommer er de gitte avkastningene som en finner i formlene ovenfor. Gjennomsnitt avkastning (forventet avkastning) finner en ved å summere de daglige observasjonene og dele på antall observasjoner. Når en har disse tallene kan en enkelt finne beta ved hjelp av følgende formel:

$$\beta_{EKO} = \frac{\sigma_{EKO,Indeks}}{\sigma_{indeks}^2}$$

Markedsavkastningen kan en beregne ved å ta de daglige endringene som beskrevet ovenfor for så å bruke følgende formel: =PRODUCT(H3:H1306+1)^(1/5)-1 (Benninga 2000). Dette er en formel brukt i Excel, der kolonne h inneholder den daglige variasjonen i indeksen i forhold

til dagen før. Ved å bruke opphøyd i 1/5 får en annualisert dataene slik at den årlige avkastningen fremkommer. Denne formelen gir oss dermed en annualisert avkastning på indeksen som en kan bruke som en ekvivalent til markedsavkastningen  $R_m$  gitt i CAPM modellen.

## APT

APT teorien bygger på at avkastningen på hver enkelt aksje er avhengig av et sett med makroøkonomiske faktorer. I APT-teorien har vi et ledd som kan kalles risikofri rente, i tillegg vil vektingen på de forskjellige faktorene en tror har påvirkning på aksjen være avgjørende for hvor stort avkastningskravet bør være på den aktuelle aksjen. På samme måte som i CAPM snakker vi her om en risikopremie ( $R - R_f$ ) ved å holde aksjen, dette er på grunn av at en også i denne modellen regner med at en er veldiversifisert slik at målet er å få avkastning utover risikofri rente.

$$R - R_f = b_1(r_{faktor1} - R_f) + b_2(r_{faktor2} - R_f) + b_n(r_{faktor3} - R_f) + \dots$$

$R$  = avkastningskrav på aksjen

$R_f$  = risikofri rente

$b_1, b_2, b_3, \dots$  = Vekting på de ulike faktorene.

$r_1, r_2, r_3, \dots$  = Avkastning på de forskjellige faktorene

Det som er viktig å merke seg er at om en kun har en faktor (de andre faktorene har vekting 0) og denne er markedsavkastningen ( $R_m$ ) samtidig som en bruker samme vekting av faktoren  $b_1$  tilsvarende beta i CAPM vil en få samme resultat ved bruk av APT og CAPM. I alle andre tilfeller vil disse to metodene gi forskjellig resultat.

Den beste metoden for å finne avkastningskravet er APT. Denne er best fordi en kan bestemme forskjellige og hvilke faktorer som har relevans for avkastningskravet til investorer som sitter med Ekornes aksjer. Problemet er likevel at det kan være vanskelig å identifisere hvilke faktorer en skal bruke og hvilke vektinger disse skal ha. CAPM-metoden har variabler i

seg som enkelt kan hentes ut av diverse finansaviser, eller ved hjelp av aksjekursen og hovedindeksen, og er på denne måten en noe enklere metode.

## **Multiplikatormetoder**

Bruk av multiplikatorer er en mye benyttet metode når en bedrift skal verdsettes (Dyrnes 2004). Dette er mye på grunn av at det er en lettvinnt og kostnadseffektiv måte å finne verdien til bedriften (Dyrnes 2004). En skal i midlertidig være forsiktig med å bruke metodene, da en kan ta antakelser som ikke er i samsvar med hvordan foreksempel konsernet er finansiert. Multiplikatorer er forholdstall som fremkommer ved at en dividerer prisen på aksjene i et selskap divideres med foreksempel en resultatstørrelse, en balansestørrelse, en kontantstrømstørrelse eller et mål på en kritisk ressurs (Dyrnes 2004). Ved hjelp av sammenlignbare selskaper vil verdsetteren finne verdien på det verdsatte konsernet. Multiplikatorer som er vanlige å bruke er foreksempel P/E (pris pr. Aksje dividert med resultat per aksje), P/B (Pris pr. Aksje dividert med bokført verdi av EK pr. Aksje), P/S (pris per aksje dividert med salgsinntekter pr aksje) også EV/EBIT (markedsverdi av EK+ markedsverdien av rentebærende gjeld delt med driftsresultatet). EV/EBIT multiplikatoren er meget utbredt. Metodene utføres ved at en multipliserer verdi under brøkstreken, for konsernet som skal verdsettes, med den relevante multiplikatoren for konsernet verdsettelses bedriften sammenlignes med. Valg av riktig multiplikator er vanskelig å si noe om, men en bør tenke seg om hvilken multiplikator som er mest sammenlignbar med verdsettelsesbedriftens multiplikator. Foreksempel vil valget av de egenkapitalbaserte metodene (P/E, P/B, P/S) gi misvisende resultat om finansieringsstrukturen på konsernet som skal verdsettes er forskjellig fra det konsernet vi sammenligner med (Dyrnes 2004). Egenkapital baserte metoder vil muligens gi dårlige verdier på Ekornes fordi de har relativ stor EK andel sammenlignet med foreksempel Hjellegjerde ASA. Dette betyr at om det er vanskelig å finne gode sammenlignbare konsern vil ikke metodene gi noe godt svar. EV/EBIT vil muligens passe best for verdsettelsen av Ekornes fordi finansieringsstrukturen er tatt hensyn til i denne multiplikatoren. Denne ser i midlertidig kun på det operasjonelle resultatet av konsernet slik at en i denne multiplikatoren er både uavhengig av kapitalstruktur og i hvilke grad konsernene besitter finansielle eiendeler. Om det finnes sammenlignbare konsern vil multiplikatorer gi et rimelig bra anslag på verdien til Ekornes. I oppgaven benyttes

multiplikatorer som et middel til å validere verdien fremkommet i DCF metoden og for å gi et anslag på pris på aksjen.

## **Sensitivitetsanalyser**

For å validere verdien fremkommet ved DCF-metoden er det i de fleste sammenhenger viktig å undersøke hvilke endringer en kan forvente i verdi/aksjekurs om viktige faktorer endrer seg (Koller 2005). Faktorene valgt sett nærmere på i denne sammenheng er nøkkeldriverne omtalt tidligere samt WACC. Størrelsen på disse faktorene vil i all hovedsak være bestemmende for Ekornes verdi. Sensitivitetsanalysene blir gjennomført ved å videreutvikle beregningene fra DCF-metoden for å se hvordan modellen reagerer på endringer i de faktorene nevnt.

## **Øvrig statistikk**

I oppgaven vil det bli utført statistiske beregninger for å kunne si noe om prisen på aksjen. Målet er å sammenligne de faktiske børskursene med det anslaget på verdien som fremkommer ved DCF-metoden. Dette innebærer å utføre en enkel hypotese test ved hjelp av en t-test for å se om DCF verdi er i nærheten av det den var på børsen den 31.12.2005. Det forventes ikke så mye av denne testen da historiske tall ikke gir noen god indikasjon på hvordan kursen vil utvikle seg. En t-test har følgende sammensetning (Keller 2003):

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{\frac{s}{\sqrt{n}}}$$

Hvor: t = testens test statistic, denne kan sammenlignes med sannsynligheten. En finner en t knyttet til et bestemt signifikansnivå en vil holde seg innenfor for så å teste mot (t) i formelen.

$\bar{x}$  = Utvalgets gjennomsnitt

$\mu$  = størrelsen på det en vil teste i hypotesen

S= Standardavviket til aksjekursene

n= antall observasjoner

Denne type test har også  $n-1$  frihetsgrader i seg slik at en må ta det i betraktning når en finner korrekt signifikansnivå i tabellen (Keller 2003). Hypotesen som er valgt testet er hvorvidt verdien på konsernet er større enn verdien DCF-metoden har funnet. Hypotesetesten ser slik ut:

$$H_0 : \mu = \text{kursen en vil undersøke}$$

$$H_1 : \mu > \text{kursen en vil undersøke}$$

For å kunne bruke en t-test må en ha oppfulgt noen kriterier. Dataene må være normalfordelte og en bør ikke ha unormale data som ødelegger testen, dette er i hovedsak det som vektlegges mest.

Det vil også bli benyttet regresjon for å sammenligne markedskursen på Ekornes aksjer mot OSEBX indeksen. Her vil det bli brukt enkel regresjon som er gitt som:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon$$

Hvor:  $y$  = avhengige variabelen

$X$  = uavhengige variabelen

$\beta_0$  = konstant

$\beta_1$  = Stigningen til linjen

$\varepsilon$  = feilledd

Metoden som brukes for å finne størrelsen på konstanten og stigningstallet er minste kvadraters metode (Keller 2003). Hvorvidt den uavhengige variabelen er signifikant for den avhengige variabelen vurderer jeg utefra hvor stor signifikans den uavhengige variabelen har på resultatet. En p-verdi mindre enn 0,05 (signifikansnivå på 5 %) tilsier at den uavhengige variabelen har forklaringskraft på den avhengige variabelen. P-verdien til variabelen OSEBX beskriver hvorvidt  $b_1$ (OSEBX) er forskjellig fra 0 (Keller 2003), er den det påvirker den aksjen lineært og kan brukes for å finne et anslag på verdi av Ekornes aksjen.

Det vil også bli sett på hvor godt den uavhengige variabelen forklarer de faktiske observasjonene ved å se på R-squared. R-squared forklarer hvor godt observasjonene i

aksjekursene matcher regresjonslinjen (Keller 2003). En R-squared på 1 sier at alle observasjonene er på den estimerte regresjonslinjen. En bør i tillegg se om testen som helhet er bra. Dette kan en se gjennom en analyse av variansen (Keller 2003). Analyse av variansen gir en F-test som kan måles i p-verdi og tilhørende signifikansnivå. Ved å utføre beregningene vil de gi et anslag på kursen på Ekornes med bakgrunn i hovedindeksen på Oslo børs.

## Analyse

Verdsettelsen er bygd opp av mange forskjellige variabler som til tider er vanskelig å identifisere og bruke rett. Noe av det viktigste i hele modellen er å gi disse variablene rett verdianslag hvilket har vært en utfordring i seg selv. De variablene som er ansett som de viktigste er grundig gjennomgått for å få et mest mulig rett anslag, likevel er det her store utfordringer knyttet til å gi rett verdi på disse. Variablene som antas å være de viktigste for modellen er variabler som fremtidig salg, investerings/utbyggings takt samt nøkkel driverne. Det vil og være en utfordring å identifisere bedriftens vektete avkastningskrav.

## ***Integrerte data og forholdstall***

### **Resultat**

#### Omsetning

Omsetningen til konsernet har vært formidabel de siste årene, dette fremkommer ved at omsetningen har økt med nesten 50 % siden 2000 og frem til slutten av 2005 (Ekornes årsoppgaver 2001-2005). Dette gir et snitt på 8,5 % salgsvekst i historisk periode. Dette er en meget bra utvikling. Spørsmålet blir jo hvorvidt denne utviklingen kommer til å fortsette. Konsernet har i løpet av historisk periode bygget ut produksjonskapasiteten ved bedriften hvor spesielt utbyggingen av fabrikken på Ikornnes har økt produksjonskapasiteten da den stod ferdig i 2003. Denne fabrikken er også en av landets mest robotiserte og moderne fabrikker (Ekornes 2005). Konsernet har med denne utvidingen muliggjort en større produksjon og rasjonalisering som vil gi mulighet for å tilfredsstillende den økte ordreinngangen, konsernet har per i dag ledig produksjonskapasitet (Runar Haugen, Ekornes).

Konsernet har i perioden 2000 til 2005 ekspandert på det internasjonale markedet hvilket vises i den økte omsetningen og en dreining fra hjemmemarkedet mot andre markeder som de

viktigste markedene. Norge er det tredje viktigste markedet for konsernet målt i omsetning. Det forventes i oppgaven at denne trenden vil fortsette. Ekornes har en stor del av det norske markedet hvilket gir bedriften begrensede muligheter for å vokse i Norge. Samtidig er det andre aktører i Norge som har definert Norge som et sentralt marked (Roger Kornberg, Hjellegjerde). Vekst mulighetene til Ekornes antas derfor å være større internasjonalt enn hjemme.

Ekornes har et godt merkenavn i USA/Canada (Ekornes 2005), dette vil sammen med økt satsing i de forskjellige salgsleddene og satsingen på dette markedet kunne gi en god omsetning i dette store markedet. Ekornes har i historisk periode økt salget sitt i USA til tross for at prisøkninger har vært nødvendig på grunn av den sterke kronekursen de siste årene, dette viser noe om Ekornes' markedsposisjon og merkenavn. At de har øket omsetningen i historisk periode er også et tegn på at det i fremtiden vil være muligheter for økt salg i USA med tanke på at kronekursen er lavere nå enn den var for noen år siden.

De andre viktige markedene har vært markedene i Europa hvor spesielt Mellom-Europa er det største markedet. Utviklingen i Mellom-Europa antas å fortsette, konsernets markedsposisjon vil resultere i økt salg samtidig som Ekornes forsterker markedsføringen noe som over tid vil gi økt salg både på kort og lang sikt, hvor muligheten for gjenkjøp er tilstede om kunden liker produktet. Den lave kronekursen vil også her være til alle norske eksportbedrifters fordel hvor en på bakgrunn av det kan forvente en stabil eller bedret omsetning. De andre markedene som antas vil ha en positiv utvikling er de andre markedene i Europa (Ekornes 2005), der satsing både i Storbritannia og Sør-Europa antas å gi økt salg i tiden fremover. Dette begrunnes med den økte velstanden i Europa og tilgjengelighet til møblene i et stort marked hvor markedet for innovative kvalitetsmøbler vil fortsatt øke.

Over tid antas det at satsingen i Polen, og etter hvert øvrige land i Øst-Europa, vil kunne gi økt salg også i denne regionen. Det er likevel ikke sikkert at dette markedet vil bidra til økt omsetning før i perioden etter 2011.

Japan og resten av verden har vært et satsingsområde i senere tid (Ekornes 2005). Ekornes har satset mye i Japan uten stor omsetningsøkning i dette markedet, Ekornes vil her sikre dagens omsetningsnivå og forsøke å øke noe (Ekornes 2005). De voksende markedsøkonomiene i

Asia har også potensial, men det er vanskelig å si noe om preferanser knyttet til møbler i disse landene, så dette vil eventuelt være markeder for fremtiden.

Land som Australia og New Zealand kan være gode markeder for Ekornes. Australia og New Zealand er for så vidt små marked så en har her begrensede muligheter såfremt en ikke får en stor markedsandel i fremtiden. Satsingen i disse Oseania landene vil likevel bidra til en stabil omsetning eller voksende omsetning fremover. Åpningen av salgskontor i Brasil ([www.dn.no](http://www.dn.no)) viser også satsing på dette store markedet i Sør-Amerika, dette vil også gi mulighet for ekspansjon til andre land i regionen om Brasil viser seg å være et godt marked. Brasil og eventuelt resten av Sør-Amerika vil likevel ikke være av de store markedene på lang tid ennå, likevel vil det kunne gi en tilfredsstillende omsetning på sikt. Andre marked som på lang sikt kan bli viktige er land som Russland og Kina, dette er store folkerike land hvor den individuelle rikdommen allerede har steget. Russland og Kina beveger seg mot markedsøkonomi og kan på lang sikt bli viktige i verdensøkonomien og tilføre Ekornes salg. Det vil ta tid før disse landene vil bidra og en kan derfor ikke forutse salg i disse landene ennå.

Etter min vurdering vil dagens viktigste markeder bli de viktigste også i fremtiden for Ekornes. Norden, Vest-Europa og USA/Canada er etablerte økonomier som har sammenfallende konjunkturer og vil på grunn av den høye levestandarden være de viktigste markedene på kort og lang sikt. På grunn av at disse landene er utsatt for de samme konjunkturerne kan det bety problemer i visse år for Ekornes. Likevel antas det få dårlige år fordi det er en viss forsenking mellom landene sine konjunkturer. Et par dårlige år i økonomien i USA generelt vil ikke gi Norden liten BNP vekst før noe senere, og på denne tiden vil markedet i USA kunne ta seg opp igjen. Noen dårlige år vil likevel komme samtidig som det antas at Ekornes også i fremtiden vil øke omsetningen i den vestlige verden.

I beregningene antas det at omsetnings- veksten de neste seks årene (Eksplisitt periode) vil ligge på samme nivå som i dag. Den antas at den sterke veksten de har hatt siden 2000 vil fortsette, i historisk periode lå veksten i omsetningen på 8,5 % i gjennomsnitt. Det var mindre vekst i 2005 enn tidligere år, selv om denne var helt nede i to prosent er utsiktene for 2006 gode hvor det utefra halvårsrapporten 2006 antas en vekst på rundt 10 %. Ekornes har i årsmeldingen uttalt at investorer kan vente en omsetningsvekst på mellom fem og ti prosent årlig (Ekornes 2005). Det legges derfor til grunn en vekst på 7,5 % i eksplisitt periode etter



2006. I perioden etter eksplisitt periode vil en gjerne være litt mer forsiktig fordi denne uendelige vekstformelen gir store utslag på verdien på konsernet. En vekst i kontantstrømmene på rundt 7,5 % som før er likevel ikke unaturlig i denne perioden I anslaget på 7,5 % er det tatt i betraktning inflasjon, som en må regne med vil ligge mellom 2 og 3 % i nær fremtid. På bakgrunn av inflasjon og økt omsetning vil et anslag tilsvarende i dag for fremtidig omsetningsvekst (7,5 %) være oppnåelig. Dette er valgt grunnet konsernets eget utsagn og på bakgrunn av antagelser knyttet til fremtidig omsetning (Ekornes 2005). En årlig omsetningsvekst på 7,5 % kan virke noe ambisiøst, likevel viser utviklingen til konsernet en satsing på høyt nivå slik at det antas at dagens vekst vil fortsette i lang tid fremover.

#### Andre driftsinntekter og driftskostnader

Andre driftsinntekter er en liten post som jeg ikke helt har funnet ut av hva den kommer fra. Dette er en liten post som ikke vil lage noen problemer for resten av verdsettelsen, så jeg har valgt å holde denne på et stabilt nivå rundt 1 million i året da denne i utgangspunktet er under 0,1 % av salgsinntektene forøvrig i siste året i historisk periode.

For driftskostnadene vedkommende er det valgt å benytte forholdstall basert på driftsinntektene. Det er naturlig at driftsutgiftene skal stige lineært med driftsinntekter. De eneste driftsutgiftene hvor det er valgt å ikke benytte et forholdstall knyttet til salgsinntektene er for avskrivningene. Avskrivningen henger sammen med driftsmidlene noe som resulterer i at avskrivningene identifiseres som en andel av IB driftsmidler. I Fordelingen av driftsinntekter og driftskostnader er det regnet ut gjennomsnittet av størrelsene i den historiske perioden fra 2000 til 2005, dette er angitt i fjerde kolonne i tabell 3. For inntektene er tallene i historisk periode beregnet utefra årlig vekst i omsetning. Hvilke driver som er brukt er angitt i siste kolonnen, denne angir hvilken nevner som er benyttet ved beregningen av forholdstall. Over brøkstreken finner en den størrelsen en vil beregne. Forholdstallet/fordelingsnøklene blir benyttet for å finne en andel av foreksempel vareforbruk av salgsinntektene i eksplisitt periode. Antatt forholdstall brukt for er en vurdering av historisk salg i tillegg til antatt fremtidig salg. Tredje kolonne angir det som er lagt til grunn for et ”normalår” etter 2011, denne er for beregning av salgsinntektene. Faktoren etter eksplisitt periode er på 3 %, dette er for å beregne et normalår teknisk sett med tanke på investeringer nær avskrivningene, likevel er veksten i NOPLAT satt til 7,5 % i formelen for kontinuerlig vekst.

<b>Faktorer resultatregnskap</b>	Antatt	e.2011	snitt historisk	Driver/fordelings nøkler
Salgsinntekter	1,075	1,03	1,085	Årlig oms. vekst
Andre driftsinntekter	1,001		1,001	Årlig vekst i andre. Dr.innt
<b>Vekst driftsinntekter</b>	1,076		1,086	
Vareforbruk	0,240		0,256	vareforbruk/Salgsinntekter
Lønn og sosiale kostnader	0,280		0,268	Lønn og s. Kostn./Salgsinntekter
Ordinære avskrivninger	0,110		0,102	Avskrivninger/Sum driftsmidler
Andre driftskostnader	0,250		0,242	Andre driftsk. /Salgsinntekter

Tabell 3-vekst i inntekter, drivere og fordelingsnøkler

Grunnen til de ulike forgoldstallene for tildeling av kostnader er mange. For det første vil kostnader som vareforbruk, lønn og sosiale kostnader følge pris og utviklingen i arbeidsmarkedet ellers. Varekostnader vil alltid være knyttet opp mot salg og er den som er mest naturlig linket sammen med salgsinntektene på grunn av at denne vil følge salgsinntektene i stor grad (Koller 2005). Om råvareprisene skulle stige vil firmaet øke prisene på ferdigproduktet, eller benytte seg av sikringsalternativene de har. Sikringsalternativene er i stor grad knyttet til valuta og risiko i det markedet og vil derfor ikke ha noen varig virkning på råvareprisene. Ordinære avskrivninger vil avhenge mer av utviklingen i anleggsmidler og er derfor en andel til balanseposten sum driftsmidler.

Andre driftskostnader noe som kan være vanskelig å identifisere, det er valgt å la disse være en andel av salgsinntektene. For å styrke bruken av de ulike fordelingsnøklerne/andelene er det utført en analyse for å se i hvilken grad de ulike størrelsene korrelerer med salgsinntektene. Alle faktorene i tabell 4 skårer meget høyt på korrelasjon til salgsinntektene. Det er verdt å merke seg at størrelsene i tabellen nedenfor er gitt som negativ korrelasjon, dette er bare på grunn av at utgiftene i modellen er gitt som negative tall, i utgangspunktet korrelerer de i samme retning og er positive.

	<i>Salgsinntekter</i>
Salgsinntekter	1
Andre driftsinntekter	-0,643547373
Sum driftsinntekter	0,999979861
Vareforbruk	-0,898984314
Lønn og sosiale kostnader	-0,996151819
Ordinære avskrivninger	-0,999152778
Andre driftskostnader	-0,991695061

#### Tabell 4- Korrelasjonsanalyse

Faktisk er varekostnaden den som korrelerer minst med salgsinntektene av kostnadene. Vi ser også at avskrivningene korrelerer mye med salgsinntektene, dette er ikke veldig unaturlig siden en gjerne må fornye maskinparken for å øke produksjonen. Samtidig har Ekornes bygd ut produksjonskapasiteten i historisk periode hvilket har ført til økte avskrivninger i ettertid.

#### Finansposter

Finansinntektene er valgt som en andel av kontanter og bankinnskudd. Dette er fordi omtrent alt er knyttet til renteinntekter, hvilket blir bekreftet av notene i årsoppgaven (Ekornes 2005). Det fremkommer i oppgaven at disse inntektene skal utgjøre 2,5 % av kontanter og bankinnskudd i eksplisitt periode noe som vil gjengi den avkastningen en kan forvente finansinntektene vil ha. Det neste punktet knyttet til finansposter er agio/disagio hvilket er en post som er knyttet til tap eller vinning på forskjeller i valutakurser (Ekornes 2005). Dette er et punkt som er vanskelig for utenforstående å si noe om. Det er valgt å se helt bort fra dette punktet da det er umulig for verdsetteren å bedømme størrelsen på forskjellene i valutakursene i fremtiden. Det som kan sies er at dette er et punkt som er knyttet til både tap og vinning av valutaforskjeller hvilket vil medføre både tap og vinning slik at jeg mener denne posten vil etter hvert gå mot 0 og i så måte ikke ha noen betydning for verdsettelsen. Finanskostnadene er allokert slik at de utgjør en viss del av den langsiktige gjelden. Noe av disse finanskostnadene kan være knyttet til kortsiktig gjeld, men det er vanskelig å si hvor stor del det vil utgjøre. Siden Ekornes er et solid konsern som sannsynligvis betaler regningene til gitt tid vil jeg tro at postene under kortsiktig gjeld vil være rentefrie. Dette blir bekreftet ved å se på finanskostnadene i historisk periode hvor de har blitt redusert i sammenfallende takt med den langsiktige gjelden, dette er i en periode hvor den kortsiktige gjelden har økt med over 70 % samtidig har finanskostnadene sunket med rundt 40 %.

Finanspostene til Ekornes utgjør, som en ser utefra regnskapet, en liten del av kostnadene til konsernet. Finanspostene postene blir vurdert i den endelige verdsettelsen (Koller 2005) som en inntekt, da de har overskudd på finanspostene, men har ikke veldig mye å si for konsernets verdi da posten er liten. Det forventes ikke med en voldsom økning i finanspostene i fremtiden og har det er derfor ikke antatt noen voldsom økning, det er likevel antatt en renteøkning i eksplisitt periode og hvor den stiger med g i perioden etter eksplisitt. Renten er

sett til det nivå som er forventet i markedet, hvor jeg regner med en kostnad på 5 % av langsiktig gjeld i 2006 og 2007 og en økning til 6 % i perioden etter (www.dn.no).

#### Skattekostnaden til bedriften

Etter å ha undersøkt skattekostnaden til konsernet viser det seg at denne i gjennomsnitt har ligget på 30,9 % av resultatet før skattekostnad i historisk periode. I oppgaven har jeg valgt å la skatten ligge på 31,0 % av resultatet før skattekostnad i eksplisitt periode. Denne er justert for ikke operasjonelle skatter ved beregning av frie kontantstrømmer senere i oppgaven. Skatt er også noe som kan gi store utslag på verdien til konsernet. Konsernet har en komplisert skattestruktur på grunn av operasjoner i mange land samt endringer i utsatt skatt. Den effektive skattekostnaden var for 2005 på 31,34 %, dette nivået (31 %) videreføres i eksplisitt periode da det kan forventes at det vil ligge på dette nivået også i fremtiden.

Størrelsene i eksplisitt periode har i regnskapet blitt beregnet ved hjelp av forholdstall. For 2006 har det gjort dette litt annerledes. Siden det er tilgjengelig halvårsrapport for 2006 er det valgt å forutse størrelsene for 2006 ved å simpelthen multiplisere halvårsresultatet med 2. Dette gir etter min mening et bra anslag for størrelsene i regnskapet for 2006.

tall i 1000

#### Resultat

Årstall	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Driftsinntekter og driftskostnader:						
Salgsinntekter	1 528 348	1 708 155	1 827 165	2 010 922	2 245 502	2 290 418
Andre driftsinntekter	7 537	1 650	1 141	1 522	2 041	1 094
Sum driftsinntekter	1 535 885	1 709 805	1 828 306	2 012 444	2 247 543	2 291 512
Vareforbruk	(459 939)	(494 862)	(479 142)	(525 209)	(516 200)	(546 748)
Lønn og sosiale kostnader	(392 975)	(440 201)	(488 744)	(531 121)	(605 927)	(638 898)
Ordinære avskrivninger	(42 708)	(54 320)	(61 105)	(72 051)	(83 850)	(86 920)
Andre driftskostnader	(354 395)	(402 194)	(429 625)	(475 518)	(553 611)	(591 479)
Sum driftskostnader	(1 250 017)	(1 391 577)	(1 458 616)	(1 603 899)	(1 759 588)	(1 864 045)
Driftsresultat	285 868	318 228	369 690	408 545	487 955	427 467
Finansielle inntekter og kostnader:						
Finansinntekter	10 733	4 960	7 895	4 961	3 713	3 638
Agio/disagio 1)				10 412	3 894	14 657
Finanskostnader	(6 297)	(6 888)	(14 301)	(2 994)	(2 978)	(4 225)

Netto finansposter	4 436	(1 928)	(6 406)	12 379	4 629	14 070
Ordinært resultat før skattekostnad	290 304	316 300	363 284	420 924	492 584	441 537
Skattekostnad på ordinært resultat	(85 432)	(96 548)	(114 908)	(121 112)	(157 860)	(138 359)
<b>Årets resultat</b>	<b>204 872</b>	<b>219 752</b>	<b>248 376</b>	<b>299 812</b>	<b>334 724</b>	<b>303 178</b>

	Estimert 2006	Estimert 2 007	Estimert 2 008	Estimert 2 009	Estimert 2 010	Estimert 2 011	Estimert e.eksp. Per.
<b>Årstall</b>	<b>2006</b>	<b>2 007</b>	<b>2 008</b>	<b>2 009</b>	<b>2 010</b>	<b>2 011</b>	
Driftsinntekter og driftskostnader:							
Salgsinntekter	2 518 400	2 707 280	2 910 326	3 128 600	3 363 245	3 615 489	3 723 954
Andre driftsinntekter	1 000	1 001	1 001	1 002	1 002	1 003	1 003
Sum driftsinntekter	2 519 400	2 708 281	2 911 327	3 129 602	3 364 247	3 616 491	3 724 957
Vareforbruk	(569 600)	(649 747)	(698 478)	(750 864)	(807 179)	(867 717)	(893 749)
Lønn og sosiale kostnader	(728 400)	(758 038)	(814 891)	(876 008)	(941 709)	(1 012 337)	(1 042 707)
Ordinære avskrivninger	(90 800)	(95 330)	(102 480)	(110 165)	(118 428)	(127 310)	(136 858)
Andre driftskostnader	(641 200)	(676 820)	(727 582)	(782 150)	(840 811)	(903 872)	(930 988)
Sum driftskostnader	(2 030 000)	(2 179 935)	(2 343 431)	(2 519 188)	(2 708 127)	(2 911 236)	(3 004 302)
Driftsresultat	489 400	528 345	567 896	610 414	656 121	705 255	720 654
Finansielle inntekter og kostnader:							
Finansinntekter	6 296	6 768	7 276	7 822	8 408	9 039	9 310
Agio/disagio 1)							
Finanskostnader	(2 539)	(2 539)	(3 047)	(3 047)	(3 047)	(3 047)	(3 554)
Netto finansposter	3 757	4 229	4 229	4 775	5 362	5 992	5 756
Ordinært resultat før skattekostnad	493 157	532 575	572 126	615 189	661 482	711 247	726 410
Skattekostnad på ordinært resultat	(151 000)	(165 098)	(177 359)	(190 709)	(205 059)	(220 487)	(225 187)
<b>Årets resultat</b>	<b>342 157</b>	<b>367 476</b>	<b>394 767</b>	<b>424 480</b>	<b>456 423</b>	<b>490 761</b>	<b>501 223</b>

Tabell 5-Beregning av resultat, historisk og fremtidig

## Balanse

Fremtidige verdier i balansen er også regnet ut ved bruk av beregnede forholdstall på bakgrunn av historisk periode. I tillegg er det i denne delen av datasettet en del størrelser som

henger sammen, foreksempel skal årsresultatet henge sammen med utbytte og tilbakeholdt overskudd. Utviklingen av fremtidig balanse har vært komplisert, men overkommelig.

#### Eiendeler, Anleggsmidler

For annleggsmidler i balansen er 2005 valgt som et basisår. Grunnen til dette er at det ikke forventes noen store endringer i annleggsmidler i de nærmeste årene (Runar Haugen, Ekornes), samtidig som at det ikke har vært store endringer etter utbyggingen av fabrikken på Ikorntnes i 2003. Likevel kan det forventes at de ulike størrelsene vil stige i takt med salgsinntektene på grunn av at fornyelse må til hele tiden etter hvert som gamle eiendeler blir avskrevet (Koller 2005). For alle postene under eiendeler er det valgt å bruke salgsinntektene som forholdstall slik at tallene i tabellen er i prosent av salgsinntektene. Forholdstallene som en andel av salgsinntektene blir dermed som følger i fremtiden:

ÅR	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e.	Eksplisitt
aktiverte lisenskostnader	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Tomter, bygninger m. m	0,216	0,216	0,216	0,216	0,216	0,216	0,216
Maskiner og utstyr	0,109	0,109	0,109	0,109	0,109	0,109	0,109
Driftsløsøre, inventar	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
<b>sum driftsmidler</b>	<b>0,344</b>	<b>0,344</b>	<b>0,344</b>	<b>0,344</b>	<b>0,344</b>	<b>0,344</b>	<b>0,344</b>

Tabell 6-Forholdstall anleggsmidler

Ekornes har noen aktiviserte lisenskostnader som det for verdsetteren er vanskelig å bestemme verdien av, det er ikke noen informasjon om disse i årsoppgaven. Dette er en post som kan tenkes kan gi verdi i fremtiden, på den annen side er Ekornes ansvarlig for hele verdikjeden i konsernet slik at det er begrenset hva denne posten kan stige med. Posten videreføres som en andel av salgsinntektene på 2 %.

Tomter og bygninger er den posten som står for det meste av annleggsmidlene når en ser disse relativt til omsetningen. Disse har øket fra 17,2 % av salgsinntektene i 2000 til et nivå på 21,6 % i 2005. Denne posten er også den som har øket mest av eiendelene i perioden i kroner og ører. Det antas at denne i fremtiden vil ligge på 2005 nivå som er 21,6 % av salgsinntektene. I løpet av 2005 har Ekornes kjøpt en tomt i tilknytting til fabrikken på Ikorntnes, Ekornes har likevel ikke noe uttalt mål om utvidelse av fabrikken i nær fremtid (Ekornes 2005).

Maskiner og utstyr har også økt i historisk periode, denne posten har øket med 93 % i løpet av historisk periode. Denne posten kan også i stor grad tilskrives utbyggingen av Stressless® fabrikkene på Ikornnes. Denne posten vil også stige tilsvarende salgsinntektene da maskiner og utstyr beregnes som en andel av salgsinntektene. Forholdstallet av disse av fremtidige salgsinntekter er valgt til å ligge på 2005 nivå som en andel på 10,9 % av salgsinntektene.

Driftsløsøre og inventar er fordelt på samme måte som de overstående postene ved hjelp av salgsinntektene. Denne posten er mye mindre enn de andre anleggsmidlene, det antas at denne ikke vil stige noe utover økningen i salgsinntektene. Driftsløsøre og inventar vil ligge på 1,8 % av salgsinntektene i perioden fremover.

#### Eiendeler, langsiktige plasseringer

Den langsiktige plasseringa til Ekornes består av aksjer i andre selskaper og andre langsiktige fordringer og plasseringer samt en eierandel i Sykkylvsbrua AS på 37,5 %. Plasseringene til konsernet i andre selskaper fremgår det ikke noen informasjon om i årsrapporten.

Plasseringene er i midlertidig ført til anskaffelsesverdi slik at det mest sannsynlig ikke er snakk om plasseringer i børsnoterte selskap.

<b>Aksjer og andeler i andre foretak m. v</b>	<b>Eierandel</b>	<b>Balanseført verdi/anskaffelseskost</b>
Sykkylvsbrua AS	37,50 %	8,141 mill.
Andre aksjer		2,463 mill.
Forskuddsbasert Royalty		7,783 mill.
Lån til Sykkylven Kommune		1,800 mill.
Andre fordringer		1,330 mill.
Sum		22,166 mill. (13,376 mill uten Bro)

Tabell 7- Aksjer og andeler i andre foretak

Plasseringene er som de fremgår ovenfor. Konsernet har ikke rett til noe overskudd fra Sykkylvsbrua AS derfor er det valgt å se bort fra plasseringen i denne ved den endelige verdsettelsen. De andre postene tabell 7 er det vanskelig å si noe om på siden det ikke fremkommer noe informasjon om de i årsoppgaven. Det er valgt å ta alle postene med i verdsettelsen som en langsiktig plassering, og har i så måte verdsatt de til bokført verdi uten noen fremtidig kontantstrøm.

#### Eiendeler, omløpsmidler

forholdstallene har i historisk periode vært som følger:

<b>Omløpsmidler:</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Varelager	0,36	0,34	0,36	0,34	0,40	0,41
Kundefordringer	0,15	0,13	0,13	0,12	0,12	0,13
Andre kortsiktige fordringer	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Verdi terminkontrakter kontanter og bankinnskudd	0,09	0,08	0,11	0,10	0,10	0,09

Tabell 8- Forholdstall omløpsmidler historisk periode

Tabell 8 gir et bilde på hvordan omløpsmidlene har vært med tanke på de aktuelle driverne presentert i neste tabell. Ved bestemmelsen av de fremtidige verdiene er det sett på gjennomsnittet av størrelsene i historisk periode samtidig som det er lagt vekt på de siste årene ved antagelse av fremtidig verdi av postene. Antagelser sammen med gjennomsnittet for historisk periode er som følger:

<b>Faktorer omløpsmidler</b>	<b>Antatt</b>	<b>Snitt historisk</b>	<b>Driver</b>
Varelager	0,400	0,380	varelager/vareforbruk
Kundefordringer	0,125	0,124	kundefordringer/salgsinntekter Andre kortsiktige
Andre kortsiktige fordringer	0,015	0,017	fordringer/salgsinntekter
Verdi terminkontrakter	0,040	0,010	kontrakter/salgsinntekter
kontanter og bankinnskudd	0,100	0,100	Kontanter og bankinn./salgsinntekter

Tabell 9-Forholdstall og drivere omløpsmiddel historisk

Som en ser utefra tabellen ovenfor er varelager den eneste posten hvor det er valgt å ikke bruke et forholdstall basert på salgsinntekter som driver (Koller 2005). Grunnen til dette er at varelageret har en større sammenheng med vareforbruket enn for salgsinntekter (Koller 2005). Riktignok korrelerer vareforbruket med salgsinntektene så det er selvfølgelig en sammenheng, men som driver for varelageret er det bedre med et forholdstall knyttet til vareforbruket. Dette er gjort fordi varelageret må fylles opp ved bruk av varer. Gjennomsnittet for varelageret som en andel av vareforbruket er på 38 %, dette har imidlertid vært større de siste to årene og har derfor valgt et forholdstall på 40 % av varekostnaden som et anslag på hvordan dette vil utvikle seg i fremtidig perioder.

Kundefordringene har i historisk periode holdt seg jevnt på mellom 12- og 15 % av salgsinntektene. Dette gir et historisk gjennomsnitt på 12,4 %, noe som jeg mener er et bra



anslag for fremtiden. Kundefordringene er satt til 12,5 % av salgsinntektene for fremtidige perioder. Salgsinntektene er et bra anslag på hvordan kundefordringene utvikler seg (Koller 2005), da dette gir en korrelasjon mellom salgsinntektene på 0,87 noe som er tilstrekkelig høyt for å bruke salgsinntektene som driver.

Andre kortsiktige fordringer er en mindre del av omløpsmidlene. Denne utgjør i underkant av 2 % av salgsinntektene. For fremtiden er det valgt å la denne ligge på 1,5 % av salgsinntektene i eksplisitt periode. Valget er basert på historiske tall og hva som antas om utviklingen av denne posten i fremtiden.

Posten verdi terminkontrakter er knyttet til bedriftens sikring i forhold til valutakurser. Denne posten har kommet inn i regnskapet som følge av konsernets overgang til regnskapsstandarden IFRS. Det er vanskelig å bedømme hva denne posten kommer til å ligge på i fremtiden da ingen vet noe om valutautviklingen. Konsernet opererer i mange markeder og i så måte kan en lavere valutakurs i et marked bli motvirket av en høyere kurs i et annet marked. Valutamarkedets svingninger er vanskelig å forutse, derfor har jeg valgt å la posten verdi terminkontrakter være på 100 millioner i hele eksplisitt periode. Det er derfor ikke justert denne mot noe forholdstall, og sier at verdien er tilnærmet lik det den var i 2005 (93 mill.). Det bør også legges vekt på at bedriften ikke bruker kontraktene til å spekulere i valutakurser med, men benyttes kun til sikring av budsjett priser (i sammenheng med valutakurs).

Den siste posten av konsernets omløpsmidler er kontanter og bankinnskudd. Konsernet har per i dag mye penger på konto og utgjør ved utgangen av 2005 213 millioner kroner hvilket er 10 % av salgsinntektene. Salgsinntekter er valgt som driver for denne posten, dette gjøres fordi det er en klar sammenheng med likvide midler og bedriftens økende operasjonelle inntekter. Ved bruk av korrelasjonsanalyse fremkommer det at posten korrelerer med over 0,9 med salgsinntektene. Antar derfor at denne posten vil ligge på rundt 10 % av salgsinntektene også i fremtiden.

Oppsummeringen av forholdstallene til omløpsmidlene blir dermed som følger i perioden etter historisk periode:

<b>Omløpsmidler:</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>e. Eksplisitt</b>
Varelager	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400

Kundefordringer	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
Andre kortsiktige fordringer	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Verdi terminkontrakter	0,040	0,037	0,034	0,032	0,030	0,028	0,027
kontanter og bankinnskudd	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100

Tabell 10- Forholdstall omløpsmidler eksplisitt periode

#### Egenkapital og gjeld, innskutt egenkapital

Etter en emisjon i 2004 har ikke innskutt egenkapital endret seg noe. Den er for tiden på 36,827 millioner kroner. Antar at denne vil ligge på samme nivå i tiden fremmover siden det ikke antas noen ny emisjon. Firmaet har nok penger til investeringer og har i så måte ikke noe behov for en emisjon og tilførsel av ny innskutt egenkapital ved eventuelle nyinvesteringer. For balanseposten egne aksjer forventes det heller ingen endring slik at de blir stående på samme nivå som i dag med en et underskudd på 101.000 kroner i egne aksjer. For overkursfondets del er det heller ikke forutsett noen endring siden jeg ikke forventer noen emisjon som vil gi konsernet kapital. Verdien på overkursfondet er per i dag er 386.320 millioner kroner og blir stående med samme sum i fremtiden.

#### Egenkapital og gjeld, opptjent egenkapital

Balanseposten fond for verdiendringer er valgt sett bort fra. Dette er en post som ble brukt i forbindelse med overgangen til IFRS. Denne posten har samme størrelse som verdi terminkontrakter i 2003 og 2004. ved å ta de to postene ut av de integrerte dataene får det ingen følger for regnskapets balanse. Det får ingen følger for verdsettelsen. Sikringsreservene er heller ikke beregnet i den videre verdsettelsen. Sikringsreservene er for sikring av akkumulerte nettoendringer i virkelig verdi av kontantstrømmer relatert til sikrede transaksjoner som ennå ikke har funnet sted (Ekornes 2005). Sikringsreservene er det vanskelig å si noe om i fremtiden, posten er derfor valgt å la inngå i annen egenkapital i fremtiden. Posten omregningsdifferanse består av alle valutadifferanser som fremkommer ved omregning av bedriftens utenlandske regnskaper, samt valutadifferanser fra omregning av gjeld som sikrer konsernets netto investeringer i utenlandske datterselskaper (Ekornes 2005). Omregningsdifferanser er vanskelig for utenforstående å si noe om og er dermed tatt bort. Dette er uansett en liten post som ikke vil få noen praktisk betydning for verdsettelsen.

Posten annen egenkapital er en stor og viktig post. Denne har øket med 91 % i historisk periode. Posten er en balanse størrelse som inneholder annen egenkapital hvor det årlig blir lagt til en differanse som tilsvarer årets resultat subtrahert avsatt utbytte. Metoden for beregning av utbytte er brukt for beregning av annen egenkapital i fremtiden. Dette betyr at annen egenkapital blir øket årlig med differansen mellom resultat og utbytte. Dette er gjort på bakgrunn av store utbyttebetalinger med en valgt faktor på 0,85 av års resultat for årene i eksplisitt periode.

#### Egenkapital og gjeld, forpliktelse og langsiktig gjeld

Langsiktige pensjonsforpliktelser er forpliktelser basert på en ytelsesplan til de ansatte hvor årlige tilføyelser blir lagt til. Denne planen gjelder kun norske ansatte da de utenlandske selskapene i konsernet kostnadsfører disse forpliktelsene. Avsatt til pensjon i 2005 var 1,6 % av lønn og sosiale kostnader. Jeg tror denne vil ligge på samme nivå også i fremtiden og den øker da årlig sammen med økningen i lønn og sosiale kostnader. Gjennomsnittet for historisk periode er 1,7 % hvor den i 2004 og 2005 var på 1,6 %. Denne opptjente pensjonsforpliktelsen utgjør i midlertidig 67,321 millioner kroner i 2005 og det er denne størrelsen som blir ført i den endelige verdsettelsen som et krav på bedriftens kapital (Koller 2005).

Den utsatte skatten utgjorde 24,2 % av skattekostnaden for året 2005. Denne posten forventes å ligge på samme nivå også i fremtiden. Det er derfor valgt å bruke 2005 som et basisår for denne posten for beregninger i eksplisitt periode. Posten har variert i noen år fra å utgjøre 8,7 % i 2002 til 31 % i 2004, likevel er dette en post som er vanskelig for utenforstående å verdsette på en god måte. Uansett vil ikke denne posten få store konsekvenser for verdsettelsen da utsatt skatt er en post som i praksis aldri blir betalt slik at den ikke blir vurdert som et krav på bedriftens kapital ved de endelige verdsettelses beregninger.

Ekornes er et konsern med lite gjeld. Den langsiktige gjelden utgjør for 2005 50,775 millioner kroner. Verdien er valgt brukt som et krav på konsernets kapital ved verdsettelsen av Ekornes konsernet. Det er ikke brukt tid på å finne markedsverdier for denne posten da det antas at kreditt risikoen til konsernet har endret seg noe, i tillegg forutsettes det at renten holder seg rimelig stabil sammenliknet med perioden gjelden har eksistert. Gjelden verdsettes på

bakgrunn av bokført verdi da det er et bra anslag for markedsverdier for Ekornes' vedkommende.

#### Egenkapital og gjeld, kortsiktig gjeld

Forholdstallene og fordelingen for den kortsiktige gjelden er gjengitt i tabellen nedenfor:

<b>Kortsiktig gjeld:</b>	<b>2 001</b>	<b>2 002</b>	<b>2 003</b>	<b>2 004</b>	<b>2 005</b>	<b>Driver</b>
Leverandørgjeld	0,178	0,182	0,184	0,161	0,208	leverandørgjeld/cogs
Utbytte	0,608	0,833	1,462	0,825	0,911	årets resultat
Skyldig offentlige avgifter	0,004	0,012	0,018	0,016	0,016	salgsinnt.
Betalbar skatt	0,223	0,221	0,189	0,280	0,214	annen
Annen kortsiktig gjeld	0,054	0,063	0,061	0,061	0,069	kortsiktig/salgsinntekter

Tabell 11-Forholdstall kortsiktig gjeld historisk periode

<b>Kortsiktig gjeld:</b>	<b>2 006</b>	<b>2 007</b>	<b>2 008</b>	<b>2 009</b>	<b>2 010</b>	<b>2 011</b>	<b>e. eksplisitt</b>
Leverandørgjeld	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
Utbytte	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850
Skyldig offentlige avgifter	0,014	0,013	0,012	0,012	0,011	0,010	0,010
Betalbar skatt	0,289	0,295	0,293	0,293	0,293	0,309	
Annen kortsiktig gjeld	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070

Tabell 12-Forholdstall kortsiktig gjeld Eksplisitt- og etter eksplisitt periode

Leverandørgjelden til konsernet har i historisk periode hatt et gjennomsnitt på 18,4 % av vareforbruket. Gjelden har imidlertid variert noe fra 17,8 % til 20,8 %, men en kan se av regnskapet at den varierer i takt med vareforbruket. Det antas at vareforbruket er et bra forholdstall da det er en sammenheng mellom hva en kjøper inn og hva en forbruker av varer. Det valgte forholdstallet i forhold til vareforbruket vil være 20 % i eksplisitt periode og det er laget en balanse hvor leverandørgjelden stiger i takt med vareforbruket og konsernets operasjoner.

Konsernet betaler ut en del av års resultatet i utbytte. Konsernet har et uttalt mål om å betale minimum 30 til 50 % av resultatet etter skatt til eierne som utbytte. Utbyttebetalingene har i hele den historiske perioden vært større enn dette. I 2001 var utbetalingen på ca 60 % av års resultatet, mens den i 2003 var på 140 % av resultatet. De siste årene har det vært mer stabilt

der det har ligget på mellom 80 og 90 %. Det er i modellen gått utefra at konsernet betaler ut 85 % av overskuddet til utbytte. Dette er gjort på bakgrunn av de siste års utbetalinger samtidig som det antas noen store investeringsprosjekter i den eksplisitte perioden.

Beregningene for utbytte vil dermed se sånn ut:

<b>ÅR</b>	<b>2 006</b>	<b>2 007</b>	<b>2 008</b>	<b>2 009</b>	<b>2 010</b>	<b>2 011</b>	<b>e. eksplisitt</b>
IB Tilbakeholdt overskudd-annen EK	772 857	824 181	879 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267
års resultat	342 157	367 476	394 767	424 480	456 423	490 761	501 223
utbytte	290 834	312 355	335 552	360 808	387 959	417 146	426 039
UB tilbakeholdt overskudd-annen EK	824 181	879 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267	1 219 450

Tabell 13- Utbytteberegninger eksplisitt periode

Tilbakeholdt overskudd/annen EK er beregnet som årets tilbakeholdte overskudd + bokført annen EK fra tidligere år (Koller 2005). Dette gir grunnlag for annen Ek i balansen.

Skyldige offentlige avgifter posten er en liten post. Skyldige offentlige avgifter ligger på mellom 1 og 2 % av salgsinntektene. For året 2005 var denne 36,175 millioner kroner og det antas at den kommer til å ligge på samme nivå også i fremtiden, derfor vil denne verdien videreføres også i eksplisitt periode. Grunnen til videreføringen er at det ikke forventes at posten verken skal øke eller synke nevneverdig i løpet av perioden.

Den betalbare skatten er beregnet ved å ta årets skattekostnad og justert denne for endring i utsatt skatt. Dette har gitt en betalbar skatt på mellom 20 og 30 % av resultat før skatt. Det forventes at den betalbare skatten vil øke som en følge av økt skattekostnad og ingen nevneverdig økning i utsatt skatt. En valgt sats på rundt 29 % av resultat før skatt i fremtiden er dermed sannsynlig.

Beregningene for annen kortsiktig gjeld er satt i sammenheng med salgsinntektene. Utefra en analyse av gjennomsnittet har denne ligget på et gjennomsnitt på over 6 % av salgsinntektene i historisk periode. Salgsinntektene er den beste faktoren med hensyn til driver (Koller 2005). En kan utefra historiske data i balansen se at disse størrelsene beveger seg i samme retning. Det er valgt å la denne faktoren ligge på 7 % av salgsinntektene i perioden fremmover. Dette

er litt høyere enn snittet, men det antas at konsernets økte aktivitet vil få en innvirkning på posten annen kortsiktig gjeld.

Den siste posten i gruppen kortsiktig gjeld er ny gjeld. Denne har jeg utelatt fra beregninger av forholdstall. Grunnen til at denne faktoren er med er på grunn av at beregningene trenger en utjevningsspost, det vil si at den skal sørge for at regnskapet skal gå opp (Koller 2005). Den tilsvarende utjevningssposten under eiendeler er ikke driftsavhengige penger. Den nye gjelden er beregnet på bakgrunn av differansen mellom eiendeler og finansieringssiden. Konsernets vekst i eiendeler og relativt høye utbyttebetalinger har gjort at bedriften må ta opp ny gjeld. Da det er usikkert hvilke type gjeld dette er, og det er valgt å legge den sammen med kortsiktig gjeld slik at det ikke foreligger noen rentebetalinger av denne. Gjelden har i løpet av perioden steget til over 187 millioner kroner. Dette er mye, men for et konsern med den omsetningen og veksten vi ser her er det mulig for gjelden å stige til dette nivå. En kan eventuelt betale ut litt mindre i utbytte for å unngå å pådra seg denne gjelden.

	Estimert 2006	Estimert 2007	Estimert 2008	Estimert 2009	Estimert 2010	Estimert 2011	Estimert e.ekspl periode
<b>Balanse</b>							
<b>EIENDELER</b>							
<b>Annleggsmidler:</b>							
Driftsmidler aktiverte							
lisenskostnader	3 859	4 149	4 460	4 794	5 154	5 541	5 707
Tomter, bygninger m. m	544 013	584 814	628 675	675 825	726 512	781 000	804 430
Maskiner og utstyr	273 887	294 429	316 511	340 249	365 768	393 200	404 996
Driftsløsøre, inventar	44 875	48 241	51 859	55 749	59 930	64 424	66 357
sum driftsmidler	866 634	931 632	1 001 504	1 076 617	1 157 363	1 244 166	1 281 491
Langsiktige plasseringer:							
Andre langsiktige plasseringer	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517
Sum langsiktige plasseringer	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517
Sum anleggsmidler	888 151	953 149	1 023 021	1 098 134	1 178 880	1 265 683	1 303 008
<b>Omløpsmidler:</b>							
Varelager	227 840	259 899	279 391	300 346	322 872	347 087	357 500
Kundefordringer Andre kortsiktige fordringer	314 800	338 410	363 791	391 075	420 406	451 936	465 494
Verdi terminkontrakter kontanter og bankinnskudd	37 776	40 609	43 655	46 929	50 449	54 232	55 859
Ikke driftsavhengige penger	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
	251 840	270 728	291 033	312 860	336 325	361 549	372 395

Sum omløpsmidler	932 256	1 009 646	1 077 870	1 151 210	1 230 050	1 314 804	1 351 248
SUM EIENDELER	1 820 407	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256
Sum eiendeler justert	1 820 407	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256

## EGENKAPITAL OG GJELD

### Egenkapital:

Innskutt egenkapital

Aksjekapital	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827
Egne aksjer	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)
Overkursfond	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320
Annen innskutt egenkapital							
Sum Innskutt egenkapital	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046

Opptjent egenkapital:

Fond for verdiendringer

Sikringsreserve

Omregningsdifferanse

Annen egenkapital	824 181	879 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267	1 219 450
Sum opptjent egenkapital	824 181	879 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267	1 219 450
Sum egenkapital	1 247 227	1 302 348	1 361 563	1 425 235	1 493 699	1 567 313	1 642 496

### Forpliktelser og langsiktig gjeld:

Langsiktig

pensjonsforpliktelse	11 792	12 272	13 192	14 182	15 245	16 389	16 880
Utsatt skatt	36 609	40 027	42 999	46 236	49 715	53 455	54 595
Langsiktig gjeld	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775
Sum langsiktig gjeld	99 176	103 073	106 966	111 192	115 735	120 619	122 250

Kortsiktig gjeld:

Leverandørgjeld	113 920	129 949	139 696	150 173	161 436	173 543	178 750
Utbytte							
Skyldig offentlige avgifter	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175
Betalbar skatt	154 065	168 516	180 332	193 945	208 539	224 227	226 327
Annen kortsiktig gjeld	176 288	189 510	203 723	219 002	235 427	253 084	260 677
Ny gjeld	11 440	33 223	72 436	113 622	157 921	205 526	187 582
Sum Kortsiktig gjeld	491 888	524 150	559 925	599 295	641 577	687 030	701 928
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 838 290	1 929 572	2 028 454	2 135 722	2 251 010	2 374 961	2 466 674
Sum egenkapital og gjeld justert	1 838 290	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256

Tabell 14-Balanse fremtidige verdier

## FCF beregninger

Neste ledd i verdsettelsen er å identifisere den frie kontantstrømmen som gir grunnlaget for beregning av den diskonterte kontantstrømmen til bedriften. FCF er beregnet på bakgrunn av de integrerte dataene presentert i det forrige avsnittet. I denne delen av oppgaven benyttes driftsinntektene og justerte driftsutgifter noe som resulterer i NOPLAT. Ved å justere NOPLAT videre for endringer i arbeidskapital og annleggsmiddel dette resultere i FCF (frie kontantstrømmer).

## NOPLAT

Beregningene til NOPLAT er gjengitt i tabellen nedenfor.

Årstall	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Estimert 2006
<b>Driftsinntekter og driftskostnader:</b>							
Salgsinntekter	1 528 348	1 708 155	1 827 165	2 010 922	2 245 502	2 290 418	2 518 400
Andre driftsinntekter	7 537	1 650	1 141	1 522	2 041	1 094	1 000
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 535 885</b>	<b>1 709 805</b>	<b>1 828 306</b>	<b>2 012 444</b>	<b>2 247 543</b>	<b>2 291 512</b>	<b>2 519 400</b>
Vareforbruk	(459 939)	(494 862)	(479 142)	(525 209)	(516 200)	(546 748)	(569 600)
Lønn og sosiale kostnader	(392 975)	(440 201)	(488 744)	(531 121)	(605 927)	(638 898)	(728 400)
Ordinære avskrivninger	(42 708)	(54 320)	(61 105)	(72 051)	(83 850)	(86 920)	(90 800)
Andre driftskostnader	(354 395)	(402 194)	(429 625)	(475 518)	(553 611)	(591 479)	(641 200)
Driftsavhengige leasede eiendommer	393	393	393	393	393	393	393
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>(1 249 625)</b>	<b>(1 391 185)</b>	<b>(1 458 224)</b>	<b>(1 603 507)</b>	<b>(1 759 196)</b>	<b>(1 863 653)</b>	<b>(2 029 608)</b>
<b>Justert driftsresultat</b>	<b>286 261</b>	<b>318 621</b>	<b>370 083</b>	<b>408 938</b>	<b>488 348</b>	<b>427 860</b>	<b>489 793</b>
<b>Driftsavhengige skatter</b>	<b>(83 559)</b>	<b>(94 509)</b>	<b>(110 794)</b>	<b>(120 164)</b>	<b>(156 916)</b>	<b>(137 066)</b>	<b>(150 179)</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>202 702</b>	<b>224 111</b>	<b>259 289</b>	<b>288 774</b>	<b>331 431</b>	<b>290 793</b>	<b>339 613</b>

Tabell 15 - NOPLAT historisk

Årstall	Estimert 2007	Estimert 2008	Estimert 2009	Estimert 2010	Estimert 2011	Estimert Etter eksplisitt periode
<b>Driftsinntekter og driftskostnader:</b>						
Salgsinntekter	2 707 280	2 910 326	3 128 600	3 363 245	3 615 489	3 723 954
Andre driftsinntekter	1 001	1 001	1 002	1 002	1 003	1 003
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2 708 281</b>	<b>2 911 327</b>	<b>3 129 602</b>	<b>3 364 247</b>	<b>3 616 491</b>	<b>3 724 957</b>
Vareforbruk	(649 747)	(698 478)	(750 864)	(807 179)	(867 717)	(893 749)
Lønn og sosiale kostnader	(758 038)	(814 891)	(876 008)	(941 709)	(1 012 337)	(1 042 707)
Ordinære avskrivninger	(95 330)	(102 480)	(110 165)	(118 428)	(127 310)	(136 858)



Andre driftskostnader	(676 820)	(727 582)	(782 150)	(840 811)	(903 872)	(930 988)
Driftsavhengige leasede eiendommer	393	393	500	500	500	500
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>(2 179 543)</b>	<b>(2 343 038)</b>	<b>(2 518 688)</b>	<b>(2 707 627)</b>	<b>(2 910 736)</b>	<b>(3 003 802)</b>
<b>Justert driftsresultat</b>	<b>528 738</b>	<b>568 289</b>	<b>610 914</b>	<b>656 621</b>	<b>705 755</b>	<b>721 154</b>
<b>Driftsavhengige skatter</b>	<b>(164 277)</b>	<b>(176 396)</b>	<b>(189 716)</b>	<b>(204 066)</b>	<b>(219 494)</b>	<b>(224 052)</b>
<b>NOPLAT</b>	<b>364 460</b>	<b>391 893</b>	<b>421 199</b>	<b>452 554</b>	<b>486 261</b>	<b>497 102</b>

Tabell 16-NOPLAT Eksplisitt og periode e. eksplisitt

Det er benyttet de samme driftsinntektene og driftsutgiftene som presentert i det integrerte datasettet. Det som er forskjellig fra det ordinære års resultat er at under beregning av NOPLAT bruker et justert driftsresultat samtidig som ikke operasjonelle kontantstrømmer er tatt bort, også de knyttet til skatter. Dette justerte driftsresultatet er justert for leasing av eiendeler. Grunnen til at en justerer det for leasing er fordi at ved å leie isteden for å kjøpe tar bort eiendelen fra balansen. Dette vil føre til en kunstig høy ROIC slik at det vil gi misvisende resultat av konsernets avkastning på investert kapital. I de videre beregningene av NOPLAT legges derfor utgiftene ved å eie isteden for å leie til, som om en hadde lån på eiendelen. Dette gjøres på en sånn måte at en får renteutbetalinger på lånet som verdsettes som en ikke operasjonell kontantstrøm på dette lånet. Rentebetalingene på de leasede bygningene taes da ut fra FCF beregningene og verdsettes som ikke operasjonelle kontantstrømmer.

Etter beregning av det justerte driftsresultatet må vi se hvilke skatter som er en del av det operasjonelle resultatet (Koller 2005). Skatten er justert fra års resultatet slik at det er trukket fra skatteskjoldet på finanskostnadene og skatteskjold på renteutgiftene på det leasede utstyret. Skatten er justert ned med 28 % på de størrelsene. Skatten må taes ut fordi en har skattefradrag på renteutgifter med 28 %. Justeringen av skatten på det operasjonelle resultatet til konsernet blir dermed som gitt i tabell 17 og 18. En vil etter disse justeringene sitte igjen med NOPLAT.

<b>Skatt på drift og finansposter</b>	<b>2 000</b>	<b>2 001</b>	<b>2 002</b>	<b>2 003</b>	<b>2 004</b>	<b>2 005</b>	<b>2 006</b>
skattekostnad	(85 432)	(96 548)	(114 908)	(121 112)	(157 860)	(138 359)	(151 000)
skatteskjold på finanskostnader	1 763	1 929	4 004	838	834	1 183	711
skatt på finansinntekter							

skatteskjold på leasede utstyr	110	110	110	110	110	110	110
<b>Skatt på operasjonelt resultat</b>	<b>(83 559)</b>	<b>(94 509)</b>	<b>(110 794)</b>	<b>(120 164)</b>	<b>(156 916)</b>	<b>(137 066)</b>	<b>(150 179)</b>

Tabell 17- Skatt på operasjonelt resultat og finansposter historisk

<b>Skatt på drift og finansposter</b>	<b>2 007</b>	<b>2 008</b>	<b>2 009</b>	<b>2 010</b>	<b>2 011</b>	<b>e. Eksplisitt periode</b>	
skattekostnad	(165 098)	(177 359)	(190 709)	(205 059)	(220 487)	(225 187)	
skatteskjold på finansposter	711	853	853	853	853	995	28 %
skatt på finansinntekter							
skatteskjold på leasede utstyr	110	110	140	140	140	140	28 %
<b>Skatt på operasjonelt resultat</b>	<b>(164 277)</b>	<b>(176 396)</b>	<b>(189 716)</b>	<b>(204 066)</b>	<b>(219 494)</b>	<b>(224 052)</b>	

Tabell 18- Skatt på operasjonelt resultat og finansposter Fremtid

En kan utefra beregningene gitt i tabell 15 og 16 se at NOPLAT har øket mye gjennom både historisk og eksplisitt periode. NOPLAT har hatt en positiv utvikling i alle år bortsett fra i 2005 da en hadde en nedgang i salgsinntektene samtidig som driftskostnadene var større enn tidligere år. I eksplisitt periode har NOPLAT øket frem til et normalår etter 2011, hvor den ligger på et nivå som antas å være representativt for et normalår etter eksplisitt periode.

## Annleggsmidler og arbeidskapital

I den videre beregningen av FCF må avskrivninger legges til, dette er på grunn av at det ikke er noen reell kontantstrøm knyttet til avskrivningene (Koller 2005). Avskrivningene er lagt til i sin helhet, slik at avskrivningene er lik avskrivningene i det opprinnelige års resultatet.

For at FCF beregningene skal bli riktig er endringer i arbeidskapital og annleggsmiddel tatt med. Dette gjør en for å se hvilke kontantstrømmer som går inn og ut av konsernet som følge av utgifter knyttet til endring av annleggsmiddel og arbeidskapital i løpet av året.

Endring annleggsmiddel

Beregningene knyttet til endring i anleggsmidler er gjengitt i tabellen nedenfor (tabell 19):

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
IB driftsmidler	400 000	427 702	536 229	624 240	724 134	753 442
investeringer	70 410	162 847	149 116	171 945	113 158	121 659
Avskrivninger	(42 708)	(54 320)	(61 105)	(72 051)	(83 850)	(86 920)
Ub driftsmidler	427 702	536 229	624 240	724 134	753 442	788 181
brutto investeringer	27 702	108 527	88 011	99 894	29 308	34 739

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	e.eksplisitt
IB driftsmidler	788 181	866 634	931 632	1 001 504	1 076 617	1 157 363	1 244 166
investeringer	169 253	160 327	172 352	185 278	199 174	214 112	174 183
Avskrivninger	(90 800)	(95 330)	(102 480)	(110 165)	(118 428)	(127 310)	(136 858)
Ub driftsmidler	866 634	931 632	1 001 504	1 076 617	1 157 363	1 244 166	1 281 491
brutto investeringer	78 453	64 998	69 872	75 113	80 746	86 802	37 325

Tabell 19- Endring anleggsmidler

Endringene i AM har gjennom historisk periode øket mye. Mye av endringene i de første årene kan tilskrives byggingen av ny fabrikk i denne perioden. I eksplisitt periode har AM også steget. Dette er på grunn av at avskrivningene har vært store slik at en må investere for å opprettholde den aktiviteten en ønsker å ha. Investeringene har øket i alle årene mer en avskrivningene, dette er normalt for et konsern i vekst slik som Ekornes. Det er imidlertid gjort justeringer i investeringene slik at de nærmer seg avskrivningene i normalåret etter 2011 da dette er en mer normal tilnærming på lang sikt (Koller 2005).

#### Endring arbeidskapital

For å beregne posten endring arbeidskapital trenger en endring i omløpsmiddel, Dette gjøres ved å bruke endring i alle omløpsmiddel, det er ikke skilt ut noen som ikke operasjonelle omløpsmiddel. Ved å trekke den kortsiktige gjelden fra omløpsmidlene knyttet til det operasjonelle resultatet, i mitt tilfelle leverandørgjeld, får en endring i arbeidskapital. Grunnen til at den andre kortsiktige gjelden ikke er tatt med i disse beregningene er at de ikke er knyttet til de operasjonelle aktivitetene til bedriften. Det kan være vanskelig å skille dette da det kan være operasjonelle enheter i foreksempel annen kortsiktig gjeld. Det er i beregningene

antatt at det kun er leverandørgjeld som er knyttet til konsernets operasjonelle resultat.

Beregningene av endring arbeidskapital blir som gitt nedenfor (tabell 20):

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
IB Omløpsmidler investeringer i OM	544 628	543 253	644 739	648 168	738 822	
Penger til overs endring	-	-	-	-	-	-
leverandørgjeld	(21 882)	(839)	9 019	(13 341)	30 473	
Ub Omløpsmidler	543 253	644 739	648 168	738 822	866 885	
Endring arbeidskapital	20 507	102 325	(5 590)	103 995	97 590	

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	e.eksplisitt
IB Omløpsmidler investeringer i OM	866 885	932 256	1 009 646	1 077 870	1 151 210	1 230 050	1 314 804
Penger til overs endring	-	-	-	-	-	-	-
leverandørgjeld	335	16 029	9 746	10 477	11 263	12 108	5 206
Ub Omløpsmidler	932 256	1 009 646	1 077 870	1 151 210	1 230 050	1 314 804	1 351 248
Endring arbeidskapital	65 036	61 361	58 477	62 863	67 578	72 646	31 238

Tabell 20-Endring arbeidskapital

Omløpsmidlene har steget gjennom hele den historiske perioden og antas å fortsette å stige gjennom den fremtidige perioden. OM har variert i oppgang og nedgang i historisk periode, i modellen vil denne veksten få et tydeligere mønster i eksplisitt periode. Det som har øket veksten i arbeidskapitalen litt er endringen i leverandørgjeld. Noen år har gjelden blitt redusert slik at konsernet har fått en kontantstrøm ut av konsernet hvilket har ført til en økning i arbeidskapitalen og en tilsvarende reduksjon i FCF. Endring i arbeidskapital posten kan det være vanskelig å estimere da den inneholder mange størrelser som hver for seg kan utvikle seg forskjellig. Det forutsettes at det er kommet frem til en naturlig størrelse for denne i fremtiden.

## FCF

Som en ser av beregningene av de frie kontantstrømmene i tabell 21 har kontantstrømmene i historisk periode vært litt opp og ned. Fra å være på et meget lavt nivå i 2001 og 2002 på mellom 60 og 90 millioner kroner til å bli meget større i 2003 hvor FCF var oppe i over 194

millioner kroner. Dette er helt naturlig da enkelte store endringer i AM og arbeidskapital kom i løpet av disse årene. Store investeringer kan enkelte år føre til at kapital strømmer ut av konsernet samtidig som en kan få en voldsom økning i kapital innstrømming når investeringene ikke er like store etter en slik anleggsperiode. Dette har vært tilfelle for Ekornes. Konsernet har foretatt store investeringer på anleggssiden samtidig som omløpsmidlene og leverandørgjelden også har forandret seg i denne perioden. De siste årene i historisk periode har vært gode år for konsernet, FCF har ligget på opp mot 200 millioner og dagens utsikter for 2006 viser at denne kan komme over 200 millioner allerede i 2006. I midlertidig var 2005 et dårligere år enn tidligere mye på grunn av sviktende salg.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
NOPLAT	202 702	224 111	259 289	288 774	331 431	290 793	339 613
Avskrivinger	42 708	54 320	61 105	72 051	83 850	86 920	90 800
Kontantstrøm- Ordinær	245 410	278 431	320 394	360 825	415 281	377 713	430 413
Endring i omløpsmiddel	-	20 507	102 325	(5 590)	103 995	97 590	65 036
Endring i annleggsmiddel	70 410	162 847	149 116	171 945	113 158	121 659	169 253
<b>Frie kontantstrømmer</b>	<b>175 000</b>	<b>95 077</b>	<b>68 953</b>	<b>194 470</b>	<b>198 128</b>	<b>158 464</b>	<b>196 124</b>
Roic (omløpsmidler+driftsmidler)		20,76 %	20,43 %	21,04 %	22,21 %	17,57 %	18,88 %
Roic (hvor kg og operating lease er trukket fra)		38,44 %	39,85 %	31,05 %	32,52 %	25,35 %	28,00 %
ROA		29,62 %	29,47 %	30,64 %	30,11 %	26,59 %	26,97 %
WACC		12,93 %	12,59 %	12,74 %	12,82 %	12,69 %	12,71 %
Economic Profit		24,99 %	26,73 %	17,77 %	19,17 %	12,12 %	14,76 %

	2007	2008	2009	2010	2011	e. Eksplisitt
NOPLAT	364 460	391 893	421 199	452 554	486 261	497 102
Avskrivinger	95 330	102 480	110 165	118 428	127 310	136 858

Kontantstrøm- Ordinær	459 790	494 372	531 364	570 982	613 571	633 960
Endring i omløpsmiddel	61 361	58 477	62 863	67 578	72 646	31 238
Endring i annleggsmiddel	160 327	172 352	185 278	199 174	214 112	174 183
<b>Frie kontantstrømmer</b>	<b>238 102</b>	<b>263 543</b>	<b>283 223</b>	<b>304 230</b>	<b>326 813</b>	<b>428 539</b>
Roic (omløpsmidler+driftsmidler)	18,77 %	18,85 %	18,91 %	18,96 %	19 %	19 %
Roic (hvor kg og operating lease er trukket fra)	27,55 %	27,50 %	27,56 %	27,50 %	27,44 %	27,15 %
ROA	27,73 %	28,36 %	28,95 %	29,52 %	30,08 %	29,59 %
WACC	12,72 %	12,77 %	12,77 %	12,79 %	12,80 %	
Economic Profit	14,29 %	14,19 %	14,24 %	14,17 %	14,10 %	

Tabell 21- FCF og ROIC historisk og eksplisitt- og perioden etter eksplisitt periode

For den eksplisitte perioden antas det at salget vil ta seg opp samtidig som marginene vil holde seg på samme nivå som tidligere hvor ROIC har ligget på mellom 25 og 40 %. En utjevning rundt 27 % er hva som er antatt i beregningene for de fremtidige periodene tilsier. Dette er meget gode marginer for en produksjonsbedrift, dette er spesielt fordi det antas at konsernets merkenavn Stressless® spesielt vil bidra til at disse marginene vil holde seg en stund. Anslaget for fremtidige frie kontantstrømmer er at de vil fortsette å stige opp mot over 300 millioner grunnet god omsetning og god ROIC. I perioden etter eksplisitt kan vi se av kontantstrømmen at den har steget til over 400 millioner. Dette er mye på grunn av god omsetning, men også for å skape et normalår der investeringene nærmer seg avskrivningene og en generelt tar ut mer av overskuddet. Samtidig vil året etter den eksplisitte perioden gi en NOPLAT som antas å være representativt for den kontinuerlige verdien på konsernet.

## **WACC og markedsinfo**

For å kunne beregne rett verdi på et firma trenger en det vektete avkastningskravet til firmaet. I verdsettelsen er det valgt å beregne avkastningskravet til egenkapitalen ved å benytte meg av CAPM metoden. Lånekapitalen vil bli verdsatt på bakgrunn av balanseførte verdier på

langsiktig gjeld, utsatt skatt, pensjonsforpliktelser og kapitalisert leie for lokalene som en i dag leier. Egenkapitalen har jeg beregnet ved hjelp av børskursen for konsernet ved utgangen av 2005.

## **Beregning av gjeldsgrad og egenkapitalgrad**

Verdien av lånekapitalen er i 2005 på 245 840 000 kroner, denne inkluderer den langsiktige gjelden, utsatt skatt, pensjonsforpliktelser og pantelånet på leien av lokaler. Det langsiktige lånet var balanseført ved utgangen av 2005 til 50,775 millioner kroner og utsatt skatt i 2005 på 33,544 millioner kroner. Pensjonsforpliktelsene hadde en verdi på 67,321 millioner kroner. Ved å benytte formelen presentert tidligere i oppgaven for å verdsette kapitalisert leie vil den kapitaliserte leien få en verdi på 94,2 millioner kroner. Det er antatt en levetid på 30 år, et kapitalkrav tilsvarende resten av lånene på 5 % og leieutgifter på 7,850 millioner. Verdien på 94,2 millioner kroner er tilknyttet leien av lokalene på Hareid, USA og Tynes.

Siden en skal bruke markedsverdier for å bestemme størrelsen på WACC er børsverdien til konsernet brukt for å avgjøre verdien til egenkapitalen. Børsverdien var per 31.12.2005 4 575 500 000 kroner. Denne verdien er eksakt lik markedsverdien på egenkapitalen. Dette er også verdien som verdien fremkommet i oppgaven skal sammenlignes med.

Summerer en verdiene for gjeld og egenkapital vil en få en verdi på konsernet på 4 821 540 000 kroner. Gjeldsgraden vil da bli 5,10 % og egenkapitalgraden vil være 94,90 %. Denne fordelingen av gjeld og egenkapital vil taes med i den videre beregningen av det vektete avkastningskravet.

## **Beregning av WACC**

Egenkapitalkravet er beregnet ved hjelp av CAPM metoden presentert tidligere i oppgaven. Ved bruk av denne metoden ved beregning av avkastningskrav trenger en kursene til aksjen samt data knyttet til markedsutviklingen. Benyttet i oppgaven er aksjekursen til Ekornes fra 05.11.2001 til 03.11 2006 i tillegg er OSEBX indeksen benyttet for å kunne si noe om markedets utvikling og for beregning av relevante størrelser i modellen. OSEBX har i løpet av den analyserte perioden hatt en god utvikling og har fra slutten av 2001 til slutten av 2006 en

annualisert avkastning på over 21 %. Det tilsvarende tallet for Ekornes (uten utbytte) er i overkant av 15 %.

Diskusjon rundt valg av periode og hvorvidt denne gode perioden er representativt for fremtiden er relevant å se nærmere på. Perioden har vært historisk meget god periode, likevel har perioden vært variert med både oppgang og nedgang. Ved å se på kursutviklingen til hovedindeksen og Ekornes ASA de siste fem årene har utviklingen vært god, men samtidig hadde børsen en nedgangsperiode på ca et år mellom sommer 2002 og 2003. Denne perioden kan tydelig sees ved å se på kursutviklingen i figuren i introduksjonen av oppgaven. Etter en dårlig begynnelse av perioden har utviklingen i aksjekursen og hovedindeksen vært jevnt stigende. Siden tidshorizonten i FCF beregningene (2001-2005) har en historisk periode med en sammenfallende horisont lik den ved beregning av WACC og sentrale størrelser som beta, er en horisont av denne lengde et godt anslag for beregning av WACC.

Avkastningen til Ekornes og markedet er beregnet ved å se på de daglige endringene i aksjekursen med 0 som utgangspunkt, hvor negativ endring tilsier en nedgang i kursen og positiv endring betyr kursoppgang. Formelen for utregning er presentert tidligere i oppgaven. Som et mål på den risikofrie renten er det valgt renten på en statsobligasjon fra den norske stat med løpetid frem til juni 2017. Denne har en kupongrente på 4,25 % (DN 15.11.2006). Ved å bruke lange obligasjoner har man en rente som kan brukes i det lange løp. Statsobligasjoner fra den norske stat er i praksis risikofrie slik at statsobligasjoner vil gi et godt bilde på den risikofrie renten. Denne bør justeres for skatteskjold slik at den risikofrie renten vil etter skatteskjoldet utgjøre 3,06 %.

For å finne Beta må en benytte seg av formler for å finne Kovariansen og variansen til markedet. Kovariansen mellom Ekornes og indeksen for de daglige avkastningene er 0,00007488063. Variansen til markedet er 0,000141377. Ved å bruke formelen for Beta får en:

$$\beta = \frac{0,00007488063}{0,000141377} = 0,5296$$

Dette gir en Beta på 0,5296 eller 0,53. Dette tyder på at Ekornes har variert mindre enn markedet i perioden som er testet. Er dette en riktig og god beta. Etter sammenligning med



andres beregninger av beta er antagelsen god. Dagens næringsliv (DN 15.11.2006) presenterer en beta på Ekornes ASA på 0,48, DN's beta er riktig nok basert på 12 mnd. data. Yahoo finance presenterer en beta tilsvarende 0,43 den 7. desember 2006 (<http://uk.finance.yahoo.com/q/tt?s=EKO.OL>), perioden er for beregning er ikke kjent her.

De overstående beregningene gir de tallene som trengs for å finne et egenkapital avkastningskrav på Ekornes. Beta, avkastningen til markedet og den risikofrie renten er fremkommet. Dette vil gi følgende beregning av avkastningskravet på Ek ved hjelp av CAPM:

$$K = 0,0306 + (0,2195 - 0,0306) * 0,5296 = 0,13065$$

Dette gir et avkastningskrav på egenkapitalen på 13,065 %.

Avkastningskravet på gjelden er antatt ligger på 5 %, denne renten er brukt for beregning av alle kostnader knyttet til bedriftens gjeld. Denne renten gjenspeiler dagens rentenivå for en bedrift med god likviditet. Uansett må det store renteforandringene til for å få store svingninger i verdien på Ekornes da bedriften er lite belånt i tillegg til at det er skatteskjold på rentekostnader.

Dette gir følgende WACC beregning:

$$WACC = 5\%(1 - 28\%) * 5,10\% + 13,065\% * 94,90\% = 12,58\%$$

Det vektete kapitalkravet med dagens finansieringsstruktur blir dermed 12,58 %. Dette er et høyt avkastningskrav etter min mening om en ser på bedriftens lave risiko og gode inntjening. Avkastningskravet gjenspeiler likevel dagens situasjon i markedet da en opplever store avkastninger generelt i markedet slik at investorer krever god avkastning på sine investeringer.

## **Verdsettelse**

### **Dcf metode**

Verdsettelsen er klassifisert som omtalt tidligere i oppgaven. Dette betyr at det er skilt mellom de ikke operasjonelle kontantstrømmene og de operasjonelle kontantstrømmene.

Kontantstrømmene vil sammen med andre investeringer utgjøre verdien av totalkapitalen til firmaet. Oppsummering av verdsettelsen kan sees ut av tabell 22.

## Verdsettelse

Verdiene her er i naturlige tall 1 000

Nøkkel faktorer

<b>Ronic</b>	<b>27 %</b>
<b>g</b>	<b>7,5 %</b>
<b>WACC</b>	<b>12,58 %</b>

### Formel for verdi e. eksplisitt periode

$$Continuing\_value_t = \frac{Noplat_{t+1} \left( 1 - \frac{g}{RONIC} \right)}{WACC - g}$$

### Kontantstrømmer operasjonelle aktiviteter

<b>Diskontert eksplisitt</b>	kr	1 051 832 213	
verdi e. Eksplisitt	kr	7 067 289 421	sum operasjonell kontantstrøm
<b>Diskontert e. Eksplisitt periode</b>	kr	3 471 246 150	kr 4 523 078 363

### Kontantstrømmer ikke operasjonelle aktiviteter

Finansposter			
<b>Diskontert eksplisitt</b>	kr	18 519 008	
verdi e. Eksplisitt	kr	113 299 880	
<b>Diskontert e. Eksplisitt periode</b>	kr	55 649 592	
<b>leasing diskontert eksplisitt</b>	kr	1 766 729	sum ikke operasjonell kont. strøm
<b>Leasing diskontert e. Eksplisitt periode</b>	kr	4 834 358	kr 67 567 513

### Andre langsiktige plasseringer

(sykkylvsbrua er utelatt)	kr	13 376 000	sum plasseringer	kr 13 376 000
---------------------------	----	------------	------------------	---------------

### Gjeldshaveres krav på bedrifta

Langsiktig gjeld	kr	50 775 000	
Pensjonsforpliktelser	kr	67 321 000	Sum gjeld og gjeldsekvivalenter
Verdi leasing (KG er tatt inn i endring omløpsmidler)	kr	94 200 000	kr 212 296 000

**Verdi Ekornes** kr 4 604 021 876

**Verdi Ekornes-EK** kr 4 391 725 876

Antall aksjer 31.12.2005 kr 36 828 000

**Verdi pr aksje**

**kr**

**119,25**

#### Tabell 22- verdsettelse

Som vist i tabell 22 er verdien sterkt påvirket av hvilke størrelser verdidriverne i konsernet har. Størrelsen på nøkkeldriverne har vært vanskelig å fastsette, FCF er den nøkkeldriveren i verdsettelsen verdsetteren har kunnet si mest om, mens de to som er brukt for beregning av verdi etter eksplisitt periode (g og RONIC) har vært noe vanskeligere å estimere.

Ved en WACC på 12,58 % vil FCF for den operasjonelle delen av konsernet generere i overkant av 1 mrd kroner. I verdi for firmaet i eksplisitt periode. For perioden etter eksplisitt vil denne diskonterte kontantstrømmen utgjøre nesten 3,5 milliarder kroner.

De ikke operasjonelle kontantstrømmene vil i eksplisitt periode stå for i overkant 18 millioner kroner av verdien om en legger til grunn avkastningskravet som er beregnet. For perioden etter eksplisitt vil det tilsvarende tallet være over 55 millioner kroner. Sammen med overskuddet på finanspostene vil bedriften ha renteutgifter knyttet til det å lease eiendeler, dette vil trekke ned verdien på Ekornes med i overkant av 6,6 millioner kroner totalt for begge periodene.

Ekornes har ikke store inntekter fra andre investeringer. investeringene knyttet til aksjer i andre selskaper, lånet til Sykkylven kommune sammen med forskuddsbaserte royalty inntekter og andre fordringer er ført til balanseført verdi. Det er valgt å se bort fra investeringen i Sykkylvsbrua AS da de ikke har noen rett til overskuddet fra denne investeringen. Derfor er investeringen i broselskapet en sunk kost som de ikke kommer til å få tilbake noen gang.

Punktene beskrevet ovenfor vil utgjøre verdien til totalkapitalen til konsernet. Verdien til Ekornes vil da bli på 4 604 021 876 kroner med de forutsetningene vi har lagt til grunn. Verdien som er av interesse for er markedsverdien til konsernet, det vil si børsverdien. Derfor må gjelden til konsernet trekkes fra for å få verdien på egenkapitalen.

Gjelden utgjør et pantelån, ubetalte pensjonsforpliktelser og verdien/kapitalisert leie på bygningene de leier. Disse verdiene er det vi må trekke fra for å finne børsverdien til konsernet. Gjelden utgjør ved slutten av 2005 kroner 212 296 000. Verdien til egenkapitalen etter fradrag av gjeld var per 31.12 2005 på kroner 4 391 725 876. denne verdien gir en aksjekurs på 119 kroner og 25 øre. Denne verdien er anslaget på verdien til konsernet basert på de driverne valgt ved beregninger basert på DCF-metoden. Verdien på konsernet bør i midlertidig gi grunnlag for mer beregninger for å kunne vurdere hvilken anbefaling en skal ha tilknyttet posisjonen i aksjen.

## Multiplikatormodeller

Ved bruken av multiplikator metoder for verdsettelse må en finne multiplikatorer tilhørende sammenlignbare selskaper for så å bruke disse til beregning av verdien til konsernet som skal verdsettes. Problemet i denne oppgaven er at det ikke er mulig å finne sammenlignbare selskaper, i hvert fall ikke innenfor dette landets grenser. Det konsernet som ligger nærmest opp mot Ekornes er Hjellegjerde ASA. Hjellegjerde har i en del år slitt med dårlig års resultat, hvor det i 2005 var et negativt års resultat. Negative års resultat er ikke noe Ekornes har hatt i historisk periode slik at det i mange tilfeller vil være feil å bruke Hjellegjerde som en sammenligning med Ekornes. Negative resultat vil gi ukorrekte forholdstall for de multiplikatorene som er avhengig av resultatstørrelser som EV/EBIT. Derfor bør ikke denne multiplikatoren benyttes for år 2005. Hjellegjerde hadde i midlertidig et positivt resultat året før, 2004, slik at en kan bruke dette året som utgangspunkt. 2004 kan betegnes som et topp år for Hjellegjerde slik det på mange måter var for bransjen generelt hvor også Ekornes hadde et godt år. EV/EBIT for år 2004 er for Hjellegjerde 13,49. Dette tallet er beregnet på bakgrunn av enterprise value, som er verdien til bedriften totalt med EK og gjeld, hvor pantelånet på 71 millioner samt en aksjekurs på 45 kroner resulterer i en verdi på Hjellegjerde ASA på over 314 millioner kroner. Beregningene og størrelsene kan sees i tabell 24. EBIT var for 2004 på 23,3 millioner kroner hvilket er det beste driftsresultatet Hjellegjerde har generert i den perioden jeg har undersøkt (2000-2005). Ved hjelp av denne multiplikatoren kan vi finne en verdi på Ekornes ved å gange multiplikatoren med Ekornes' driftsresultat for 2004. Dette gir en totalverdi på Ekornes på:

$$13,49 * 487.955.000 = 6.583.285.451$$

En ser at denne verdien er i overkant av hva den er beregnet til tidligere i oppgaven ved bruk av DCF- metoden. Ved å se på Ekornes' egen EV/EBIT multiplikator ligger den under multiplikatoren Hjellegjerde hadde i 2004, og for hele perioden omtalt som historisk periode. En kan av tabellen nedenfor (Tabell 23) se hva EV/EBIT har ligget på for Ekornes:

<b>Nøkkeltall</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
EPS	6,57	7,20	8,56	9,09	8,23
Antall aksjer	33 421 000	34 478 000	34 478 000	36 828 000	36 828 000
Earnings	219 575 970	248 241 600	295 131 680	334 766 520	303 094 440
EV/EBIT	8,678265	8,274981741	10,7819	10,3689	11,1460
Pris aksje	76,50	84,00	123,00	132,00	124,25
P/E	11,64	11,67	14,37	14,52	15,10

Tabell 23- Nøkkeltall Ekornes

Utefra tallene i tabellen bør vi stille oss tvilende til om en kan bruke denne multiplikatoren. Ekornes' EV/EBIT multiplikator er under 13,49 i alle årene i historisk periode, som er Hjellegjerdens EV/EBIT i 2004. Ekornes' multiplikator er faktisk bare så vidt over 10 i 2004. Nå skal det imidlertid sies at i slutten av år 2004 hadde Hjellegjerde en aksjekurs høyt over snittkursen de siste årene og hadde i 2004 en all time high, dette kan være med på å forkludre multiplikatorens signifikans, da dette året var spesielt godt for Hjellegjerde og ikke representerer en normal avkastning for Hjellegjerde (Hjellegjerde 2005). Konklusjonen blir dermed at EV/EBIT ikke er noen god multiplikator med tanke på Hjellegjerdens ujevne resultat. Bruken av multiplikatoren vil uansett kunne gi et anslag på verdien til Ekornes ASA til videre vurdering. Det kan tenkes at Ekornes bør bestrebe seg å nå en EV/EBIT tilsvarende Hjellegjerdens 2004 nivå og at prisen utefra DCF metoden er for lav for Ekornes' vedkommende.

Multiplikator modeller basert på pris er ikke teoretisk riktig med tanke på de store forskjellene knyttet til mellom annet størrelse og kapitalstruktur ved de to firmaene (Dyrnes). Forsøker likevel å se på noen av multiplikatorene for å prøve å kunne gi et verdi anslag på Ekornes. Resultat og beregninger på de forskjellige multiplikatormodellene er gjengitt i tabellen nedenfor (tabell 24).

<b>Beregninger Hjellegjerde</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
---------------------------------	-------------	-------------

EV	kr 269 082 800,00	kr 314 974 500,00
EBIT	kr (11 900 000,00)	kr 23 346 000,00
Earnings	kr (11 792 000,00)	kr 11 592 000,00
EPS	kr (2,18)	kr 2,14
antall aksjer	5 405 100,00	5 405 100,00
kurs 31.12 P	38	45
EK verdi	kr 205 393 800,00	kr 243 229 500,00
bokført gjeld(kun pantelån)	kr 63 689 000,00	kr 71 745 000,00
Omsetning	kr 469 486 000,00	kr 491 955 000,00
Omsetning per aksje	86,85981758	91,01681745
Bokført verdi EK	kr 147 626 000,00	kr 159 472 000,00
Bokført verdi EK per aksje	27,31235315	29,50398698
EV/EBIT	kr (22,61)	kr 13,49
P/B	kr 1,39	kr 1,53
P/E	kr (17,42)	kr 20,98
P/S	kr 0,44	kr 0,49

#### Multiplikatorberegninger

##### Ekornes

EV Ekornes (EV/EBIT)	kr (9 665 883 804)	kr 6 583 285 451
Gjeld	kr 198 473 000	kr 188 862 000
Ek verdi	kr (9 864 356 804)	kr 6 394 423 451
EK verdi / ant.aksjer	kr (268)	kr 174
P basert på Bokført verdi	44	48
P basert på earnings	(143)	191
P basert på salg	27	34

Tabell 24- Nøkkeltall Hjellegjerde og multiplikatorberegninger Ekornes

En kan fra beregningene ovenfor se at Hjellegjerde har et meget varierende års resultat i 2004 og 2005. 2005 beregningene blir i stor grad ødelagt av det negative års resultatet, hvor multiplikatorene EV/EBIT og P/E gir negative verdier. Om en ser på de to øvrige multiplikatorene (P/B og P/S) så gir de en verdi på Ekornes aksje på 27 og 44 kroner. Dette er en del lavere en den verdien jeg har beregnet med DCF- metoden som ga et resultat på 119,25 kroner. Verdianslagene står også i sterk kontrast til 124,25 som er verdien markedet hadde på Ekornes aksjen ved slutten av 2005.

Året 2004 er mer aktuelt å bruke ved et verdianslag av Ekornes, da dette året genererte et overskudd i Hjellegjerde. Verdien til Ekornes aksjen representert ved multiplikatormodellene valgt ligger mellom 34 kroner per aksje og 191 kroner. Dette er et meget stort sprik som en vanskelig kan si fører til et riktig verdianslag på Ekornes aksjen. Likevel vil resultatene gi en

pekepinn på et intervall verdien til Ekornes aksjen vil ligge mellom. Velger likevel å si at multiplikatormodellen gir analysen lite informasjon ved å se på de verdianslagene som er fremkommet. Selskapene er for forskjellige til at en kan benytte seg av verdiene multiplikatormodellene har gitt.

## Validitet

### Sensitivitetsanalyser

For å kunne si noe mer konkret om verdien til konsernet bør en gjennomføre noen analyser som viser hvor stor påvirkning enkelte størrelser har på verdien av konsernet. Størrelsene identifisert som nøkkeldrivere er på mange måter de som er de viktigste (Koller 2005), størrelsene er drivere for verdien. Sammen med WACC er det verdiene på nøkkeldriverne en bør ta en nærmere kikk på i en sensitivitetsanalyse. I tabell 25 er det gjort beregninger av verdien til egenkapitalen ved bruk av de samme beregningene brukt i DCF metoden, men ved å endre det vektete avkastningskravet, veksten (g) og RONIC. I Beregningene vil WACC være de samme for hele perioden, både eksplisitt og perioden etter eksplisitt. (g) og Ronic er kun aktuell ved beregningene av perioden etter eksplisitt periode, dette betyr at i den eksplisitte perioden er ROIC og vekst som brukt i DCF-metoden. Noen av verdianslagene i beregningene vil gi misvisende resultat, hvis foreksempel (g) er større enn WACC vil det resultere i en negativ verdi i formelen for evig vekst, dette vil selvfølgelig ødelegge verdsettelsen. På den annen side er det lite trolig at WACC skal være mindre enn g da WACC vil stige for bedrifter med høy vekst, på bakgrunn av etterspørsel og forventet avkastning. I tabellen er de misvisende resultatene fjernet.

WACC	g	RONIC	verdi	per aksje	WACC	g	RONIC	VERDI	Per aksje
8 %	3 %	14 %	6 025 437	163,61	12 %	10 %	28 %	9 117 067	247,56
8 %	4 %	16 %	6 992 961	189,88	13 %	3 %	14 %	2 757 376	74,87
8 %	5 %	18 %	8 688 373	235,92	13 %	4 %	16 %	2 873 880	78,04
8 %	6 %	20 %	12 166 214	330,35	13 %	5 %	18 %	3 043 197	82,63
8 %	7 %	22 %	22 726 306	617,09	13 %	6 %	20 %	3 279 840	89,06
9 %	3 %	14 %	4 930 635	133,88	13 %	7 %	22 %	3 611 442	98,06
9 %	4 %	16 %	5 505 663	149,50	13 %	8 %	24 %	4 090 156	111,06
9 %	5 %	18 %	6 427 017	174,51	<b>12,58 %</b>	<b>8 %</b>	<b>27 %</b>	<b>4 391 726</b>	<b>119,25</b>
9 %	6 %	20 %	8 017 495	217,70	13 %	9 %	26 %	4 822 141	130,94
9 %	7 %	22 %	11 258 333	305,70	13 %	10 %	28 %	6 056 694	164,46
9 %	8 %	24 %	21 070 666	572,14	14 %	3 %	14 %	2 464 288	66,91
10 %	3 %	14 %	4 151 120	112,72	14 %	4 %	16 %	2 547 348	69,17

10 %	4 %	16 %	4 516 094	122,63	14 %	5 %	18 %	2 668 837	72,47
10 %	5 %	18 %	5 071 596	137,71	14 %	6 %	20 %	2 836 426	77,02
10 %	6 %	20 %	5 943 822	161,39	14 %	7 %	22 %	3 064 969	83,22
10 %	7 %	22 %	7 435 324	201,89	14 %	8 %	24 %	3 381 131	91,81
10 %	8 %	24 %	10 460 842	284,05	14 %	9 %	26 %	3 834 315	104,11
10 %	9 %	26 %	19 602 806	532,28	14 %	10 %	28 %	4 524 462	122,85
11 %	3 %	14 %	3 568 523	96,90	16 %	3 %	14 %	2 016 242	54,75
11 %	4 %	16 %	3 810 836	103,48	16 %	4 %	16 %	2 059 664	55,93
11 %	5 %	18 %	4 169 076	113,20	16 %	5 %	18 %	2 125 702	57,72
11 %	6 %	20 %	4 700 141	127,62	16 %	6 %	20 %	2 216 283	60,18
11 %	7 %	22 %	5 523 584	149,98	16 %	7 %	22 %	2 336 153	63,43
11 %	8 %	24 %	6 922 836	187,98	16 %	8 %	24 %	2 493 718	67,71
11 %	9 %	26 %	9 752 314	264,81	16 %	9 %	26 %	2 703 097	73,40
11 %	10 %	28 %	18 289 424	496,62	16 %	10 %	28 %	2 988 496	81,15
12 %	3 %	14 %	3 117 090	84,64	18 %	3 %	14 %	1 690 656	45,91
12 %	4 %	16 %	3 283 189	89,15	18 %	4 %	16 %	1 713 505	46,53
12 %	5 %	18 %	3 525 300	95,72	18 %	5 %	18 %	1 751 111	47,55
12 %	6 %	20 %	3 871 434	105,12	18 %	6 %	20 %	1 803 509	48,97
12 %	7 %	22 %	4 376 373	118,83	18 %	7 %	22 %	1 872 199	50,84
12 %	8 %	24 %	5 152 861	139,92	18 %	8 %	24 %	1 960 206	53,23
12 %	9 %	26 %	6 466 575	175,59	18 %	9 %	26 %	2 072 540	56,28

Tabell 25- Sensitivitetsanalyse verdi Ekornes

Sensitivitetsanalysen som er utført i tabell 25 skal gi et bilde på hvorledes verdien er påvirket av WACC og nøkkeldriverne i analysen. En kan utefra tabellen se at WACC generelt drar verdien på Ekornes ned ved en økning i avkastningskrav. I tabellen er det naturlig å la veksten i NOPLAT (g) følge veksten i RONIC, dette er fordi veksten kan henge sammen med avkastningen på ny investert kapital. Begrunnelsen knyttet til dette er at Ekornes i dagens marked med sterk vekst har beholdt sin sterke posisjon og ved en eventuell nedgang i veksten (g) vil marginene knyttet til avkastning på investert kapital også bli mindre.

Analysen i tabellen som er presentert ovenfor (Tabell 25) favner bredt. Det vil nok være lenge til en ser avkastningskrav på 18 % på grunn av at firmaet har en beta lavere enn markedsbetaen. Markedet har hatt en eventyrlig avkastning, noe som kan tyde på at en vil få en tilbakegang i markedsavkastningen etter hvert. Dagens WACC er mer en høy nok som den er slik at ved en verdi på rundt 13 % vil den gi et verdianslag på mellom 2,7 milliarder og 6 milliarder alt etter hvorledes g og RONIC utvikler seg. Verdianslaget på Ekornes er ømtålig ikke bare ovenfor WACC, men også nøkkeldriverne. En liten endring i (g) og Ronic vil kunne gi store utslag på verdianslaget på konsernet. Om Ekornes skulle miste sin sterke vekst i NOPLAT (g) og de marginene de har på avkastningen per andel investert kapital vil dette få store konsekvenser i form av en fallende verdi på konsernet. I dagens marked er det mer



sannsynlig at størrelser som (g) og ROIC/RONIC skal gå ned enn opp, dette er fordi Ekornes allerede har meget gode marginer og vekst, noe som kan føre til større konkurranse fra andre firmaer. Ved en tilbakegang i markedet hvor foreksempel (g) går til 6 prosent og RONIC til 20 prosent vil dette påvirke verdien fra mitt anslag med en nedgang på over 800 millioner ved bruk av WACC på 12,58 %. På den annen side er det lite trolig å regne med økning i RONIC og (g) i all fremtid, så en verdi i overkant av 4 milliarder er etter min mening naturlig med tanke på fremtidsutsiktene. Det er mer naturlig med en svekkelse i (g) og ROIC/RONIC enn en bedring, da konsernet for tiden opplever både god vekst og god avkastning. En svekkelse kan begrunnes med bakgrunn i bedriftens strategi og utvikling i utlandet skal slå feil samt økt konkurranse.

Tabellen nedenfor viser hvordan utviklingen i pris kan sees som en endring i nøkkeldriverne g og RONIC. Ved dagens WACC vil dette se slik ut:

dagens nivå WACC, forskjellig g og RONIC

WACC	g	ronic	verdi	per aksje
12,58 %	3 %	14 %	2 899 132,91	78,72
12,58 %	4 %	16 %	3 034 035,11	82,38
12,58 %	5 %	18 %	3 230 096,13	87,71
12,58 %	6 %	20 %	3 506 365,00	95,21
12,58 %	7 %	22 %	3 899 334,43	105,88
12,58 %	8 %	24 %	4 480 060,92	121,65
12,58 %	<b>7,50 %</b>	<b>27 %</b>	<b>4 391 725,88</b>	<b>119,25</b>
12,58 %	9 %	26 %	5 401 113,46	146,66
12,58 %	10 %	28 %	7 053 492,89	191,53

Tabell 26-Sensitivitetsanalyse fast WACC

Om en ser på en WACC lavere en 12,58 % så vil verdien på konsernet bli høyere. Om en legger til grunn en lavere avkastning i markedet, samtidig som Ekornes beholder samme veksten og marginene knyttet til avkastning på ny investert kapital, vil det få stort utslag på verdien på Ekornes. Tabell 27 viser en oppsummering av en situasjon med fallende WACC og dagens (g) og RONIC.

dagens nivå g og RONIC, forskjellig WACC

WACC	g	ronic	verdi	per aksje
8,0 %	7,50 %	27,00 %	46 947 434,99	1 274,78
8,5 %	7,50 %	27,00 %	23 344 478,68	633,88
9,0 %	7,50 %	27,00 %	15 477 210,18	420,26
9,5 %	7,50 %	27,00 %	11 543 855,18	313,45
10,0 %	7,50 %	27,00 %	9 184 059,06	249,38

10,5 %	7,50 %	27,00 %	7 611 037,14	206,66
11,0 %	7,50 %	27,00 %	6 487 596,16	176,16
11,5 %	7,50 %	27,00 %	5 645 139,62	153,28
12,0 %	7,50 %	27,00 %	4 990 002,92	135,49
12,5 %	7,50 %	27,00 %	4 465 987,40	121,27
13,0 %	7,50 %	27,00 %	4 037 330,35	109,63
13,5 %	7,50 %	27,00 %	3 680 190,07	99,93
14,0 %	7,50 %	27,00 %	3 378 060,80	91,73
14,5 %	7,50 %	27,00 %	3 119 152,81	84,70
15,0 %	7,50 %	27,00 %	2 894 820,32	78,60
15,5 %	7,50 %	27,00 %	2 698 579,06	73,28
16,0 %	7,50 %	27,00 %	2 525 470,51	68,57

Tabell 27-Sensitivitetsanalyse fast (g) og RONIC variabel WACC

Som en kan se utefra tabell 27 vil endring av WACC gi store forskjeller da mye av verdianslaget på konsernet er knyttet til formelen for verdi i eksplisitt periode. En kan se at spesielt de første størrelsene har store utslag i verdien når en har forholdsvis lave avkastningskrav. Om en tenker seg at markedets avkastning vil synke til 15 %, hvilket er lik Ekornes årlige avkastning på aksjen uten utbytte de siste 5 årene, vil en utefra CAPM få et EK krav på ca 9,4 % alt annet like. Dette vil gi en WACC på 9,09 %. Dette vil verdsette konsernet til ca 15 milliarder. Om markedets avkastning synker 15 % vil det selvfølgelig få konsekvenser for Ekornes` beta slik at verdien på konsernet vil bli påvirket av endret beta. Modellen gir likevel et brukbart bilde på innvirkningene en lavere WACC vil ha på aksjens verdi.

Om en ser på verdianslaget til konsernet ved å justere markedets avkastning med 5 prosentpoeng i hver retning (17-27) vil dette gi en WACC på mellom 16,3 og 11 prosent. Dette vil alt annet like gi en verdi mellom 2,5 milliarder og 6, 4 milliarder kroner, eller henholdsvis mellom 68 og 176 kroner aksjen. Spørsmålet er om analysene som er gjort i forhold til sensitiviteten har gitt noe ekstra informasjon. Det som er fått frem er at nøkkeldriverne sammen med WACC er utrolig viktig for verdsettelsen. En ser at verdianslaget fra DCF metoden på 119,25 kroner per aksje er 5 kroner mindre en den prisen konsernet hadde den 31.12.2005 i markedet. Dette er lite, og det skal ikke store endringer i WACC eller i driverne for å nå dette målet. Om WACC endrer seg 0,2 prosentpoeng nedover vil verdien i DCF-metoden tilsvare markedets pris. Dette viser også viktigheten av å ha sensitivitetsanalyser for å kunne si noe om utviklingen i tilfelle endringer i nøkkeldriverne og WACC.

## T-test

Formålet ved å bruke en t-test er at den kan bidra til å statistisk fastsette et verdianslag. T-testen er gjort for å undersøke hvorvidt verdianslaget gitt av DCF-metoden er et bra anslag på konsernets verdi. Ved å se på den deskriptive statistikken til Ekornes aksjen samt statistikk knyttet til utviklingen av OSEBX indeksen, vil det gi et bilde på hvilket gjennomsnitt prisen/utviklingen har ligget på, i tillegg til standardavviket til aksjen og hovedindeksen. De deskriptive dataene fra minitab er gjengitt i tabell 25. De 1306 daglige observasjonene fra 05.11.2001 til 03.11.2006 som er brukt, har gitt Ekornes en snitt kurs på 114,13 og OSEBX kursen et snitt på 222,16. Standard avviket, minimum og maksimum kurs kan sees ut fra tabellen.

### Descriptive Statistics: kurs osebx; kurs eko

Variable	N	N*	Mean	SE Mean	StDev	Minimum	Q1	Median	Q3
kurs osebx	1306	0	222,16	2,51	90,53	98,57	152,07	196,69	295,96
kurs eko	1306	0	114,13	0,615	22,23	65,00	93,88	119,50	132,00

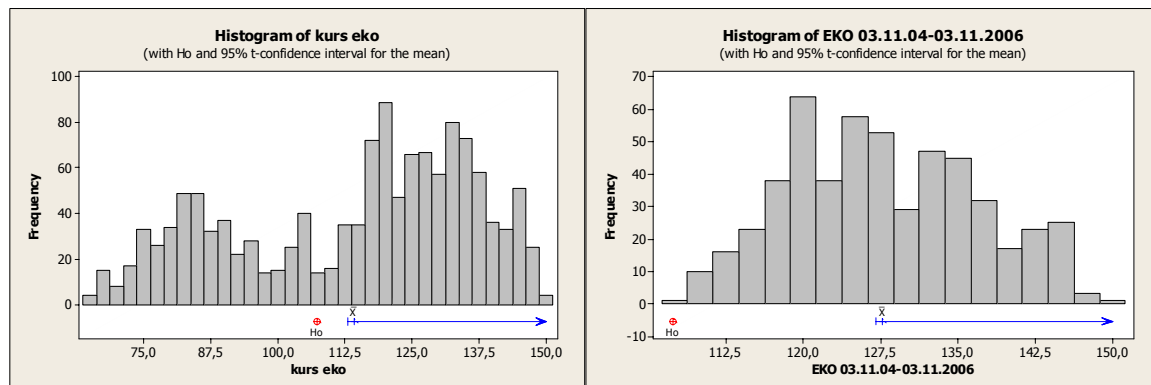
Variable	Maximum
kurs osebx	427,66
kurs eko	150,50

Tabell 28-Deskriptiv statistikk EKO og OSEBX

Gjennomsnittet vil i en t-test bli litt misvisende da aksjekursen har utviklet seg mye de siste to til tre årene, noe som kan sees utefra standardavvikene da disse er høye. Det samme vil en kunne si har skjedd med hovedindeksen. Dette er på bakgrunn av at de siste årene har vært meget gode for aksjer på Oslo børs. Hovedindeksen har steget fra 98,57 vinteren 2003 til over 400 mot slutten av 2006, hvilket er en eventyrlig avkastning på hele 300 prosent (utvikling OSEBX 2001-2006). Det tilsvarende tallet for Ekornes er en økning på 62 prosent for samme periode (Aksjekurser 2001-2006).

Både indeksen og aksjen har hatt den beste utviklingen de siste to til tre årene, derfor vil statistikken presentert, det vil si kursene for de fem siste årene, være litt feil om en skal sammenligne med den perioden vi står ovenfor nå. Selv om Ekornes har steget mindre enn hovedindeksen har utviklingen til konsernet de siste årene vært bedre enn tidligere. Dette har ført til at den gjennomsnittelige aksjekursen har forskyvet seg til et høyere nivå. Velger derfor

å bruke kursene for de to siste årene ved ytterligere beregninger. Dette gjøres også for at validiteten i modellen skal bedres, da en ikke kan si at kriteriet for normalfordelte observasjoner var oppfylt for ved bruk av tallene for de siste 5 årene. Normalfordelings kriteriet bekreftes i figur 2 hvor jeg har sett på hvordan observasjonene er fordelt. En kan tydelig se at dataene for de to siste årene er mer klokkeformet, og dermed normalfordelt, enn dataene for hele perioden.



Figur 2-Vurdering av normalfordelte kurser Ekornes

Neste steg bør være å undersøke om verdien kan forventes å være høyere enn den verdien jeg har fått. Til beregningene av dette vil det bli benyttet kurser for de siste årene i perioden som er analysert i oppgaven. For denne perioden ser dataene ut til å være normalfordelte, og er ganske lik figuren til høyre i figur 2 som viser dataene fra 03.11.04 til 03.11.2006. T-testen viser at det er 100 prosent sannsynlig at i denne perioden er verdien høyere enn 119,25 kroner. Testen er som i utskriften nedenfor (tabell 29), hvor hypotesen er om hvorvidt prisen er høyere enn 119,25 kroner i perioden 01.01.04-31.12.06:

### One-Sample T: EKO 01.01.04-31.12.05

Test of  $\mu = 119,25$  vs  $> 119,25$

Variable	N	Mean	StDev	SE Mean	95% Lower Bound	T	P
EKO 01.01.04-31.	522	131,662	10,088	0,442	130,934	28,11	0,000

Tabell 29- T-test hypotese: pris over 119,25

Det er ikke overraskende at T-testen viser at verdien er høyere enn verdianslaget fra DCF-metoden da denne perioden har vært meget god for konsernet. Gjennomsnittskursen for konsernet har i de to siste årene i perioden (2004-2005) vært på 131,66, det skal imidlertid sies at mot slutten av perioden hadde aksjen sunket til rundt 120 kroner per aksje. Ved å ta en t-test for å se om prisen på aksjen er over nivået markedet priset den til den 31.12.2005 vil en også forkaste nullhypotesen og godkjenne alternativhypotesen som sier at verdien er høyere enn 124,25 kroner per aksje. Grunnen til at testene antyder priser over 119,25 er på grunn av at gjennomsnittskursen var over 131 kroner de to siste årene frem til verdsettelsestidspunktet nyttårsaften 2005.

Det vil ikke legges for stor vekt på disse testene da dette er historiske tall, som i utgangspunktet ikke har noe å si for den fremtidige kursen til konsernet og den faktiske verdien 31.12.05. På den annen side bør en ta analysen i betraktning i den videre diskusjonen rundt verdien til konsernet.

## Regresjon

Verdsetteren kan også utføre en regresjon for å se hvordan aksjen er priset i forhold til hovedindeksen på Oslo børs. Regresjonen gjøres for å kunne si noe om dagens kurs som et anslag i forhold til hovedindeksen. En kan med andre ord benytte seg av denne metoden for å gi et verdianslag på aksjen den 31.12.05. En skal uansett ikke være for bastant knyttet til verdien her da denne bygger på, som all statistikk, på historiske tall. Det er heller ikke sikkert at Ekornes var ”riktig” priset på børsen mot slutten av 2005.

I denne delen er det laget to regresjonsmodeller. Den ene er for hele perioden dataene er hentet fra (05.11.2001-03.11.2006), den andre er for perioden 01.01.04 til 31. desember 2005. Dette er for å skille mellom en oppgangsperiode på børsen og en periode hvor en opplever både ned- og oppgang. Utskriften i tabell 30 er hentet fra minitab og viser regresjonsligningen og relevant data.

### Regression Analysis: EKO versus OSEBX

The regression equation is  
 $EKO = 81,5 + 0,147 OSEBX$

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	81,510	1,308	62,30	0,000
OSEBX	0,146820	0,005454	26,92	0,000

S = 17,8379    R-Sq = 35,7%    R-Sq(adj) = 35,7%

#### Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	230572	230572	724,64	0,000
Residual Error	1303	414601	318		
Total	1304	645173			

Tabell 30- Regresjonsanalyse 5 års periode

Regresjonsanalysen viser en sammenheng mellom OSEBX indeksen og Ekornes aksjen. Dette indikeres ved en høy t-verdi/lav p-verdi for OSEBX i 5 linje i tabellen. Dette betyr at OSEBX er signifikant for hvordan Ekornes aksjen utvikler seg. En ser også at konstanten er relevant noe som betegnes av høy t-verdi/lav p-verdi.  $R^2$  er i testen på 35,7 dette betyr at at regresjonslinjen ikke passer de faktiske observasjonene meget godt, men ok når en ser på denne type data. Ved å se på *analysis of variance* antyder denne at modellen er god, da F-testen er på hele 724,64. Dette tyder på at regresjonen tar opp og forklarer mye av variansen i modellen (Keller and Warrack 2003). Regresjonsligningen vil gi følgende verdi på Ekornes den 31.12.05 da OSEBX indeksen var på 332,51:

$$81,5 + 0,147 * 332,51 = 130,38$$

Verdien utifra modellen antyder en verdi per aksje på 130,38 kroner. Dette anslaget er over verdien fra DCF-metoden. Tallet er ikke langt fra den faktiske prisen aksjen hadde mot slutten av 2005, da denne var 124,25 kroner. Hvorvidt prisen er riktig på bakgrunn av beregningene i regresjonen er vanskelig å si noe om. Tar en en t-test for samme periode, dvs for de 5 siste årene, antyder en slik test at prisen er lavere en anslag i DCF-metoden og at verdien ligger ned mot gjennomsnittet for perioden som var 114 kroner. Dette tyder på at priser rundt 130 er alt for høyt. Likevel kan testen gi et bilde på hva prisen bør være gitt utviklingen i hovedindeksen.

Om en ser på dataene for de to siste årene frem til nyttår 2005 vil en få en annen regresjonslinje. Testen er gjengitt i tabell 31.

## Regression Analysis: EKO 01.01.04-31. versus OSEBX 01.01.04-3

The regression equation is

EKO 01.01.04-31.12.05 = 165 - 0,136 OSEBX 01.01.04-31.12.05

Predictor	Coef	SE Coef	T	P
Constant	164,783	1,852	88,98	0,000
OSEBX 01.01.04-31.12.05	-0,136082	0,007475	-18,21	0,000

S = 7,89164    R-Sq = 38,9%    R-Sq(adj) = 38,8%

### Analysis of Variance

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	20641	20641	331,43	0,000
Residual Error	520	32385	62		
Total	521	53025			

### Tabell 31-Regresjonsanalyse 2 års periode

Også denne modellen ser bra ut sett fra et statistisk synspunkt. Den uavhengige variabelen er relevant samtidig som  $R^2$  har hatt en forbedring. F-testen i den siste regresjonsmodellen gir modellen validitet og styrke og tilsier at dette er en god modell. Man kan også merke seg at den siste testen har et lavere standardavvik en den første, noe som tyder på at dette er en bra modell som passer virkeligheten bra og fjerner litt av usikkerheten i modellen (Keller 2003). Regresjonsligningen gir følgende pris den 31.12.2005:

$$165 - 0,136 * 332,51 = 119,78$$

Regresjonsligningen basert på de to siste årene frem mot nyttår 2005 antyder en pris på rundt 119,78. Denne verdien virker som en grei verdi om en ser på hva prisen for perioden faktisk var (124,25). 119,78 kroner per aksje er omtrent lik den verdien DCF-metoden gir noe som gir styrke til verdianslaget fremkommet ved DCF-metoden.

## Konklusjon

Analysen har gitt mye informasjon vedrørende et verdianslag på Ekornes aksjen. DCF-metoden er den metoden som vil legges mest vekt på ved et verdianslag. DCF metoden gir et anslag på 119,25 kroner aksjen som tilsvarer en verdi på konsernet på ca. 4,4 milliarder. Dette

er et anslag som er nært markedets pris på aksjen og er i så måte et godt anslag på hva Ekornes aksjen verdsettes til i markedet. Verdianslaget er bygget på forventninger om fortsatt god vekst i konsernets omsetning samt god avkastning på konsernets investerte kapital. Anslaget på nøkkeldrivere som omsetningsvekst, (g) og ROIC/RONIC kan virke noe overvurdert, likevel er det ikke sikkert at så er tilfelle. En annen faktor det kan være usikkerhet rundt er WACC. WACC virker noe høy med tanke på fremtidig forventning knyttet til avkastning både for markedet og Ekornes. Det kan forventes at størrelser som WACC og nøkkeldriverne vil gå ned i fremtiden og kanskje allerede i løpet av et par år. Likevel kan det tenkes at det ikke vil få store konsekvenser for verdianslaget, da en nedgang i (g) og RONIC vil bli motvirket av en nedgang i WACC i samme periode. En nedgang i WACC og nøkkeldrivere er sannsynlig da en nedgangs konjunktur gir mindre salg av konsumvarer som møbler, samt at en nedgangs konjunktur vil svekke markedsavkastningen og føre til lavere WACC.

Multiplikator- metodene har gitt nyttig informasjon med tanke på hvilket intervall verdien kan tenkes å ligge på. Selv om multiplikator-metodene ikke ga noe entydig svar på pris bør en vurdere verdi anslaget som er beregnet ved hjelp av EV/EBIT. EV/EBIT multiplikatoren antyder en verdi på rundt 6,3 milliarder kroner i EK verdi. Dette anslaget er høyt over hva aksjen selges for og er i så måte ikke et bilde på hva investorer er interessert i å betale for aksjer i Ekornes.

De statistiske testene antyder en pris rundt dagens nivå som et bra anslag. De statistiske metodene tilsier at verdianslaget er bra eller at det burde vært litt høyere. Sensitivitetsanalysene bør brukes som et hjelpemiddel til å se på hva endringene i nøkkeldriverne og WACC har å si for verdien på konsernet.

Analysen gir ikke noen entydig vurdering rundt posisjonen i Ekornes aksjen. DCF metodens pris er en verdi som er tilnærmet lik prisen på verdsettelsestidspunktet. På verdsettelsestidspunktet mener verdsetteren at en hold anbefaling av aksjen er den mest nærliggende posisjonen i markedet på bakgrunn av analysen. I ettertid når en vet mer om konsernets gode resultat for 2006 ([www.Ekornes.no](http://www.Ekornes.no)), konsernets kjøp av egne aksjer ([www.dn.no](http://www.dn.no)) samt økt rentenivå i Norge kan det tenkes at denne hold anbefalingen bør forbedres til en kjøps anbefaling.



Anbefaling på posisjon i aksjen sett under ett blir en hold eller svak kjøps anbefaling av aksjen. Det er en posisjon en investor ville tjent penger på i inneværende år. Avkastningen for inneværende år ville blitt god for investor da aksjen har steget med nesten 20 kroner fra årsskiftet og frem til midten av desember 2006, dette er en oppgang på 14 prosent fra 31.12.05 til 15.12.06 ([www.dn.no](http://www.dn.no)). Investor skal heller ikke glemme at konsernet betaler ut utbytte, noe som vil forbedre avkastningen mer.

## Litteraturliste

Benninga, Simon; with a section on Visual Basic for Applications by Benjamin Czaczkes: Financial modeling (2000) Cambridge, Mass. : MIT Press

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers: Principles of corporate finance (2003) 7<sup>th</sup> edition McGraw-Hill/Irwin New York

Bodie, Zvi, Alex Kane, Alan J. Marcus: Investments (2005) 6<sup>th</sup> edition, Boston: McGraw-Hill/Irwin trykt New York

Dyrnes, Sverre: verdsettelse ved bruk av multiplikatorer, praktisk økonomi og finans-1/2004

Keller, Gerald, Brian Warrack: Statistics for management and economics (2003) 6<sup>th</sup> edition Pacific Grove, Calif.: Thomson/Brooks/Cole

Koller, Tim, Marc Goedhart, David Wessels: Valuation: measuring and managing the value of companies (2005) Hoboken, N.J.: Wiley

Ekornes Årsoppgaver 2001, 2002, 2003, 2004, 2005

Hjellegjerde årsoppgave 2004

[www.DN.no](http://www.DN.no)

[www.hegnar.no](http://www.hegnar.no)

<http://www.hegnar.no/kurser/ticker.asp?paper=eko>

<http://www.hegnar.no/kurser/ticker.asp?paper=hje>

<http://uk.finance.yahoo.com/q/tt?s=EKO.OL>

[www.ekornes.no](http://www.ekornes.no)

[http://new.ekornes.com/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/kvartalsrapporter/2006/Ekornes\\_Q3\\_2006.pdf](http://new.ekornes.com/sitefiles/601/dokumenter/pdf/investor/kvartalsrapporter/2006/Ekornes_Q3_2006.pdf)

[http://esther.netfonds.no/pplot.php?paper=HJE&exchange=OSE&from=20010511&to=20061105&period=0&ema\\_percentage=&height=250&width=500&bollinger\\_period=&bollinger\\_std=&envelope\\_period=&envelope\\_shift=&lrc\\_period=&lrc\\_date=&tc\\_period=&tc\\_date=&tc\\_unbroken=&tc\\_regress=&ama\\_align=](http://esther.netfonds.no/pplot.php?paper=HJE&exchange=OSE&from=20010511&to=20061105&period=0&ema_percentage=&height=250&width=500&bollinger_period=&bollinger_std=&envelope_period=&envelope_shift=&lrc_period=&lrc_date=&tc_period=&tc_date=&tc_unbroken=&tc_regress=&ama_align=)

# Vedlegg

## Rådata arket

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
1																
2																
3	<b>Årsregnskap</b>															
4	tall i 1000															
5	<b>Resultat</b>															
6		2000	2001	2002	2003	2004	2005	1. halvår 2006								
7	<b>Driftsinntekter og driftskostnader:</b>															
8	Salgsinntekter	1 528 348	1 708 155	1 827 165	2 010 922	2 245 502	2 290 418									
9	Andre driftsinntekter	7 537	1 650	1 141	1 522	2 041	1 094									
10	<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>1 535 885</b>	<b>1 709 805</b>	<b>1 828 306</b>	<b>2 012 444</b>	<b>2 247 543</b>	<b>2 291 512</b>	<b>1 259 200</b>								
11	Vareforbruk	(459 939)	(494 862)	(479 142)	(525 209)	(516 200)	(546 748)	284 800								
12	Lønn og sosiale sosnadner	(392 975)	(440 201)	(488 744)	(531 121)	(605 927)	(638 698)	364 200								
13	Ordinære avskrivninger	(42 709)	(54 320)	(61 105)	(72 051)	(83 850)	(86 920)	45 400								
14	Andre driftskostnader	(354 395)	(402 194)	(429 625)	(475 518)	(553 611)	(591 479)	320 600								
15	<b>sum driftskostnader</b>	<b>(1 250 017)</b>	<b>(1 391 577)</b>	<b>(1 458 616)</b>	<b>(1 603 899)</b>	<b>(1 759 588)</b>	<b>(1 864 045)</b>	<b>1 015 000</b>								
16																
17	<b>Driftsresultat</b>	<b>285 868</b>	<b>318 228</b>	<b>369 690</b>	<b>408 545</b>	<b>487 955</b>	<b>427 467</b>	<b>244 200</b>								
18	<b>Finansielle inntekter og kostnader:</b>															
19	Finansinntekter	10 733	4 960	7 895	4 961	3 713	3 638									
20	Agio/disagio 1)				10 412	3 894	14 657									
21	Finanskostnader	(6 297)	(6 888)	(14 301)	(2 994)	(2 978)	(4 225)									
22	<b>Netto finansposter</b>	<b>4 436</b>	<b>(1 928)</b>	<b>(6 406)</b>	<b>12 379</b>	<b>4 629</b>	<b>14 070</b>	<b>(4 300)</b>								
23	<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>290 304</b>	<b>316 300</b>	<b>363 284</b>	<b>420 924</b>	<b>492 584</b>	<b>441 537</b>	<b>239 900</b>								
24																
25	Skattekostnad på ordinært resultat	(85 432)	(96 548)	(114 908)	(121 112)	(157 860)	(138 359)	(75 500)								
26																
27	<b>Årets resultat</b>	<b>204 872</b>	<b>219 752</b>	<b>248 376</b>	<b>299 812</b>	<b>334 724</b>	<b>303 178</b>	<b>164 400</b>								
28																
29																
30	1)vinn/tap på valuta vekselskursur															
31																
32																
33	<b>Balanse</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>								
34																
35	<b>EIENDELER</b>															
36																
37	<b>Anleggsmidler:</b>															
38	<b>Driftsmidler</b>															
39	aktiverte lisenskostnader				5 190	4 320	3 510									
40	Tøtter, bygninger m.m	263 102	345 445	413 762	467 913	490 339	494 765									
41	Maskiner og utstyr	129 120	152 538	173 897	210 914	216 293	249 093									
42	Driftsløsere, inventar	36 480	38 246	36 581	40 177	42 490	40 813									
43	<b>sum driftsmidler</b>	<b>427 702</b>	<b>536 229</b>	<b>624 240</b>	<b>724 134</b>	<b>753 442</b>	<b>788 181</b>	<b>-</b>								
44																
45	<b>Langsiktige plasseringer:</b>															
46	Andre langsiktige plasseringer	9 865	11 568	12 392	11 453	13 699	21 517									
47	<b>Sum langsiktige plasseringer</b>	<b>9 865</b>	<b>11 568</b>	<b>12 392</b>	<b>11 453</b>	<b>13 699</b>	<b>21 517</b>	<b>-</b>								
48	<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>437 567</b>	<b>547 797</b>	<b>636 632</b>	<b>735 587</b>	<b>767 141</b>	<b>809 698</b>	<b>-</b>								
49																
50	<b>Omleppsmidler:</b>															
51	Varefæser	164 987	166 725	173 140	190 784	207 306	224 544									
52																



	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
51 Andre langsiktige plasseringer	9 865	11 568	12 392	11 453	13 699	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	
52 <b>Sum langsiktige plasseringer</b>	9 865	11 568	12 392	11 453	13 699	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	21 517	
53 <b>Sum anleggsmidler</b>	437 567	547 797	636 632	735 587	767 141	809 698	888 151	963 149	1 023 021	1 098 134	1 178 880	1 265 683	1 303 008			
54																
55 <b>Omlopsmidler:</b>																
56 Varelager	164 967	166 725	173 148	180 784	207 306	224 544	227 840	259 899	279 391	300 346	322 672	347 067	367 500			
57 Kundeordringer	222 732	220 208	241 810	236 896	261 258	299 902	314 800	338 410	363 791	391 075	420 406	451 936	465 494			
58 Andre kortsiktige fordringer	22 626	21 982	33954	36 958	37 721	35 459	37 776	40 609	43 656	46 929	50 449	54 232	55 859			
59 Verdi terminkontrakter							93 578	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000			
60 kontanter og bankinnskudd	134 083	134 338	195 827	193 570	232 457	213 402	251 840	270 728	291 033	312 660	336 325	361 549	372 395			
61 ikke driftsavhengige penger																
62 <b>Sum omlopsmidler</b>	544 628	543 253	644 739	648 168	738 822	866 885	932 256	1 009 646	1 077 870	1 151 210	1 230 050	1 314 804	1 351 248			
63 <b>SUM EIENDELER</b>	982 195	1 091 050	1 281 371	1 383 755	1 505 963	1 676 583	1 820 407	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256			
64 <b>Sum eiendeler justert</b>							1 820 407	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256			
65																
66 <b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>																
67																
68 <b>Egenkapital:</b>																
69 <b>Innskutt egenkapital</b>																
70 Aksjekapital																
71 Egne aksjer	33 421	33 421	34 478	34 478	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827			
72 Overkursfond	(125)	(100)	(117)	(106)	(168)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)			
73 Annen innskutt egenkapital	103 358	103 358	175 823	175 823	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320			
74 <b>Sum Innskutt egenkapital</b>	136 654	136 679	210 348	210 195	422 979	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046			
75																
76 <b>Opptjent egenkapital:</b>																
77 Fond for verdiendringer																
78 Sikringsreserve					100 850	67 377										
79 Omregningsdifferanse					(2 796)	(701)										
80 Annen egenkapital	353 656	441 347	478 168	755 562	641 792	678 502	624 181	679 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267	1 219 450			
81 <b>Sum opptjent egenkapital</b>	353 656	441 347	478 168	755 562	739 846	745 179	624 181	679 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267	1 219 450			
82 <b>Sum egenkapital</b>	490 310	578 026	688 536	966 757	1 162 825	1 168 224	1 247 227	1 302 348	1 361 563	1 425 235	1 493 699	1 567 313	1 642 496			
83																
84 <b>Forpliktelse og langsiktig gjeld:</b>																
85 Langsiktig pensjonsforpliktelse	9 616	6 768	6 468	10 976	9 958	10 343	11 792	12 272	13 192	14 162	15 245	16 389	16 880			
86 Utsatt skatt	11 150	12 219	10 035	8 854	49 015	33 544	36 609	40 027	42 999	46 236	49 715	53 455	54 595	24% av skattekostr		
87 Langsiktig gjeld	75 870	91 780	52 275	50 100	45 300	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	50 775	
88 <b>Sum langsiktig gjeld</b>	96 636	110 767	68 778	69 930	104 273	94 662	99 176	103 073	106 966	111 192	115 735	120 619	122 250			
89																
90 <b>Kortsiktig gjeld:</b>																
91 Leverandørgjeld	110 155	88 273	87 434	96 453	83 112	113 585	113 920	129 949	139 696	150 173	161 436	173 543	178 750			
92 Utbytte	116 973	133 684	206 870													
93 Skyldig offentlig avgifter	19 705	6 850	21 402	36 680	34 973	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175			
94 Betalbar skatt	71 784	81 157	93 045	93 126	123 638	105 424	154 056	168 516	180 332	193 945	208 539	224 227	226 327			
95 Annen kortsiktig gjeld	76 632	92 293	115 307	122 808	137 211	158 513	176 288	189 510	203 723	219 002	235 427	253 084	260 677			
96 Ny gjeld							11 440	33 223	72 436	113 622	157 921	205 526	187 582			
97 <b>Sum Kortsiktig gjeld</b>	395 249	402 257	524 058	348 067	378 934	413 697	491 888	524 150	559 925	599 295	641 577	697 030	701 928			
98 <b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	982 195	1 091 050	1 281 372	1 383 754	1 646 032	1 676 583	1 838 290	1 929 572	2 028 454	2 135 722	2 251 010	2 374 961	2 466 674			
99 <b>Sum egenkapital og gjeld justert</b>							1 838 290	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256			
100																
101 <b>Hjelperegninger:</b>																

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
91	Leverandørgjeld	110 155	88 273	87 434	96 453	83 112	113 585	113 920	129 949	139 696	150 173	161 436	173 543	178 750		
92	Utbytte	116 973	133 684	206 870												
93	Skyldig offentlige avgifter	19 705	6 850	21 402	36 680	34 973	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175	36 175		
94	Betalbar skatt	71 784	81 157	93 045	93 126	123 638	105 424	154 065	168 516	180 332	193 945	208 539	224 227	226 327		
95	Annens kortsiktig gjeld	76 632	92 293	115 307	122 808	137 211	158 513	176 288	189 510	203 723	219 002	235 427	253 084	260 677		
96	Ny gjeld							11 440	33 223	72 436	113 622	157 921	205 526	187 582		
97	Sum Kortsiktig gjeld	395 249	402 257	524 058	348 067	378 934	413 697	491 888	524 150	559 925	599 295	641 577	687 030	701 928		
98	SUM EGENKAPITAL OG GJELD	982 195	1 091 050	1 281 372	1 383 754	1 646 032	1 676 583	1 838 290	1 929 572	2 028 454	2 135 722	2 251 010	2 374 961	2 466 674		
99	Sum egenkapital og gjeld justert							1 838 290	1 962 795	2 100 891	2 249 344	2 408 931	2 580 487	2 654 256		
100																
101	Hjelpe beregninger:															
102																
103	IB driftsmidler	400 000	427 702	536 229	624 240	724 134	753 442	788 181	866 634	931 632	1 001 504	1 076 617	1 157 363	1 244 186		
104	investeringer	70 410	162 847	149 116	171 945	113 158	121 659	169 253	160 327	172 352	185 278	199 174	214 112	174 183		
105	Anskaffinger	(42 708)	(64 320)	(61 105)	(72 051)	(83 850)	(86 920)	(90 800)	(95 330)	(102 480)	(110 165)	(118 428)	(127 310)	(136 858)		
106	Ub driftsmidler	427 702	536 229	624 240	724 134	753 442	788 181	866 634	931 632	1 001 504	1 076 617	1 157 363	1 244 186	1 281 491		
107		427 702	536 229	624 240	724 134	753 442	788 181	866 634	931 632	1 001 504	1 076 617	1 157 363	1 244 186	1 281 491		
108	IB netto investeringer	27 702	108 527	88 011	99 894	29 308	34 739	78 453	64 988	69 872	75 113	80 746	86 802	37 325		
109																
110	Tilbakeholdt overskudd-annen EK	353 656	441 347	478 188	755 562	742 642	745 679	772 857	824 181	879 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267		
111	års resultat	204 872	219 752	248 376	299 812	334 724	303 178	342 157	367 476	394 767	424 480	456 423	490 761	501 223		
112	utbytte	116 973	133 684	206 870	438 238	276 200	276 200	290 834	312 355	335 552	360 808	387 959	417 146	426 039		
113	netto tilbakeholdt overskudd-annen EK	441 555	527 415	519 694	617 136	801 166	772 857	824 181	879 302	938 517	1 002 189	1 070 653	1 144 267	1 219 450		
114		Problemer med utregningen av tilbakeholdt overskudd i historisk periode														
115	UTBYTTEFAKTOR	0,85														
116																
117	Leasing driftsrelaterede eiendommer	393	393	393	393	393	393	393	393	393	500	500	500	500	rente	
118	Tynes, Hareid, Sommerset NJ, USA							7 850	antatt e. Reforhandling	10 000					løse	
119		94 200	94 200	94 200	94 200	94 200	94 200	94 200	94 200	94 200	100 000	100 000	100 000	100 000	Verdi	
120																
121																
122	Skatt på drift og finansposter															
123	skattekostnad	(85 432)	(96 549)	(114 908)	(121 112)	(157 860)	(138 359)	(151 000)	(165 098)	(177 359)	(190 709)	(205 059)	(220 487)	(225 187)		
124	skatteskjold på finanskostnader	1 763	1 929	4 004	838	834	1 183	711	711	853	853	853	853	995	28 %	
125	skatt på finansinntekter															
126	skatteskjold på leasede utstyr	110	110	110	110	110	110	110	110	110	140	140	140	140	28 %	
127	Skatt på operasjonelt resultat	(83 559)	(94 509)	(110 794)	(120 164)	(156 916)	(137 066)	(150 179)	(164 277)	(176 396)	(189 716)	(204 066)	(219 494)	(224 052)		
128																
129	IB Omløpsmidler		544 628	543 253	644 739	648 168	738 822	866 885	932 256	1 009 646	1 077 870	1 151 210	1 230 050	1 314 804		
130	investeringer i OM															
131	Pengar til overs															
132	endring leverandørgjeld		(21 882)	(839)	9 019	(13 341)	30 473	335	16 029	9 746	10 477	11 263	12 108	5 206		
133	Ub Omløpsmidler		543 253	644 739	648 168	738 822	866 885	932 256	1 009 646	1 077 870	1 151 210	1 230 050	1 314 804	1 351 248		
134	Endring arbeidskapital		20 507	102 325	(5 590)	103 995	97 590	65 036	61 361	58 477	62 863	67 578	72 646	31 238		
135																
136																
137																
138																
139																
140																
141																

## Correlation arket

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
1	Korrelasjon driftsinntekter												
2		Salgsinntekter	Andre driftsinntekter	Sum driftsinntekter	Vareforbruk	Lønn og sosiale kostnader	Ordinære avskrivninger	Andre driftskostnader					
3	Salgsinntekter	1											
4	Andre driftsinntekter	-0,643547373	1										
5	Sum driftsinntekter	0,999979861	-0,63867677	1									
6	Vareforbruk	-0,898864314	0,672268962	-0,898189032	1								
7	Lønn og sosiale kostnader	-0,996151819	0,63135314	-0,996212333	0,891039331	1							
8	Ordinære avskrivninger	-0,999152778	0,669905533	-0,999099562	0,9080004	0,994328611	1						
9	Andre driftskostnader	-0,991896061	0,603732697	-0,991960903	0,901048967	0,996429476	0,988204626	1					
10													
11	korrelasjon Balanse												
12													
13	Salgsinntekter	1 528 348	1 708 155	1 827 165	2 010 922	2 245 502	2 290 418						
14	aktiverte lisenskostnader				5130	4320	3510						
15	Tømtor, bygninger m.m	263102	345445	413762	467913	490339	494765						
16	Maskiner og utstyr	129120	152538	173897	210914	216293	249093						
17	Driftsløsere, inventar	35480	38246	36581	40177	42490	40813						
18													
19		Salgsinntekter	aktiverte lisenskostnader	Maskiner og utst	Driftsløsere, inventar								
20	Salgsinntekter	1											
21	aktiverte lisenskostnader	-0,931090582	1										
22	Tømtor, bygninger m.m	0,955149192	-0,932591688	1									
23	Maskiner og utstyr	0,973648918	-0,925731801	0,951987145	1								
24	Driftsløsere, inventar	0,911874714	-0,266129846	0,858458092	0,846160005	1							
25													
26													
27													
28													
29													
30													
31	Salgsinntekter	1526348	1708155	1827165	2010922	2245502	2290418						
32	Varelager	164987	166725	173148	180784	207386	224544						
33	Kundefordringer	222732	220228	241810	236856	261258	299902						
34	Andre kortsiktige fordringe	22826	21982	33954	36958	37721	35459						
35	Verdi terminkontrakter												
36	kontanter og bankinnskudd	134083	134338	195827	193570	232457	213402						
37													
38		Salgsinntekter	Varelager	Kundefordringer	kortsiktige for	Verdi terminkontrakter	kontanter og bankinnskudd						
39	Salgsinntekter	1											
40	Varelager	0,933079558	1										
41	Kundefordringer	0,885228768	0,964757599	1									
42	Andre kortsiktige fordringe	0,848270008	0,680720642	0,652408566	1								
43													
44	kontanter og bankinnskudd	0,912034985	0,798465319	0,758088731	0,957810324								
45													
46													
47													
48													
49													
50													
51													

## Forholdstall arket



Microsoft Excel - oppgavenvedlegg

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
81	Varelager	0,400		0,380	varelager/cogs										
82	Kundefordringer	0,125		0,124	kundefordringer/salgsinntekter										
83	Andre kortsiktige fordringer	0,015		0,017	Andre kortsiktige fordringer/salgsinntekter										
84	Verdi terminkontrakter	0,040		0,010	kontrakter/salgsinntekter										
85	kontanter og bankinnskudd	0,100		0,100	/salgsinntekter										
86															
87	Leverandørgjeld	0,200		0,194	leverandørgjeld/vareforbruk										
88	Utbytte	0,850		1,008	utbytte/årets resultat										
89	Skyldig offentlige avgifter														
90	Betalbar skatt			0,226											
91	Annenkortsiktig gjeld	0,070		0,064	annen kg/salgsinntekter										
92															
93	<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>														
94															
95	Egenkapital:														
96	Innskutt egenkapital														
97	Aksjekapital	33 421	34 478	34 478	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827	36 827
98	Egne aksjer	(100)	(117)	(106)	(168)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)
99	Overkursfond	103 368	175 823	175 823	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320	386 320
100	Annen innskutt egenkapital		164												
101	<b>Sum Innskutt egenkapital</b>	136 679	210 348	210 195	422 979	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046	423 046
102															
103	<b>Oppjønt egenkapital:</b>														
104	Fond for verdiendringer														
105	Sikringsreserve				100 850	67 377									
106	Omrøgningsdifferanse				(2 795)	(701)									
107	Annen egenkapital	441 347	478 188	478 188	755 562	641 792	678 502								
108	<b>Sum oppjønt egenkapital</b>	441 347	478 188	478 188	755 562	739 846	745 178								
109	<b>Sum egenkapital</b>	578 026	688 536	688 536	1 178 541	1 162 892	1 168 224								
110															
111	<b>Forpliktelse og langsiktig gjeld:</b>														
112	Langsiktig pensjonsforpliktelse	0,015	0,013	0,021	0,016	0,016									
113	Utsatt skatt	0,127	0,097	0,073	0,310	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	0,242	24% av skattel
114	Langsiktig gjeld														
115	<b>Sum langsiktig gjeld</b>	0	0	0	0	0									
116															
117	<b>Kortsiktig gjeld:</b>														
118	Leverandørgjeld	0,178	0,182	0,184	0,161	0,208	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
119	Utbytte	0,508	0,833	1,462	0,525	0,911	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850	0,850
120	Skyldig offentlige avgifter	0,004	0,012	0,018	0,016	0,016	0,016	0,014	0,013	0,012	0,012	0,011	0,010	0,010	0,010
121	Betalbar skatt	0,223	0,221	0,189	0,280	0,214	0,289	0,295	0,293	0,293	0,293	0,293	0,309	#DIV/0!	
122	Annenkortsiktig gjeld	0,054	0,063	0,061	0,061	0,069	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070	0,070
123															
124															
125															
126															
127															
128															
129															
130															
131															
132															
133															

ser bort fra dette og terminkontraktene i år 2003 og 2004

forskjellen i 2003 ber utlikt

Microsoft Excel - oppgavenvedlegg

Ready

## FCF og ROIC arket

Microsoft Excel - oppgavenvedlegg

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
1																
2																
3	<b>FCF beregninger</b>															
4																
5																
6	<b>Årstall</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>Estimert 2006</b>	<b>Estimert 2007</b>	<b>Estimert 2008</b>	<b>Estimert 2009</b>	<b>Estimert 2010</b>	<b>Estimert 2011</b>	<b>Etter eksplisitt periode</b>		
7	<b>Driftsinntekter og driftskostnader:</b>															
8	Salgsinntekter	1 528 348	1 708 155	1 827 165	2 010 922	2 245 502	2 290 418	2 518 400	2 707 280	2 910 326	3 128 600	3 363 245	3 615 489	3 723 954		
9	Andre driftsinntekter	7 537	1 650	1 141	1 522	2 041	1 094	1 000	1 001	1 001	1 002	1 002	1 003	1 003		
10	<b>Sum driftsinntekter</b>	1 535 885	1 709 805	1 828 306	2 012 444	2 247 543	2 291 512	2 519 400	2 708 281	2 911 327	3 129 602	3 364 247	3 616 491	3 724 957		
11	Vareforbruk	(459 939)	(494 862)	(479 142)	(525 209)	(516 200)	(546 746)	(569 600)	(649 747)	(698 478)	(750 864)	(807 179)	(867 717)	(893 749)		
12	Lønn og sosiale kostnader	(392 975)	(440 201)	(488 744)	(531 121)	(605 927)	(638 898)	(726 400)	(758 038)	(814 891)	(876 008)	(941 709)	(1 012 337)	(1 042 707)		
13	Ordinære avskrivninger	(42 706)	(54 320)	(61 105)	(72 051)	(83 850)	(86 920)	(90 800)	(95 300)	(102 480)	(110 165)	(118 428)	(127 310)	(136 858)		
14	Andre driftskostnader	(354 395)	(402 194)	(429 625)	(475 518)	(553 611)	(591 479)	(641 200)	(676 820)	(727 582)	(782 150)	(840 811)	(903 872)	(930 959)		
15	Driftsavhengige leasede eiendommer	393	393	393	393	393	393	393	393	393	393	500	500	500		
16	<b>Sum driftskostnader</b>	(1 249 625)	(1 391 185)	(1 458 224)	(1 603 507)	(1 759 196)	(1 863 853)	(2 029 608)	(2 179 543)	(2 343 038)	(2 518 688)	(2 707 627)	(2 910 736)	(3 003 802)		
17																
18	<b>Justert driftsresultat</b>	286 261	318 621	370 083	408 938	488 348	427 860	489 793	528 738	588 289	610 914	656 621	705 755	721 154		
19																
20	<b>Driftsavhengige skatter</b>	(83 559)	(94 509)	(110 794)	(120 164)	(156 918)	(137 066)	(150 179)	(164 277)	(176 396)	(189 716)	(204 066)	(219 494)	(224 052)		
21																
22	<b>NOPLAT</b>	<b>202 702</b>	<b>224 111</b>	<b>259 289</b>	<b>288 774</b>	<b>331 431</b>	<b>290 793</b>	<b>339 613</b>	<b>364 460</b>	<b>391 893</b>	<b>421 199</b>	<b>452 554</b>	<b>486 261</b>	<b>497 102</b>		
23																
24	Avskrivninger	42 708	54 320	61 105	72 051	83 850	86 920	90 800	95 300	102 480	110 165	118 428	127 310	136 858		
25																
26	Kontantstrøm- Ordinær	245 410	278 431	320 394	360 625	415 281	377 713	430 413	459 790	494 372	531 364	570 982	613 571	633 960		
27																
28	Endring i omløpsmiddel	-	20 507	102 325	(5 590)	103 995	97 690	65 036	61 361	58 477	62 863	67 578	72 646	31 238		
29	Endring i anleggsmiddel	70 410	162 847	149 116	171 945	113 158	121 659	169 253	160 327	172 352	185 278	199 174	214 112	174 183		
30																
31	<b>Frie kontantstrømmer</b>	<b>175 000</b>	<b>95 077</b>	<b>68 953</b>	<b>194 470</b>	<b>198 128</b>	<b>158 464</b>	<b>196 124</b>	<b>238 102</b>	<b>263 543</b>	<b>283 223</b>	<b>304 230</b>	<b>326 813</b>	<b>428 539</b>		
32																
33	Roic (omøpsmidler+driftsmidler)	20,76 %	20,43 %	20,43 %	21,04 %	22,21 %	17,57 %	18,88 %	18,77 %	18,85 %	18,91 %	18,96 %	19 %	19 %		
34	Roic (hvort kg og operatng leasert trukket fra)	38,44 %	39,85 %	31,05 %	32,52 %	25,35 %	28,00 %	27,55 %	27,50 %	27,56 %	27,50 %	27,44 %	27,15 %	27,15 %		



# WACC og markedsdata arket

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	
1													
2	<b>WACC Beregninger</b>												
3													
4	Antatt egenkapitalkrav	13,07 %											
5	skatt	28 %											
6	faktor for w	1000											
7													
8	Historisk og framtid	2001	2002	2003	2004	2005	Estimert 2006	Estimert 2 007	Estimert 2 008	Estimert 2 009	Estimert 2 010	Estimert 2 011	
9													
10	Rente	15,58 %	5,73 %	5,94 %	9,33 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	
11													
12	Gjeldsgrad	7,42 %	5,33 %	3,73 %	3,92 %	3,96 %	3,78 %	3,60 %	3,42 %	3,34 %	3,18 %	3,03 %	
13	Egenkapitalgrad	92,58 %	94,67 %	96,27 %	96,08 %	96,04 %	96,22 %	96,40 %	96,58 %	96,66 %	96,82 %	96,97 %	
14	Børsverdi 31.12(i+1000)	2 556 700	2 896 200	4 240 800	4 861 100	4 575 700	4 918 878	5 287 793	5 684 378	6 110 706	6 569 009	7 061 685	
15	Samlet verdi	2 761 667	3 059 178	4 404 930	5 059 573	4 764 962	5 112 253	5 485 067	5 895 544	6 321 898	6 784 744	7 262 303	
16													
17	<b>WACC periodisert</b>	<b>12,93 %</b>	<b>12,59 %</b>	<b>12,74 %</b>	<b>12,82 %</b>	<b>12,69 %</b>	<b>12,71 %</b>	<b>12,72 %</b>	<b>12,77 %</b>	<b>12,77 %</b>	<b>12,79 %</b>	<b>12,80 %</b>	
18													
19													
20													
21	<b>Nøkkeltall</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	
22	EPS	6,57	7,20	8,56	9,09	8,23	9,23	9,98	10,72	11,53	12,39	13,33	
23	Antall aksjer	33 421 000	34 478 000	34 478 000	36 828 000	36 828 000	36 828 000	36 828 000	36 828 000	36 828 000	36 828 000	36 828 000	
24	Earnings	219 575 970	248 241 600	295 131 680	334 786 520	303 094 440	342 157 250	367 476 450	394 766 796	424 480 495	456 422 707	490 760 558	
25	EV/EBIT	8,68	8,27	10,78	10,37	11,15							
26	Pris aksje	76,50	84,00	123,00	132,00	124,25							
27	P/E	11,64	11,67	14,37	14,52	15,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
28	Fremtidig pris på aksje på bakgrunn av P/E i 2005						140,26	150,64	161,83	174,01	187,11	201,18	
29	totalt						kr 5 165 618 264	kr 5 547 867 433	kr 5 959 875 238	kr 6 408 469 204	kr 6 890 707 328	kr 7 409 112 923	
30													
31	<b>CAPM</b>												
32													
33													
34	Risikofri rente	4,25 %											
35	beta	0,5297											
36	markeds avkastning	21,95 %	21,95 %										
37	Rf e skatt	3,06 %											
38													
39	Capm	13,625 %											
40	Capm u skatt	13,065 %											
41													
42	<b>WACC 31.12.2005</b>												
43	forventet rente på lån	5,00 %											
44	gjeld	245 840 000	langsigtig gjeld beg.2006+ pensjons forpliktelser beg. 2006+lån til kjøp av leide lokaler beg. 2006+utsatt skatt										
45	børsverdi	4 575 700 000	hentet fra årsoppgave										
46	verdi selskap	4 821 540 000											
47	gjeldsgrad	5,10 %											
48	Ek grad	94,90 %											
49													
50	WACC	12,58 %											
51													
52													
53													
54		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e.2011	
55	Utbytte totalt	133 684 000	206 670 000	438 236 000	276 200 000	#####	290 833 663	312 354 963	335 551 769	360 808 421	387 959 301	417 146 474	426 039 303
56	utbytte per aksje	4,00	6,00	12,71	7,50	7,50	7,90	8,48	9,11	9,80	10,53	11,33	11,57
57	Verdistigning basert på P/E		7,50	39,00	9,00	-7,75	16,01	10,38	11,19	12,18	13,09	14,08	
58	Avkastning per aksje	4,00	13,50	51,71	16,50	(0,25)	23,91	18,86	20,30	21,98	23,63	25,40	11,57
59	avkastning per aksje %	0,052	0,161	0,420	0,125	(0,002)	0,170	0,125	0,125	0,126	0,126	0,126	
60													
61													
62	<b>Beregninger Hjellegjerde</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>										
63													
64	EV	kr 269 082 800,00	kr 314 974 500,00										
65	EBIT	kr (11 900 000,00)	kr 23 346 000,00										
66	Earnings	kr (11 792 000,00)	kr 11 592 000,00										
67	EPS	kr (2,18)	kr 2,14										
68	antall aksjer	5 405 100,00	5 405 100,00										
69	kurs 31.12 P	38	45										
70	EK verdi	kr 205 393 800,00	kr 243 229 500,00										
71	bokført gjeld(kun pantelån)	kr 63 689 000,00	kr 71 745 000,00										
72	Omsetning	kr 489 486 000,00	kr 491 955 000,00										
73	Omsetning per aksje	86,85981758	91,01881745										
74	Bokført verdi EK	kr 147 626 000,00	kr 159 472 000,00										
75	Bokført verdi EK per aksje	27,31235315	29,50398698										
76													
77	EV/EBIT	kr (22,61)	kr 13,49										
78	P/B	kr 1,39	kr 1,53										
79	P/E	kr (17,42)	kr 20,98										
80	P/S	kr 0,44	kr 0,49										
81													
82													
83	<b>Multiplikatorberegninger</b>												
84	<b>Ekornes</b>												
85	EV Ekornes	kr (9 665 883 804)	kr 6 583 285 451										
86	Gjeld	kr 198 473 000	kr 188 862 000										
87	Ek verdi	kr (9 864 356 804)	kr 6 394 423 451										
88	P	kr (283)	kr 174										
89	P basert på Bokført verdi	44	48										
90	P basert på earnings	(143)	191										
91	P basert på salg	27	34										
92													
93													

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M
43	forventet rente på lån	5,00 %											
44	gjeld	245 840 000	langsigtig gjeld beg.2006+ pensjons forpliktelser beg. 2006+lån til kjøp av leide lokaler beg. 2006+utsatt skatt										
45	børsverdi	4 575 700 000	hentet fra årsoppgave										
46	verdi selskap	4 821 540 000											
47	gjeldsgrad	5,10 %											
48	Ek grad	94,90 %											
49													
50	WACC	12,58 %											
51													
52													
53													
54		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 e.2011	
55	Utbytte totalt	133 684 000	206 670 000	438 236 000	276 200 000	#####	290 833 663	312 354 963	335 551 769	360 808 421	387 959 301	417 146 474	426 039 303
56	utbytte per aksje	4,00	6,00	12,71	7,50	7,50	7,90	8,48	9,11	9,80	10,53	11,33	11,57
57	Verdistigning basert på P/E		7,50	39,00	9,00	-7,75	16,01	10,38	11,19	12,18	13,09	14,08	
58	Avkastning per aksje	4,00	13,50	51,71	16,50	(0,25)	23,91	18,86	20,30	21,98	23,63	25,40	11,57
59	avkastning per aksje %	0,052	0,161	0,420	0,125	(0,002)	0,170	0,125	0,125	0,126	0,126	0,126	
60													
61													
62	<b>Beregninger Hjellegjerde</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>										
63													
64	EV	kr 269 082 800,00	kr 314 974 500,00										
65	EBIT	kr (11 900 000,00)	kr 23 346 000,00										
66	Earnings	kr (11 792 000,00)	kr 11 592 000,00										
67	EPS	kr (2,18)	kr 2,14										
68	antall aksjer	5 405 100,00	5 405 100,00										
69	kurs 31.12 P	38	45										
70	EK verdi	kr 205 393 800,00	kr 243 229 500,00										
71	bokført gjeld(kun pantelån)	kr 63 689 000,00	kr 71 745 000,00										
72	Omsetning	kr 489 486 000,00	kr 491 955 000,00										
73	Omsetning per aksje	86,85981758	91,01881745										
74	Bokført verdi EK	kr 147 626 000,00	kr 159 472 000,00										
75	Bokført verdi EK per aksje	27,31235315	29,50398698										
76													
77	EV/EBIT	kr (22,61)	kr 13,49										
78	P/B	kr 1,39	kr 1,53										
79	P/E	kr (17,42)	kr 20,98										
80	P/S	kr 0,44	kr 0,49										
81													
82													
83	<b>Multiplikatorberegninger</b>												
84	<b>Ekornes</b>												
85	EV Ekornes	kr (9 665 883 804)	kr 6 583 285 451										
86	Gjeld	kr 198 473 000	kr 188 862 000										
87	Ek verdi	kr (9 864 356 804)	kr 6 394 423 451										
88	P	kr (283)	kr 174										
89	P basert på Bokført verdi	44	48										
90	P basert på earnings	(143)	191										
91	P basert på salg	27	34										
92													
93													

Beta arket (har tatt vekk noen observasjoner for ikke å bruke mange sider på å gjengi observasjonene)

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	
1																	
2	quote_date	paper	srch	close	arkastning	close	arkastning	Arlig arkastning	OSEBX	varians eko r	Varians EKO	st. avvik EKO	st. dev eko r	Varians Osebx	st. avvik OSEBX	st. Avvik osebx r	
3	20061103	EKO	Oslo Børs	133	-0.06338	OSEBX	407.21	0.013262665	0.219510534	0.000141377	356.1607716	18.87222222	-0.054102308	34243.53653	185.050092	0.012430662	
4	20061102	EKO	Oslo Børs	140.5	0.003571	OSEBX	401.88	-0.008584962			695.4941049	26.37222222	0.002849904	32299.31145	179.720092	-0.009417065	
5	20061101	EKO	Oslo Børs	140	-0.0106	OSEBX	405.36	0.00663041	Arlig arkastning	EKO	669.3718827	25.87222222	-0.011322232	33662.27369	183.200092	0.005796307	
6	20061031	EKO	Oslo Børs	141.5	0	OSEBX	402.69	0.006599175	0.153951768		749.2385494	27.37222222	-0.000721525	32591.1141	180.530092	0.005767072	
7	20061030	EKO	Oslo Børs	141.5	-0.01736	OSEBX	400.05	-0.012655944			749.2385494	27.37222222	-0.018082636	31644.88482	177.890092	-0.013688048	
8	20061027	EKO	Oslo Børs	144	0.043478	OSEBX	405.26	-0.000148031			892.3496605	29.87222222	0.042756736	33525.64367	183.100092	-0.000980134	
9	20061026	EKO	Oslo Børs	138	0.04943	OSEBX	405.32	0.016986576			569.8629938	23.87222222	0.048708133	33547.61928	183.160092	0.016154473	
10	20061025	EKO	Oslo Børs	131.5	-0.01128	OSEBX	398.55	-0.002652586			301.7941049	17.37222222	-0.01199972	31113.46454	176.390092	-0.00348469	
11	20061024	EKO	Oslo Børs	133	-0.01481	OSEBX	399.61	0.005004778			356.1607716	18.87222222	-0.01553634	31488.53513	177.450092	0.004172675	
12	20061023	EKO	Oslo Børs	135	0.011236	OSEBX	397.62	-0.009611734			435.6496605	20.87222222	0.01051443	30786.24387	175.460092	-0.010643837	
13	20061020	EKO	Oslo Børs	133.5	-0.00373	OSEBX	401.56	0.004151038			375.2629938	19.37222222	-0.004452868	32184.39299	179.400092	0.003318935	
14	20061019	EKO	Oslo Børs	134	-0.0219	OSEBX	399.9	0.006670662			394.905216	19.87222222	-0.022619335	31591.54029	177.740092	0.005839759	
15	20061018	EKO	Oslo Børs	137	-0.00725	OSEBX	397.25	0.011534936			523.1385494	22.87222222	-0.007967902	30656.5403	175.050092	0.010702833	
16	20061017	EKO	Oslo Børs	138	-0.01429	OSEBX	392.72	-0.004612967			569.8629938	23.87222222	-0.015007239	29900.74497	170.580092	-0.005445007	
17	20061016	EKO	Oslo Børs	140	0.01083	OSEBX	394.54	0.014372027			669.3718827	25.87222222	0.0101098	29174.8961	172.380092	0.013639924	
18	20061013	EKO	Oslo Børs	138.5	0.02974	OSEBX	388.95	0.015853531			594.005216	24.37222222	0.029018252	27818.93477	166.790092	0.015021428	
19	20061012	EKO	Oslo Børs	134.5	0	OSEBX	382.88	0.012695726			415.0274383	20.37222222	-0.000721525	25830.94796	160.720092	0.011863623	
20	20061011	EKO	Oslo Børs	134.5	0.018939	OSEBX	378.08	-0.001531712			415.0274383	20.37222222	0.018217869	24311.07507	155.920092	-0.00236382	
21	20061010	EKO	Oslo Børs	132	0	OSEBX	378.86	-0.010110172			319.4163272	17.87222222	-0.000721525	24492.2878	156.500092	0.009278068	
22	20061009	EKO	Oslo Børs	132	0.027237	OSEBX	374.87	0.010458603			319.4163272	17.87222222	0.026515829	23320.37218	152.710092	0.0096264	
23	20061006	EKO	Oslo Børs	128.5	-0.02652	OSEBX	370.99	-0.001130826			206.5607716	14.37222222	-0.027236676	22150.39627	148.830092	-0.001962929	
24	20061005	EKO	Oslo Børs	132	0	OSEBX	371.41	0.016197434			319.4163272	17.87222222	-0.000721525	22275.58996	149.250092	0.01536533	
25	20061004	EKO	Oslo Børs	132	0.015385	OSEBX	365.49	0.009891962			319.4163272	17.87222222	0.01466309	20543.51526	143.330092	0.003065959	
26	20061003	EKO	Oslo Børs	130	-0.02365	OSEBX	361.91	-0.02223483			251.9274383	15.87222222	-0.030572271	19530.0862	139.750092	-0.02306833	
27	20061002	EKO	Oslo Børs	134	-0.00372	OSEBX	370.14	-0.00580215			394.905216	19.87222222	-0.004438987	21898.10761	147.980092	-0.004734253	
28	20060929	EKO	Oslo Børs	134.5	0.013183	OSEBX	371.59	0.00115853			415.0274383	20.37222222	0.012461149	22329.35238	149.430092	0.000326427	
29	20060928	EKO	Oslo Børs	132.75	-0.00188	OSEBX	371.16	0.003949148			346.7871605	18.62222222	-0.002601224	22201.0274	149.000092	0.003117045	
30	20060927	EKO	Oslo Børs	133	0.007576	OSEBX	369.7	0.018064658			356.1607716	18.87222222	0.006854233	21768.07873	147.540092	0.017232555	
31	20060926	EKO	Oslo Børs	132	0	OSEBX	363.14	0.028375623			319.4163272	17.87222222	-0.000721525	19875.38633	140.980092	0.02754352	
32	20060925	EKO	Oslo Børs	132	0.027237	OSEBX	353.12	-0.034399781			319.4163272	17.87222222	0.026515829	17150.54568	130.960092	-0.035231884	
33	20060922	EKO	Oslo Børs	129.5	-0.00772	OSEBX	365.7	-0.003460773			206.5607716	14.37222222	-0.008443633	20603.758	143.540092	-0.004292877	
34	20060921	EKO	Oslo Børs	129.5	0.003876	OSEBX	366.97	-0.021073972			236.305216	15.37222222	0.003154444	20969.96273	144.810092	-0.021906076	
35	20060920	EKO	Oslo Børs	129	0.019763	OSEBX	374.87	-0.003888236			221.1829938	14.87222222	0.019041321	23320.37218	152.710092	-0.004420429	
36	20060919	EKO	Oslo Børs	126.5	0.00198	OSEBX	376.22	0.004700101			153.0718827	12.37222222	0.001258867	23734.51193	154.060092	0.003667998	
37	20060918	EKO	Oslo Børs	126.25	0.001984	OSEBX	374.46	0.007580877			146.9462716	12.12222222	0.001262802	23195.31901	152.300092	0.006728774	
38	20060915	EKO	Oslo Børs	126	-0.00395	OSEBX	371.65	-0.008113374			140.9496605	11.87222222	-0.004674094	22347.28759	149.490092	-0.008945477	
39	20060914	EKO	Oslo Børs	126.5	0.003868	OSEBX	374.69	-0.0011463			153.0718827	12.37222222	0.003246579	23265.42895	152.530092	-0.001978409	
40	20060913	EKO	Oslo Børs	126	-0.00787	OSEBX	375.12	0.013208006			140.9496605	11.87222222	-0.008955541	23396.78973	152.980092	0.012375903	
41	20060912	EKO	Oslo Børs	127	0.007937	OSEBX	370.23	0.003959107			166.6941049	12.87222222	0.007214983	21924.75213	148.070092	-0.003127004	
42	20060911	EKO	Oslo Børs	126	-0.00395	OSEBX	368.77	-0.034785112			140.9496605	11.87222222	-0.004674094	21494.51906	146.610092	-0.035617216	
43	20060908	EKO	Oslo Børs	126.5	0	OSEBX	382.06	-0.0018949			153.0718827	12.37222222	-0.000721525	25568.03941	159.900092	-0.002687003	
44	20060907	EKO	Oslo Børs	126.5	-0.00197	OSEBX	382.77	-0.007545115			153.0718827	12.37222222	-0.002693912	25795.60164	160.610092	-0.008377218	
45	20060906	EKO	Oslo Børs	126.75	0.001976	OSEBX	385.88	-0.02121612			159.3204938	12.62222222	0.00125476	26738.82047	163.520092	-0.022048223	
46	Opphold																
47	20011106	EKO	Oslo Børs	66	0.015395	OSEBX	151.67	0.004636683			2316.262994	48.12777778	0.01466309	4968.827136	70.46990805	0.00380458	
48	20011105	EKO	Oslo Børs	65		OSEBX	150.97				2413.536549	49.12777778	-0.000721525	5068.003008	71.18994805		
49			snitt	114,1278	0.000722		222,16	0.000832103					varians	8196.396813	90.53395392	Covarians	
50																	
51	Mange observasjoner i beta arket er tatt bort i vedlegget for å ikke bruke 30 sider med observasjoner																

Microsoft Excel - oppgavenvedlegg

File Edit View Insert Format Tools Data Window Help

Type a question for help

CS5

	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V	W
1															
2	Årlig avkastning OSEBX	varians eko r	Varians EKO	st. avik EKO	st. dev eko r	Varians Osebx	st. avik OSEBX	st. Avik osebx r	varians osebx r	covarians	covarians r		beta 6 år	fra avkastn.	0,529653611
3	0,219510534	0,000141377	356,1607716	19,87222222	-0,054102308	34243,53653	186,950092	0,012430562	0,000154519	3492,306458	-0,000672522				
4			696,4941049	26,37222222	0,002848904	32299,31145	179,720092	-0,008417065	8,86811E-05	4739,618303	-2,88377E-05				
5	Årlig avkastning EKO		669,3718827	25,87222222	-0,011322222	33562,27969	183,200092	0,005798307	3,36204E-05	4739,793949	-6,56498E-05		Fra fomler		
6	0,153951768		749,2385494	27,37222222	-0,000721525	32591,1141	180,530092	0,005767072	3,32591E-05	4941,509796	-4,16109E-06		fra avkastning		
7			749,2385494	27,37222222	-0,018082636	31644,88482	177,890092	-0,013688048	0,000187363	4869,247128	0,000247516		covarians	0,00007488063	
8			892,3496605	29,87222222	0,042756736	33525,64367	183,100092	-0,00080134	9,60663E-07	5469,606636	-4,19073E-05		var osebx	0,000141377	
9			569,8829938	23,87222222	0,048708133	33547,61928	183,160092	0,016154473	0,000260967	4372,438417	0,000786854		beta	0,529653611	
10			301,7941049	17,37222222	-0,01199872	31113,46545	176,390092	-0,003484669	1,21431E-05	3064,268755	4,18153E-05		fra kursen		
11			356,1607716	18,87222222	-0,01553634	31488,53513	177,450092	0,004172675	1,74112E-05	3348,877569	-6,48281E-05		covarians	1203,397772	
12			435,6496605	20,87222222	0,01051443	30786,24387	175,460092	-0,010643837	0,000113291	3662,24203	-0,000111914		var osebx	8202,682393	
13			375,2629938	19,37222222	-0,004452668	32184,39299	179,400092	0,003318936	1,10153E-05	3475,378448	-1,47786E-05		beta	0,146707836	
14			394,905216	19,87222222	-0,022619335	31591,54029	177,740092	0,005838759	3,40911E-05	3532,090605	-0,000132069				
15			523,1385494	22,87222222	-0,007987902	30656,5403	175,990092	0,010702833	0,000114551	4004,694942	-8,52791E-05				
16			569,8829938	23,87222222	-0,015007239	29090,74497	170,560092	-0,00544507	2,96488E-05	4071,648417	8,17155E-05				
17			669,3718827	25,87222222	0,0101088	29714,8961	172,380092	0,013539924	0,00018333	4459,858046	0,000136872				
18			594,005216	24,37222222	0,029018252	27818,93477	166,790092	0,015021428	0,000225643	4065,045186	0,000435986				
19			415,0274383	20,37222222	-0,000721525	25830,94796	160,720092	0,011863623	0,000140746	3274,225429	-8,5599E-06				
20			415,0274383	20,37222222	0,018217869	24311,07507	155,920092	-0,00236382	5,58765E-06	3176,438762	-4,30638E-05				
21			319,4163272	17,87222222	-0,000721525	24492,27878	156,500092	0,009278068	8,68826E-05	2797,004421	-6,69436E-06				
22			319,4163272	17,87222222	0,026515829	23320,37218	152,710092	0,0096264	9,26676E-05	2729,268699	0,000256252				
23			206,5607716	14,37222222	-0,027236676	22150,39627	148,830092	-0,001962929	3,86309E-06	2139,019155	5,34637E-05				
24			319,4163272	17,87222222	-0,000721525	22275,58995	149,250092	0,01536533	0,000236093	2667,43081	-1,10865E-05				
25			319,4163272	17,87222222	0,01466309	20543,51526	143,330092	0,009059859	8,2081E-05	2561,627355	0,000132846				
26			251,9274383	15,87222222	-0,030572271	19530,0882	139,750092	-0,023068933	0,000532893	2218,144515	0,000705209				
27			394,905216	19,87222222	-0,004439897	21898,10761	147,990092	-0,004734253	2,24132E-05	2940,893272	2,10153E-05				
28			415,0274383	20,37222222	0,012461149	23229,35238	149,430092	0,00326427	1,86564E-07	3044,22304	4,07655E-06				
29			346,7871605	18,62222222	-0,002601224	22201,0274	149,000092	0,003117045	9,71597E-06	2774,712823	-8,10813E-06				
30			356,1607716	18,87222222	0,006854233	21768,07873	147,540092	0,012732555	0,000296961	2784,409402	0,000118116				
31			319,4163272	17,87222222	-0,000721525	19875,38633	140,980092	0,02754352	0,000758645	2519,627532	-1,98733E-05				
32			319,4163272	17,87222222	0,026515829	17150,54568	130,960092	-0,035231884	0,001241286	2340,547866	-0,000934203				
33			206,5607716	14,37222222	-0,008443533	20603,758	143,640092	-0,004292877	1,84289E-05	2062,990099	3,6247E-05				
34			236,305216	15,37222222	0,003154444	20969,96273	144,810092	-0,021906076	0,000479876	2226,052914	-6,91015E-05				
35			221,1829938	14,87222222	0,019041321	23320,37218	152,710092	-0,004420429	1,96402E-05	2127,138423	-8,41708E-05				
36			153,0718827	12,37222222	0,001258873	23734,51193	154,060092	0,003867998	1,49614E-05	1906,066693	4,86855E-06				
37			146,9482716	12,12222222	0,001262602	23195,31801	152,300092	0,006728774	4,52764E-05	1846,215559	8,49576E-06				
38			140,9496605	11,87222222	-0,004674094	22347,28759	149,490092	-0,008945477	8,00216E-05	1774,779592	4,1812E-05				
39			153,0718827	12,37222222	0,003246729	23265,42896	152,530092	-0,001978403	3,91439E-06	1887,136193	-6,42334E-06				
40			140,9496605	11,87222222	-0,008595541	23396,78973	152,980092	0,012375903	0,000153163	1815,976203	-0,000106378				
41			165,8941049	12,87222222	0,007214983	21924,75213	148,070092	0,003127004	9,77815E-06	1905,991128	2,25613E-05				
42			140,9496605	11,87222222	-0,004674094	21494,51906	146,610092	-0,036617216	0,001288886	1740,587592	0,000164678				
43			153,0718827	12,37222222	-0,000721525	25568,03941	159,900092	-0,002687003	7,21999E-06	1978,319471	1,93874E-06				
44			153,0718827	12,37222222	-0,002693912	25795,60164	160,610092	-0,008377218	7,01778E-05	1987,103749	2,25675E-05				
45			159,3204938	12,62222222	0,00125476	26738,82047	163,520092	-0,022048223	0,000486124	2063,986838	-2,76652E-05				
46															
47			2316,262994	48,12777778	0,01466309	4968,827136	70,48990805	0,00380458	1,44748E-05	3392,52263	5,57869E-05				
48			2413,538549	49,12777778	-0,000721525	5068,003008	71,18990805			3497,401983					
49					varians	8196,396813	90,53395392	Covarians	0,000141377	1399,834365	7,48806E-05				
50															
51	rasjoner														

Ready

## Verdsettelse arket

Microsoft Excel - oppgavenvedlegg

File Edit View Insert Format Tools Data Window Help

Type a question for help

A1

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
1															
2	Verdsettelse														
3															
4	Verdiene her er ikke i 1000		1 000												
5															
6	Nøkkel faktorer														
7	Ronic		27 %												
8	g		7,5 %												
9	WACC		12,58 %												
10															
11															
12	Formel for verdi e. eksplisitt periode														
13															
14															
15															
16	Continuing_value, =		$\frac{Noplat_{t+1}}{WACC - g} \left(1 - \frac{g}{RONIC}\right)$												
17															
18	Kontantstrømmer operasjonelle aktiviteter														
19	Diskontert eksplisitt	kr	1 051 832 213												
20	verdi e. Eksplisitt	kr	7 067 289 421		sum operasjonell kontantstrøm										
21	Diskontert e. Eksplisitt periode	kr	3 471 246 150		kr	4 523 078 363									
22															
23	Kontantstrømmer ikke operasjonelle aktiviteter														
24	Finansposter														
25	Diskontert eksplisitt	kr	18 519 008												
26	verdi e. Eksplisitt	kr	113 299 880												
27	Diskontert e. Eksplisitt periode	kr	55 649 592												
28	leasing diskontert eksplisitt	kr	766 729		sum ikke operasjonell kont. strøm										
29	Leasing diskontert e. Eksplisitt periode	kr	4 834 358		kr	67 567 513									
30															
31															
32															
33	Andre langsiktige plasseringer				sum plasseringer										
34	(sykkelysbrua er utelatt)	kr	13 376 000		kr	13 376 000									
35															
36	Gjeldshaveres krav på bedrifta														
37	Langsiktig gjeld	kr	50 775 000												
38	Pensjonsforpliktelser	kr	67 321 000		Sum gjeld og gjeld										

# Sensitivitetsanalyser arket

The screenshot shows a Microsoft Excel spreadsheet titled "Microsoft Excel - oppgavenvedlegg". The spreadsheet contains a table with columns A through R. The data is organized into rows for various WACC and market data scenarios. The first row (row 3) has labels: "k-gjeld", "k-ek", "WACC", "g", "RONIC", "Verdi", "Verdi pr aksje", "gjeld", "EK andel", and "skatt". The following rows (rows 4-46) show numerical values for these variables. For example, row 4 has WACC at 3.00%, g at 25.00%, and RONIC at 23.84%. The "Verdi" column shows values like 1 108 064,17 for row 4. The "Verdi pr aksje" column shows values like 5,10 % for row 4. The "gjeld" column shows values like 94,90 % for row 4. The "EK andel" column shows values like 28 % for row 4. The "skatt" column shows values like 28 % for row 4. The "dagens nivå" is highlighted in row 28. The bottom row (row 49) has a summary row with WACC at 5%, g at 3%, ronic at 14%, verdi at 15 937 110,91, and per aksje at 432,74. The status bar at the bottom shows the file path: "correlation / Forholdstall / FCF og Ronic / WACC og Markedsdata / beta / Verdssettelse / sensitivitetsanalyser /".

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
3			k-gjeld	k-ek	WACC	g	RONIC	Verdi	Verdi pr aksje			gjeld	5,10 %						
4			3,00 %	25,00 %	23,84 %	3,00 %	14 %	1 108 064,17				EK andel	94,90 %						
5			3,10 %	24,50 %	23,36 %	4,00 %	16 %	1 144 659,37				skatt	28 %						
6			3,20 %	24,00 %	22,89 %	5,00 %	18 %	1 191 373,17											
7			3,30 %	23,50 %	22,42 %	6,00 %	20 %	1 249 180,91											
8			3,40 %	23,00 %	21,95 %	7,00 %	22 %	1 320 132,11											
9			3,50 %	22,50 %	21,48 %	8,00 %	24 %	1 407 565,87											
10			3,60 %	22,00 %	21,01 %	9,00 %	26 %	1 516 834,54											
11			3,70 %	21,50 %	20,54 %	10,00 %	28 %	1 656 442,48											
12			3,80 %	21,00 %	20,07 %	3,00 %	14 %	1 436 598,11											
13			3,90 %	20,50 %	19,60 %	4,00 %	16 %	1 501 996,81											
14			4,00 %	20,00 %	19,13 %	5,00 %	18 %	1 587 265,29											
15			4,10 %	19,50 %	18,66 %	6,00 %	20 %	1 686 619,78											
16			4,20 %	19,00 %	18,19 %	7,00 %	22 %	1 837 583,45											
17			4,30 %	18,50 %	17,71 %	8,00 %	24 %	2 022 966,06											
18			4,40 %	18,00 %	17,24 %	9,00 %	26 %	2 275 247,57											
19			4,50 %	17,50 %	16,77 %	10,00 %	28 %	2 636 847,04											
20			4,60 %	17,00 %	16,30 %	3,00 %	14 %	1 960 582,85											
21			4,70 %	16,50 %	15,83 %	4,00 %	16 %	2 084 340,41											
22			4,80 %	16,00 %	15,36 %	5,00 %	18 %	2 276 382,94											
23			4,90 %	15,50 %	14,89 %	6,00 %	20 %	2 526 025,01											
24			5,00 %	15,00 %	14,42 %	7,00 %	22 %	2 879 876,21											
25			5,10 %	14,50 %	13,95 %	8,00 %	24 %	3 412 194,79											
26			5,20 %	14,00 %	13,48 %	9,00 %	26 %	4 296 993,13											
27			5,30 %	13,50 %	13,01 %	10,00 %	28 %	6 043 993,13											
28		dagens nivå	5,00 %	13,07 %	12,58 %	7,50 %	27 %	4 391 725,88											
29			5,40 %	13,00 %	12,54 %	4,00 %	16 %	3 051 979,67											
30			5,50 %	12,50 %	12,06 %	5,00 %	18 %	3 490 028,15											
31			5,60 %	12,00 %	11,59 %	6,00 %	20 %	4 172 325,94											
32			5,70 %	11,50 %	11,12 %	7,00 %	22 %	5 365 616,36											
33			5,80 %	11,00 %	10,65 %	8,00 %	24 %	7 051 365,60											
34			5,90 %	10,50 %	10,18 %	9,00 %	26 %	16 580 713,24											
35			6,00 %	10,00 %	9,71 %	10,00 %	28 %	63 349 661,67											
36			6,10 %	9,50 %	9,24 %	3,00 %	14 %	4 720 893,34											
37			6,20 %	9,00 %	8,77 %	4,00 %	16 %	5 793 971,29											
38			6,30 %	8,50 %	8,30 %	5,00 %	18 %	7 871 108,82											
39			6,40 %	8,00 %	7,83 %	6,00 %	20 %	13 344 541,23											
40			6,50 %	7,50 %	7,36 %	7,00 %	22 %	64 176 697,18											
41			6,60 %	7,00 %	6,89 %	8,00 %	24 %	19 172 722,88											
42			6,70 %	6,50 %	6,41 %	9,00 %	26 %	7 693 579,36											
43			6,80 %	6,00 %	5,94 %	10,00 %	28 %	4 538 642,99											
44			6,90 %	5,50 %	5,47 %	3,00 %	14 %	12 773 090,30											
45			7,00 %	5,00 %	5,00 %	4,00 %	16 %	29 520 449,88											
49			WACC	g	ronic	verdi		per aksje											
50			5 %	3 %	14 %	15 937 110,91		432,74											
51			5 %	4 %	16 %	29 381 251,37		797,80											
51			5 %	5 %	18 %	#DIV/0!	#DIV/0!												

The screenshot shows a Microsoft Excel spreadsheet titled "Microsoft Excel - oppgavenvedlegg". The spreadsheet contains a table with columns A through R. The data is organized into rows for various FCF and Ronic scenarios. The first row (row 61) has labels: "#DIV/0!", "#DIV/0!". The following rows (rows 62-111) show numerical values for these variables. For example, row 62 has "#DIV/0!" at 21 354 650,75 and "#DIV/0!" at 679,85. The "Verdi" column shows values like 1 108 064,17 for row 62. The "Verdi pr aksje" column shows values like 5,10 % for row 62. The "gjeld" column shows values like 94,90 % for row 62. The "EK andel" column shows values like 28 % for row 62. The "skatt" column shows values like 28 % for row 62. The status bar at the bottom shows the file path: "correlation / Forholdstall / FCF og Ronic / WACC og Markedsdata / beta / Verdssettelse / sensitivitetsanalyser /".

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
61			7 %	7 %	22 %	#DIV/0!	#DIV/0!												
62			7 %	8 %	24 %	(21 354 650,75)	(679,85)												
63			7 %	9 %	26 %	(9 925 873,77)	(269,52)												
64			7 %	10 %	28 %	(6 136 503,68)	(186,63)												
65			8 %	3 %	14 %	6 025 437,16	163,61												
66			8 %	4 %	16 %	6 992 960,92	189,88												
67			8 %	5 %	18 %	8 688 373,21	236,92												
68			8 %	6 %	20 %	12 166 214,11	330,35												
69			8 %	7 %	22 %	22 726 306,01	617,09												
70			8 %	8 %	24 %	#DIV/0!	#DIV/0!												
71			8 %	9 %	26 %	(19 776 936,04)	(537,01)												
72			8 %	10 %	28 %	(9 198 067,40)	(249,76)												
73			9 %	3 %	14 %	4 830 634,84	133,88												
74			9 %	4 %	16 %	5 905 863,26	149,50												
75			9 %	5 %	18 %	6 427 016,58	174,51												
76			9 %	6 %	20 %	8 017 495,42	217,70												
77			9 %	7 %	22 %	11 258 333,07	305,70												
78			9 %	8 %	24 %	21 070 665,96	572,14												
79			9 %	9 %	26 %	#DIV/0!	#DIV/0!												
80			9 %	10 %	28 %	(18 371 136,92)	(498,84)												
81			10 %	3 %	14 %	4 151 120,50	112,72												
82			10 %	4 %	16 %	4 516 093,77	122,63												
83			10 %	5 %	18 %	5 071 596,25	137,71												
84			10 %	6 %	20 %	5 943 622,36	161,39												
85			10 %	7 %	22 %	7 435 323,95	201,89												
86			10 %	8 %	24 %	10 460 842,49	284,05												
87			10 %	9 %	26 %	19 602 806,33	532,28												
88			10 %	10 %	28 %	#####	#####												
89			11 %	3 %	14 %	3 668 522,98	96,90												
90			11 %	4 %	16 %	3 810 836,31	103,48												
91			11 %	5 %	18 %	4 169 075,66	113,20												
92			11 %	6 %	20 %	4 700 140,88	127,62												
93			11 %	7 %	22 %	5 523 584,28	149,98												
94			11 %	8 %	24 %	6 922 835,52	187,98												
95			11 %	9 %	26 %	9 752 313,67	264,81												
96			11 %	10 %	28 %	18 289 424,15	496,62												
97			12 %	3 %	14 %	3 117 069,62	84,64												
98			12 %	4 %	16 %	3 283 189,42	89,15												
99			12 %	5 %	18 %	3 525 300,44	95,72												
100			12 %	6 %	20 %	3 871 434,34	105,12												
101			12 %	7 %	22 %	4 376 373,11	118,83												
102			12 %	8 %	24 %	5 152 860,62	139,92												
103			12 %	9 %	26 %	6 466 575,05	175,59												
104			12 %	10 %	28 %	9 117 066,86	247,56												
105			13 %	3 %	14 %	2 757 376,28	74,87												
106			13 %	4 %	16 %</														

