

Strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing av Synnøve Finden ASA



Av

Ole Navarsete og Brede Selseng

Veileder: Bjørn Svendsen

Utredning i fordjupings-/spesialfagsområdet: Økonomisk styring

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.

Samandrag

Vi har i denne utredninga gjennomført ei strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing av Synnøve Finden ASA per 31.12.2007 basert på offentlig informasjon. I den første delen presenterer vi kort verksemda og bransjen. Vidare presenterer vi ulike verdsetjingsteknikkar, som fundamental-, komparativ og opsjonsbasert verdsetjing.

Vi har i hovudsak valt å fokusere på ei fundamental verdsetjing. For å få eit betre grunnlag til å anslå verdiestimatet av verksemda har vi også gjennomført ei opsjonsbasert og ei komparativ analyse, i tillegg til ei alternativ fundamental verdsetjing. Som eit ledd i den fundamentale analysa har vi gjennomført ei strategisk analyse for identifisere verksemda sine kritiske drivarar til lønnsemd. I tillegg har vi føreteke ei rekneskapsanalyse der vi omgrupperer og justerar finansrekneskapet for å tilpasse det eit investorperspektiv, og for at vi kan verdsetje verksemda på grunnlag av underliggende økonomiske verdiar.

Resultata frå den strategiske rekneskapsanalysa nyttar vi til å framskrive rekneskapen over budsjettthorisonen. På grunnlag av dette har vi verdsett Synnøve Finden ved hjelp av eigenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden, sysselsett kapitalmetoden og driftseigedelmetoden. Etter ein sekvensiell oppdatering av vektene i avkastingskrava kjem vi fram til eit felles fundamentalt verdiestimat på 22,03 kr per aksje. Til slutt vert uvissa i verdiestimatet analysert ved ei sensitivitetsanalyse. Vidare har vi eksplisitt teke omsyn til verdien av framtidige vekstmoglegheiter som ein realopsjon og inkludert denne i prisestimatet. Vi får då ein fundamental verdi på Synnøve Finden på kr 24,62 per aksje.

Frå den komparative verdsetjinga får vi eit verdiestimat på kr 23,47 kr per aksje, og den alternative fundamentale verdsetjinga gir oss eit prisestimat på 29,10 kr per aksje. Det vekta prisestimatet mellom dei ulike metodane vert per 01.06.08 på kr 25,86 kr per aksje. Aksjekursen på same tidspunkt er på kr 21,30, og vi konkluderar difor med ei KJØP anbefaling.

Innhold

1	Innleiing	9
1.1	Val av tema og generelt om oppgåva	9
1.2	Føremål	9
1.3	Struktur	9
2	Presentasjon av Synnøve Finden AS	10
2.1	Historie	10
2.2	Kort om bransjen	11
3	Verdsetjingsteknikkar	12
3.1	Fundamental verdsetjing	12
3.2	Komparativ verdsetjing	12
3.3	Opsjonsbasert verdsetjing	14
3.4	Val av verdsetjingsteknikk	15
3.5	Rammeverk for den fundamentale verdsetjinga	16
4	Strategisk analyse	18
4.1	Rammeverk for strategisk analyse	19
4.2	Ekstern bransjeorientert analyse	20
4.2.1	PEST-analyse	21
4.2.2	Oppsummering PEST-analyse	25
4.3	Bransjeanalyse	25
4.3.1	Porter's five forces	26
4.4	Intern ressursbasert analyse	36
4.4.1	Kartlegging av ressursar	36
4.4.2	SVIMA-analyse	37
4.5	Oppsummering av strategisk analyse (SWOT)	44
5	Rekneskapsanalyse	45
5.1	Fokuset i analysa	45
5.2	Val av analysenivå	46
5.3	Val av analyseperiode	47
5.4	Val av komparativ bransje	47
5.5	Rammeverk for rekneskapsanalyse	48
5.6	Presentasjon av finansrekneskapskapen	49
5.7	Omgruppering for investororientert analyse	51
5.7.1	Fokus på totalkapital	56
5.7.2	Fokus på sysselsett kapital	57

5.7.3	Fokus på netto driftskapital	58
5.7.4	Omgruppert resultatoppstilling	58
5.7.5	Omgruppert balanse	59
5.7.6	Analyse og justering av målefeil	60
5.7.7	Raudt varselflagg i driftskostnadane 2006	65
6	Analyse av risiko	68
6.1	Relevant risiko	68
6.2	Likviditetsanalyse	69
6.2.1	Analyse av gjeldsdekning i balansen ved hjelp av forholdstal	69
6.2.2	Rentedekningsgrad	72
6.3	Oppsummering likviditetsanalyse	73
6.4	Soliditetsanalyse	73
6.4.1	Eigenkapitalprosent	74
6.4.2	Statisk finansieringsanalyse	75
6.4.3	Oppsummering av soliditetsanalysa	76
6.5	Syntetisk rating	76
6.6	Z-score	78
6.7	Oppsummering syntetisk rating	79
7	Avkastningskrav	80
7.1	Eigenkapitalkrav	80
7.2	Risikofri rente	81
7.3	Marknadens risikopremie	82
7.4	Beta	83
7.4.1	Estimering av eigenkapitalbetaen til Synnøve Finden	84
7.4.2	Berekning av eigenkapitalbeta for analyseperioden	85
7.4.3	Likviditetspremie	88
7.4.4	Minoritetskrav	90
7.4.5	Finansielt gjeldskrav	91
7.4.6	Netto finansielt gjeldskrav	92
7.4.7	Netto driftskrav	93
8	Analyse av lønnsemd	95
8.1	Rentabilitetsanalyse	95
8.2	Eigenkapitalrentabilitet	96
8.2.1	Dekomponering av eigenkapitalrentabiliteten	97
8.3	Analyse av driftsrentabiliteten	99
8.3.1	Analyse av netto driftsmargin	100
8.4	Analyse av finansiering	101

8.5	Oppsummering av analyse av lønnsemd	104
9	Analyse av vekst.....	105
9.1	Vekst på kort sikt.....	105
9.2	Vekst på lang sikt	106
10	Budsjettering og framskriving.....	108
10.1	M-punkt.....	109
10.2	Budsjetteringa	109
10.3	Oppsummering av budsjett drivarane	114
11	Framtidsrekneskapen.....	115
11.1	Resultatrekneskapen i budsjettperioden.....	115
11.2	Balansen i budsjettperioden	115
11.3	Fri kontantstraum i budsjettperioden	116
11.4	Rentabilitetar.....	117
11.5	Vekst i framtidsrekneskapen.....	117
11.6	EPS.....	118
12	Framskriving av avkastingskrav.....	119
12.1	Eigenkapitalkravet	119
12.1.1	Risikofri rente.....	119
12.1.2	Eigenkapitalbeta	120
12.1.3	Risikopremien i marknaden	121
12.1.4	Illikviditetspremie	121
12.1.5	Utbyteskatt	121
12.1.6	Oppsummering eigenkapitalkrav	122
12.2	Andre framtidskrav	122
13	Fundamental verdsetjing	124
13.1	Kapital.....	124
13.2	Verdsetjingsmodellar	124
13.3	Oppsummering av metodar og kapital	125
13.4	Fri kontantstraum til eigenkapital- modellen.....	126
13.5	Superprofitt til eigenkapital-metoden	126
13.6	Superprofittvekst- modellen (Δ SPE-modellen)	127
13.7	Oppsummering av alle verdiestimata.....	128
13.8	Konvergering av verdiestimata	128
13.9	Konvergering av verdiestimata til Synnøve Finden.....	130
13.10	Uvisse i verdiestimata	130
14	Realopsjon.....	134
14.1	Opsjonar.....	134

14.1.1	Amerikansk vs europeisk opsjon.....	136
14.1.2	Opsjonsverdsetjing	136
14.1.3	Binomisk opsjonsprising	137
14.1.4	Realopsjonar i Synnøve Finden.....	138
14.1.5	Prising av realopsjon i Synnøve Finden	139
14.1.6	Uvisse i resultatet	140
15	Alternativ verdsetjingsmetode.....	143
15.1	Verdsetjing av Synnøve Finden ved hjelp av ”alternativ verdsetjingsmetode” ...	146
15.2	Strategisk analyse.....	148
15.3	Framtidsprognose.....	148
15.4	Fundamental verdsetjing	150
15.5	Kritikk av Kinserdal og Knivsflå sine tilnærmingar	151
16	Komparativ verdsetjing	153
16.1	Val av basis	153
16.2	Val av komparative verksemder	154
16.2.1	Pris/Bok.....	155
16.2.2	Pris/Fortjeneste.....	156
16.2.3	Pris/Sal	156
16.3	Komparativ verdsetjing.....	157
16.4	Oppsummering komparativ verdsetjing.....	158
17	Oppsummering og handlestrategi.....	159
17.1	Oppsummering	159
17.2	Handling.....	160
18	Vedlegg	161
18.1	Vedlegg 1: Trussel frå rivalar	161
18.2	Vedlegg 2: Etableringsbarrierar	162
18.3	Vedlegg 3: SVIMA-analyse.....	168
18.4	Vedlegg 4: Justering sal av verksemd.....	170
18.5	Vedlegg 5: Justering av målefeil.....	171
18.6	Vedlegg 6: Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstraum.....	175
18.7	Vedlegg 7: Analyse av netto driftsmargin	177
18.7.1	Analyse av omløpet til netto driftseigedeler	180
18.8	Vedlegg 8: Analyse av historisk vekst.....	182
18.9	Vedlegg 9: Analyse av rentabilitet i framtidsrekneskapen	188
18.10	Vedlegg 10: Utrekning av framoverskodande beta i SPSS og Excel	190
18.11	Vedlegg 11: Framtidskrav.....	191
18.12	Vedlegg 12: Fundamental verdsetjing	197

18.13	Vedlegg 13: Oppdatert vekter og krav etter konvergeringsprosessen	203
18.14	Vedlegg 14: Sensitivitetsanalyse av fundamental verdsetjing.....	204
18.15	Vedlegg 15 Monte Carlo- simulering i Crystal Ball.....	211
18.16	Vedlegg 16: Binomisk tre i opsjonsprising.....	213
18.17	Vedlegg 17 Endring i arbeidskapital, normalinvesteringar og avkastingskrav (WACC)	214
	Referanseliste	216

Forord

Masterutredninga er gjennomført som eit siste ledd i masterstudiet ved Norges Handelshøyskole. Med hovudprofil innan økonomisk styring og støtteprofil i finans blei ei strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing av ei børsnotert verksemd eit naturleg tema for utredninga. Vi finn det interessant å sjå korleis ein kan nytte offentleg informasjon til byggje opp ei verdsetjing av ei verksemd.

I utredninga har vi hovudsakleg nytta oss av rammeverka frå faga BUS 424 – Strategisk rekneskapsanalyse og BUS 425 – Rekneskapsanalyse og verdsetjing. Vi har i tillegg nytta metodar og modellar frå fag som BUS 401- Strategiske lønnsomhetsanalyser og prising og FIE 401- Foretakets finansiering.

Grunnen til at vi valde Synnøve Finden ASA er at verksemda generelt er lite følgt blant analytikarar samt at den, så vidt oss bekjent, heller ikkje tidlegare har vore gjenstand for verdsetjing i masterutredning eller liknande.

Vi meiner at den offentlege informasjonen som er tilgjengeleg gjennom årsrapportar, kvartalspresentasjonar, børsmeldingar, aviser og heimesider m.m, har vore tilstrekkeleg for å komme fram til eit fornuftig verdiestimat på verksemda.

Vi ynskjer å takke rettleiar Bjørn Svendsen for gode og grundige tilbakemeldingar og dyktig rettleiing gjennom heile arbeidsprosessen.

Bergen, juni 2008.

Brede Selseng

Ole Navarsete

1 Innleiing

1.1 Val av tema og generelt om oppgåva

I denne masterutredninga vil vi gjennomføre ei strategisk rekneskapsanalyse og verdsetjing av Synnøve Finden ASA. I arbeidet nyttar vi oss kun av ekstern informasjon. Kjelder vi har nytta oss av vil bli nemnde fortløpande, men der andre kjelder ikkje er nemnde er utredninga bygd på forelesingsnotatane frå kursa BUS 424 og BUS 425. Utgangspunktet for desse er teke i ”Financial Statement Analysis an Security Valuation” som er skrive av Stephan H. Penman. Alle tal er oppgjevne i 1000 kroner dersom anna ikkje er oppgitt.

1.2 Føremål

Føremålet med utredninga er å berekne verdien på Synnøve Finden ASA sin egenkapital per 31.12.07. Verdsetjinga blir hovudsakleg gjort gjennom ei fundamental verdsetjing. Resultatet vi kjem fram til vil verte samanlikna med dagens aksjekurs for å vurdere om aksjen er over- eller undervurdert. Vi antek at verksemda vil bestå i sin tilsvarande form, som vil seie at det ikkje vert kjøpt opp og på den måten tillagt synergieffektar.

1.3 Struktur

Etter innleiinga vil vi i kapittel 2 kort presentere Synnøve Finden og meieribransjen. I kapittel 3 presenterer vi og ser nærare på ulike verdsetjingsteknikkar. Vi grunngjev kvifor vi har valt ein fundamental metode og presentere eit rammeverk for denne. Vidare følgjer ei strategisk analyse der vi vil vurdere tilhøva og Synnøve Finden sin posisjon i bransjen. Deretter gjennomfører vi ei rekneskapsanalyse av verksemda, der vi omgrupperar rekneskapet for analyseformål. På grunnlag av den strategiske og rekneskapsmessige analysa vil vi utarbeide eit framtidrekneskap. Framtidrekneskapen vil danne grunnlaget for verdsetjinga av verksemda. Som eit supplement til den fundamentale analysa vil vi gjennomføre ei komparativ- og ei opsjonsbasert verdsetjing samt ei alternativ fundamental verdsetjing.

Vidare er det verdt å merke seg at vi med omsyn til lengda på oppgåva har valt å presentere deler av analysa i vedlegg. Typisk vil dei viktigaste resultatata verte presentert i oppgåva, medan utfyllande analyser og utrekningar er å finne i vedleggsdelen.

2 Presentasjon av Synnøve Finden AS

2.1 Historie

Historia om Synnøve Finden AS starta på den avsidesliggande staden Finden ved Sognefjorden i Sogn, der Synnøve Finden vaks opp. Synnøve interesserte seg tidleg for gardsarbeid og arbeide ein kort periode som budeie. I 1889 reiste den då 18 år gamle jenta til Jæren for å bli meierist, som var sær s uvanleg for jenter på den tida. Etter enda utdanning reiste ho til Oslo og arbeida både i butikk og meieri. Heile tida drøymde ho om å starte for seg sjølv. Draumen blei oppfylt då ho saman med Pernille Holmen frå Hedmark opna Synnøve Findens Ostefabrikk i Oslo i 1928.

Forretningsidèen var å sette pultostproduksjon i system for kommersiell utnytting. Pultosten var opphavleg ein ost som vart laga på mjølkerestar etter mjølkinga. Synnøve hadde irritert seg over kor dårleg kvaliteten på dåtidas pultost var ettersom det vart stilte små krav til råstoff og hygienen var dårleg. Synnøve gjekk inn for å endre på dette, og etterkvart vaks pultosten sin popularitet grunna betre kvalitet.

Synnøve var den som hadde alle oppskriftene og kom med idèane. Ho tok patent på fleire av oppskriftene og vakta kunnskapen sin vel. Både Synnøve og Pernille var pinsevenner og mykje av overskotet frå meieridrifta gjekk til misjonsbevegelsen, både i Kina og belgisk Kongo.

Historia om det Synnøve Finden vi kjenner i dag starta då Dag Swanstrøm kjøpte meieriet i 1987. Då hadde meieriet overlevd i 60 år gjennom både mjølkemangel under krigen og dyre råvarer frå Norske Meierier. Hausten 1996 vart Synnøve Gulost lansert, og Norske Meieriers monopol var historie. Lanseringa vart godt motteke og i januar 1997 var også Synnøve Brunost på marknaden.

I juli i 1998 blei Synnøve Finden notert på Oslo børs. I 2000 hadde varemerket ”Synnøve” oppnådd ei merkekjenning på over 90%.¹ Frå 1996 til 2005 hadde Synnøve Finden ein vekst

¹ www.synnove.no

i omsetning frå 43 til 1250 millionar kroner. Veksten var basert på høg gearing og risiko. Som resultat av dette blei den økonomiske situasjonen i 2006 og 2007 vaklande, og Synnøve hadde brot på covenants overfor Sparebank1 i 2007. Synnøve har på bakgrunn av dette lagt om strategien frå vekst til fokus på lønsemd. Det var interne stridigheter rundt denne strategiendringa, noko som kulminerte med at Dag Swanstøm trakk seg som administrerende direktør i 2007.

Produksjonen føregår i dag i to sjølveigde anlegg i Noreg og to innleigde meieri i henholdsvis Estland og Noreg. I tillegg er dei medeigarar i Hemsegarden, som er ein nisjeproducent av økologisk ost. Sidan lanseringa av Synnøve Gulost i 1996 har Synnøve Finden lansert ei rekkje produkt. Produkta vert delt inn i 9 ulike grupper. Dette er: Gulost, Økologisk Gardsost, Brunost og Prim, Revet ost, Feta, Parmesan, Smør og margarin, Kryddersmør og andre ostar.

2.2 Kort om bransjen

Meieribransjen i Noreg er fortsett sterkt prega av at Tine BA (tidl. Norske Meierier) tidlegare hadde monopol i Noreg. Tine har behelde ein dominerande posisjon, og det er i grunn berre Synnøve Finden og Q-Meieriene som kan reknast til å vere betydelege konkurrent. Tine er i tillegg marknadsregulator og underlagt særlege reglar og kontroll.

Bransjen har vore prega av ein årelang strid mellom dei ulike aktørane og myndighetene i forhold til korvidt dei andre meieriaktørane har betalt overpris for mjølka til Tine. Denne striden ser no ut til å gitt seg ved at landbruksministaren har gjeve dei mindre aktørane ei ekstra avgiftslette for å understøtte konkurransen i marknaden. Synnøve Finden har på dette grunnlaget trekt eit varsla søksmål mot staten.

I denne oppgåva definerar vi meieribransjen til å bestå av Tine og Synnøve Finden.

Bakgrunnen for dette er at Q-Meieriene i det store og heile ikkje produserar dei same meieriprodukta som Synnøve Finden. Kavli er ein aktuell kandidat til å bli inkludert i den relevante bransjen sidan dei sel skiva ost med diverse smakar i marknaden. Dette utgjør likevel for lite av både Kavli sin omsetnad og av ostemarknaden til at vi finn hensiktsmessig å inkludere dei.

3 Verdsetjingsteknikkar

For å komme fram til verdien på eigenkapitalen kan ein bruke ulike verdsetjingsteknikkar.

Kva verdsetjingsteknikk som høver best kjem blant anna an på kva bransje og fase i livssyklusen verksemda er i og korvidt det er grunnlag for vidare drift eller ikkje. Dei ulike teknikkane er meir supplement enn dei er alternativ, og ei analyse kan ofte nytte seg av fleire teknikkar for å best resultat. Vi vil no presentere dei tre verdsetjingsteknikkane fundamental verdsetjing, komparativ verdsetjing og opsjonsbasert verdsetjing.

3.1 Fundamental verdsetjing

Ei fundamental verdsetjing er ei verdivurdering basert på analyse av underliggende forhold og utarbeiding av prognosetal.² Desse underliggende forholda vert klargjorte gjennom ei strategisk analyse og ei rekneskapsanalyse. Deretter vert rekneskapen budsjettert og framskriven over ein fornuftig horisont (t.d. 4-5 år) for ei verdsetjing. Denne metoden treng store mengder input og er såleis vesentleg meir arbeidskrevjande enn dei to andre teknikkane. Dei tilgjengelege dataane kan også innehalde målefeil og støy, noko som kan gje eit feil bilete av dei underliggende økonomiske tilhøva. Rameverket for den fundamentale analysen presenterast i figuren under.³



Figur 1 Rameverk for fundamental analyse

Då teknikken baserar seg på rekneskapstal eignar den seg best for selskap som har god tilgang på historisk rekneskapsinformasjon. Det vil seie at den eignar seg betre for modne og stabile selskap enn for til dømes unge vekstselskap.

3.2 Komparativ verdsetjing

Komparativ verdsetjing er ei verdivurdering som baserer seg på samanlikning av prisinga på tilsvarende selskap eller eigarar.⁴ Ved komparative verdsetjingar kan ein enten nytte seg av multiplikatormodellar, som er direkte, eller av den meir indirekte substansverdimodellen.

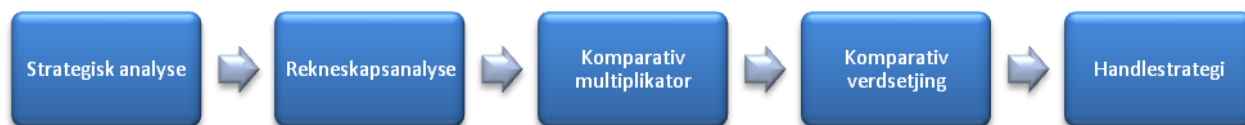
Teknikken er enklare og mindre arbeidskrevjande enn fundamental verdsetjing fordi den ikkje

² Finn Kinserdal (2007); BUS 425- 09,03

³ Penman, 2004

⁴ Finn Kinserdal (2007); BUS 425- 09,103

går inn i dei underliggende forholda i verksemda. Modellens enkelheit i bruk gjer at den også vert mykje nytta i praksis. Rammeverket for komparativ verdsetjing vert presentert i figuren under.⁵



Figur 2 Rammeverk for komparativ verdsetjing

Ved bruk av multiplikatormodellar i verdsetjing finn ein verdien av den aktuelle verksemda ved å multiplisere ein skaleringsfaktor med ein tilhøyrande multiplikator. Til dømes er P/E ein mykje brukt multiplikator. Verdifastsetjinga skjer då ved at EPS (earnings per share/resultat per aksje) for den verksemda ein skal verdsetje vert multiplisert med eit utvalt P/E - tal. Dette P/E –talet er då som regel gjennomsnittleg multiplikator for eit utvalt antal samanliknbare selskap. Formelen under viser denne framgangsmåten for prising av verksemd ”a” på grunnlag av dei utvalte samanliknbare verksemdene ”sml”.

Formel 1 Multiplikatormodell

$$P_a = \underbrace{\left(\frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}} \right)}_{\text{Multiplikator}} \underbrace{sml * \text{Resultat per aksje}}_{\text{Skaleringsfaktor}}$$

For at modellen skal gi oss gode svar er vi avhengige av at det er konsistens mellom dei ulike variablane i modellen. For det første må skaleringsfaktoren vere utrekna på same måte for dei samanliknbare verksemdene som for den vi skal verdsette. Vidare må skaleringsfaktoren vere berekna i same periode og vere fri for ”unormale” hendingar som har påverka på resultatet. Dersom prisen på ein eller fleire av dei samanliknbare selskapa er påverka av vesentlege eingongshendingar, er det viktig å ikkje berre korrigere for dette i skaleringsfaktoren, men også i den prisen som blir lagt til grunn for berekning av multiplikatoren.

Som nemnt ovanfor er multiplikatormodellen ein mykje nytta verdsetjingsmetode i praksis. Grunnen til dette kan vere at den er relativt enkel å gjennomføre og blir av mange oppfatta

⁵ Penman, 2004

som ein tilfredsstillande verdsetjingsmetode til ein låg kostnad. Ein bør i den samanheng merke seg at eit presist resultat krev god rekneskapsinformasjon frå både relevante og komparative verksemder. Ukritisk bruk av multiplikatormetoden ved verdsetjing kan fort føre til feilprising. Teknikken er også følsom for svingingar i marknaden. I nedgangstider tenderer verdiesimatet mot å vere for konservativt og omvendt i oppgangstider.⁶ Metoden eignar seg ofte godt når det få eller dårlege historiske rekneskapstal å byggje ei fundamental verdsetjing på, eller som supplement til den fundamentale analysen.

Dersom ein vel å bruke marknadsverdiar på tilsvarende eigedelar, såkalla substansverdiar, for å verdsetje selskapet vert det kalla ei indirekte komparativ verdsetjing. Denne metoden krev at ein har informasjon om alle eigedelar, gjeld og dei tilhøyrande marknadsverdiane. Denne teknikken krev altså meir informasjoninnsamling enn multiplikatormodellen, men er framleis atskilleg enklare enn den fundamentale verdsetjinga. At ein nyttar seg av tilsvarende eigedelar gjer at ein fortsett er utsett for generell optimisme eller pessimisme i marknaden gjennom subjektive marknadsverdiar. Verdsetjing via substansverdiar kan vere aktuelt dersom det føreligg risiko for konkurs. I denne fasen vil ofte verdien av immaterielle eigedelar vere tilnærma lik null, og substansverdimodellen blir då tilnærma verkeleg verdi ved konkurs.⁷ Den eignar seg også i tilfeller med kapitalintensive verksemder eller med klare samanliknbare verdiar, som til dømes innanfor shipping eller eigeedom.⁸

3.3 Opsjonsbasert verdsetjing

Opsjonsbasert verdsetjing er separat verdivurdering av fleksibilitet gjennom opsjonsprising.⁹ Den opsjonsbaserte verdsetjinga er som regel eit supplement til den fundamentale analysen. Verdien av verksemda vil då bestå av ein ”fundamentalverdi” og ein verdi av fleksibilitet. Noverdien av fleksibilitet vil ofte vere verdien av realopsjonar i enten drift eller finansiering, for eksempel ein opsjon på utviding, nedskalering, venting eller nedlegging. Rammeverk for opsjonsbasert verdsetjing vert presentert i følgjande figur.

⁶ Damodaran, 2001

⁷ Damodaran, 2001

⁸ Finn Kinserdal (2007); BUS 425 - 9,67

⁹ Finn Kinserdal (2007); BUS 425 - 1,16



Figur 3 Rammeverk for opsjonsbasert verdsetjing

Den opsjonsbaserte verdsetjinga gir oss verdiestimat på egedelar som ellers er vanskelege å verdsetje. Problemet med metoden er at informasjonen som trengs for å verdsetje den underliggende egedelen ofte er lite tilgjengeleg. Til dømes vil verken levetid, volatilitet eller innløysingskurs kunne fastsettast med særleg stor grad av sikkerheit. På ei anna side er også framtidsrekeskapet i den fundamentale verdsetjinga basert på skjønsmessige vurderingar og såleis heller inga nøyaktig vitenskap.

Opsjonsbasert verdsetjing passar best i introduksjons- og vekstfasen når rekneskapsinformasjonen er dårleg og gjerne inneheld store målefeil. For eit modent selskap er den eit godt supplement til ei fundamental verdsetjing gjennom ei eksplisitt verdsetjing av realopsjonar. For verksemder i tilbakegangsfasen kan opsjonen til å avvikle verdsetjast i tillegg til ei substans- eller fundamentalverdsetjing.

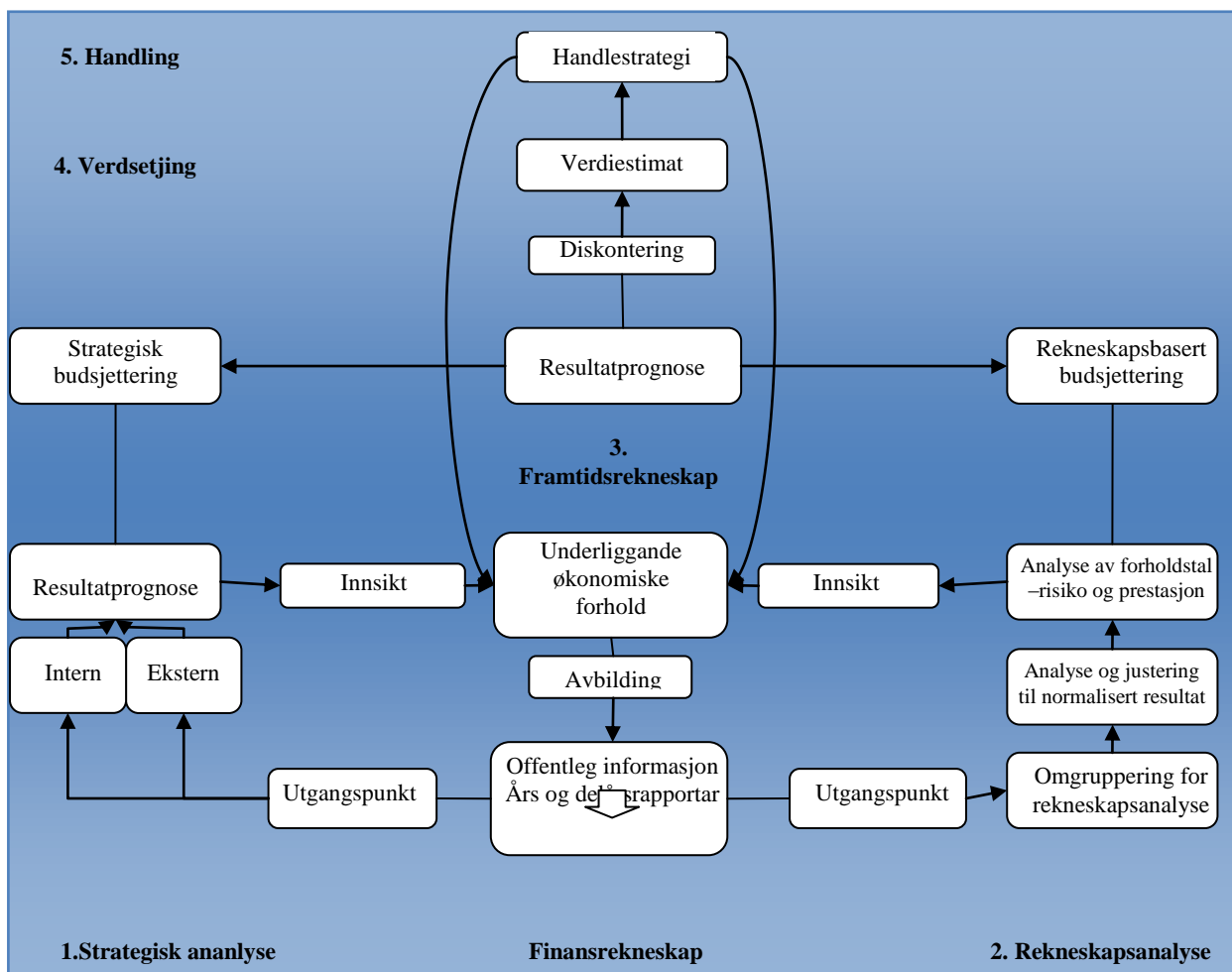
3.4 Val av verdsetjingsteknikk

Som nemnt tidlegare i oppgåva er val av verdsetjingsteknikk avhengig av kva bransje og fase i livssyklusen verksemda er i, og om det er grunnlag for vidare drift eller ikkje. Synnøve Finden har vore i bransjen i over 100 år og har vore børsnotert sia 1998. Det er god tilgang på rekneskapstal for den aktuelle analyseperioden, og på den måten greier vi å skape oss eit godt bilete av den underliggende økonomiske situasjonen til verksemda. Generelt har konsumvarer ein mindre syklisk etterspurnaden enn snittet i økonomien. Konsum- og meierivarer er etter vår oppfatning i begrensa grad utsett for risiko knytta til investeringsaktivitetar og internasjonale råvareprisar. Dette skuldast blant anna at meierisektoren i Noreg stort sett er skjerma for importkonkurrans. Meieribransjen er difor, slik som vi ser det, lite syklisk. Synnøve Finden har dei siste åra hatt sterk vekst. Denne veksten har avteke, og vi meiner verksemda er inne i ein moden fase.

På bakgrunn av diskusjonen ovanfor vel vi å legge hovudvekta av analysen på fundamental verdsetjing. Som supplement til denne metoden vil vi utføre ei opsjonsbasert- og ei komparativ verdsetjing. Sidan det ikkje er børsnoterte samanliknbare verksemdar i Noreg, har vi difor måtte sjå til utlandet for å finne komparative verksemdar. Substansverdimetoden utelukkar seg sjølv ved at bransjen ikkje dominerast av eideelar med lett omsettelege andrehandsverdiar. Vi vel vidare å ta omsyn til opsjonen om vekst/ekspansjon i den fundamentale verdsetjinga ved å gjennomføre ei eiga verdsetjing av denne.

3.5 Rammeverk for den fundamentale verdsetjinga

Den fundamentale verdsetjinga av Synnøve Finden ASA vil bli gjennomført med rammeverket illustrert i figuren under¹⁰.



Figur 4 Rammeverk for fundamental verdsetjing

Trinn ein i analysen er å gjennomføre ei strategisk analyse av verksemda. Den strategiske analysa har til hensikt å få på bordet dei underliggende økonomiske forholda i verksemda.

¹⁰ Finn Kinserdal (2007); BUS 425 - 1,29

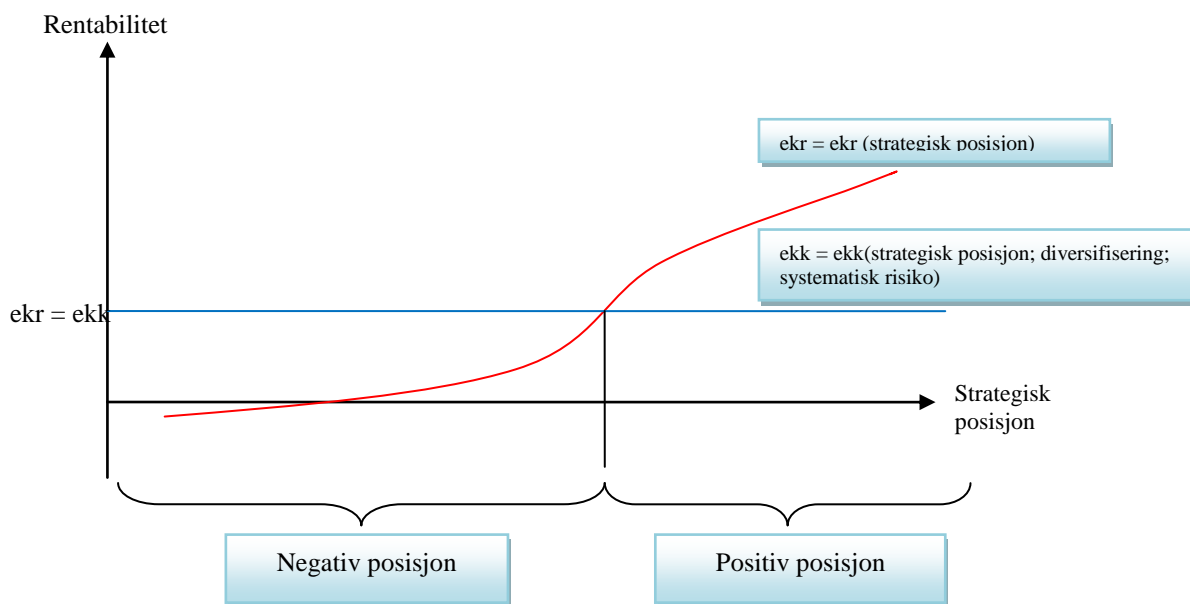
Analysa er kvalitativ og belyser korvidt verksemda har ein eller fleire strategiske fordelar som kan gi superprofitt. Gjennom den kvalitative analysen vert det også danna grunnlag for utarbeiding av eit framtidsrekneskap. Neste trinn vert då rekneskapsanalyse. Denne analysen er kvantitativ og vert gjennomført for å få innsikt i dei underliggande økonomiske forholda i verksemda. Analysen har som føremål å finne ut korvidt verksemda er i ein posisjon som kan gi grunnlag for superprofitt og korvidt denne er varig. Innsikta frå dei to føregåande trinna dannar saman grunnlaget for utarbeidinga av eit framtidsrekneskap. Framtidsrekneskapen vert nytta til å finne ein fundamental verdi av eigenkapitalen til verksemda. Til slutt utarbeidar vi ein handlestrategi der vi føretek investeringsbeslutningar på grunnlag av dei data som kjem fram i verdsetjinga.¹¹

¹¹ Penman, 2004

4 Strategisk analyse

Formålet med ei strategisk analyse er å granske verksemda sin strategiske posisjon, prestasjonsevne og risiko. Vidare i oppgåva vil dette danne eit viktig grunnlag for strategisk budsjettering og framskriving.

Strategisk posisjon kan definerast som ei ”allokering av ressursar som innanfor ei bransjesetting gjev ei viss evne til å generere ein strategisk fordel- og slik ein rentabilitet utover kravet”.¹² Dette vil seie at dersom for eksempel eigenkapitalrentabiliteten (ekr) er større enn eigenkapitalkravet (ekk) har ein strategisk fordel. Denne ”meirrentabiliteten” vert kalla superrentabilitet. Dersom det er motsett, altså at ekr er mindre enn ekk, har ein negativ strategisk posisjon. Dette indikerar at verksemda ikkje er konkurransedyktig. Ved ekr lik ekk har ein ingen strategisk fordel. I bransjar der ingen av aktørane har strategisk fordel vil det vere fullkommen konkurranse.



Figur 5 Strategisk prestasjon

Strategisk prestasjon blir avbilda i aksjekursen. Di høgare aksjekurs, di større strategisk prestasjon. Gjennom Pris/Bok- forholdet får vi innsikt i dette.

¹² Knivsflå, Kjell Henry (2005); Bus 425 - 3

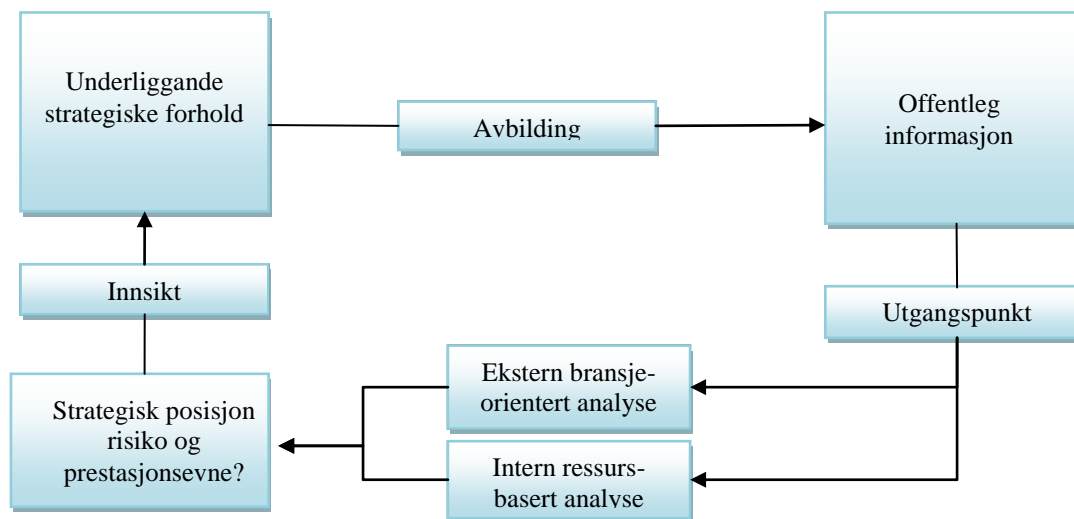
Det fundamentale estimatet på aksjekursen er lik:

$$Pris = \left(1 + \frac{ekr - ekk}{ekk - ekv}\right) \cdot Bok = \left(1 + \frac{\text{varig strategisk fordel}}{ekk - ekv}\right) \cdot Bok$$

Dette føreset uendeleg konstant vekst, som er urealistisk. Ved positiv strategisk fordel vil P/B vere større enn 1, ved negativ strategisk fordel mindre enn 1 og ved ingen strategisk fordel lik 1.

Strategisk risiko kan definerast som faren for at eigenkapitalrentabiliteten vert mindre enn eigenkapitalkravet. Gjennom rekneskapen kan dette reknast ut ved å finne variansen til eigenkapitalrentabiliteten.

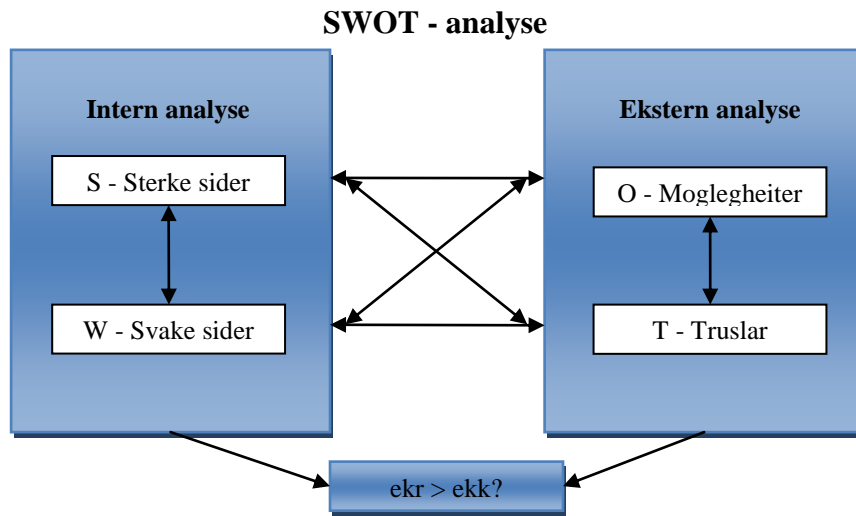
4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 6 Rammeverk frå strategisk analyse

Vi presenterer i det følgjande ei ekstern bransjeorientert analyse og ei intern ressursbasert analyse. Vi startar soleis med dei ytre påverknadene og bevegar oss så lenger inn i kjernen av det strategiske arbeidet i verksemda. Vi oppsummerar og konkluderar tilslutt det heile i ei SWOT-analyse, som vil rammer for budsjettering og framskriving. SWOT-modellen er

illustrert i Figur 7.

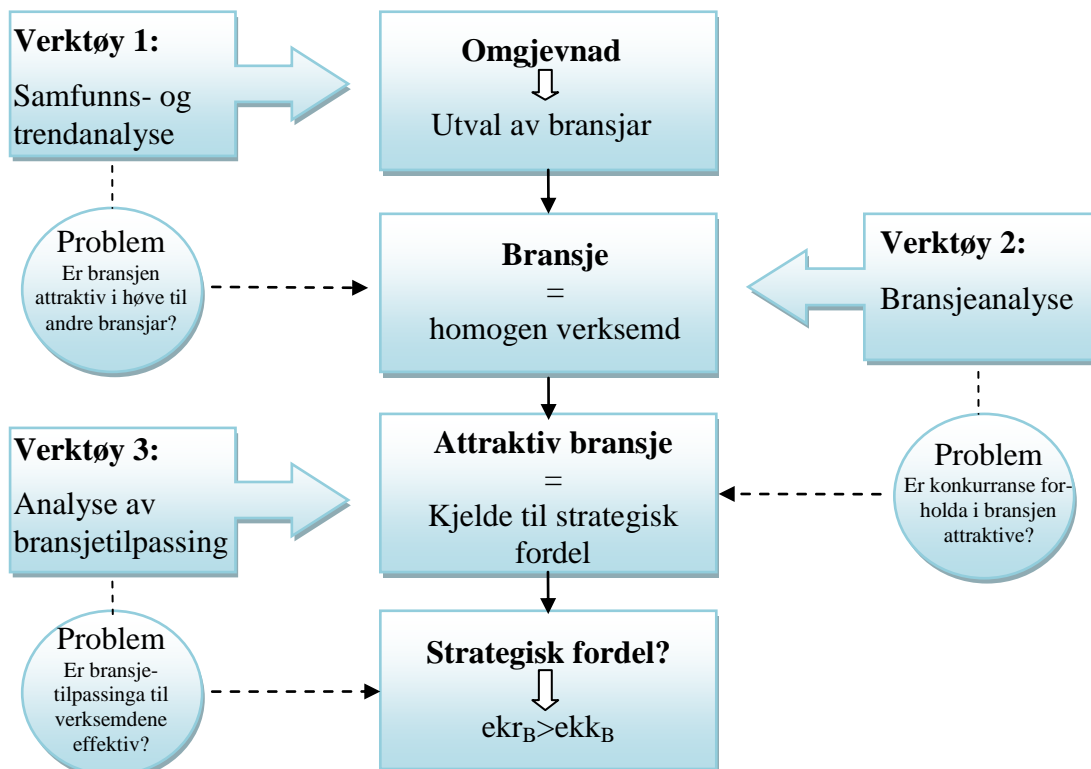


Figur 7 SWOT-modellen

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Målet med den eksterne bransjeorienterte analysa er å identifisere truslar og moglegheiter som eksisterar i bransjen. Dersom bransjeavkastinga er større enn bransjekravet er det ein bransjeorientert strategisk fordel. Under den eksterne bransjeorienterte analysa søker vi å finne faktorar i bransjen som avgjer korvidt den er interessant å investere i eller ikkje.

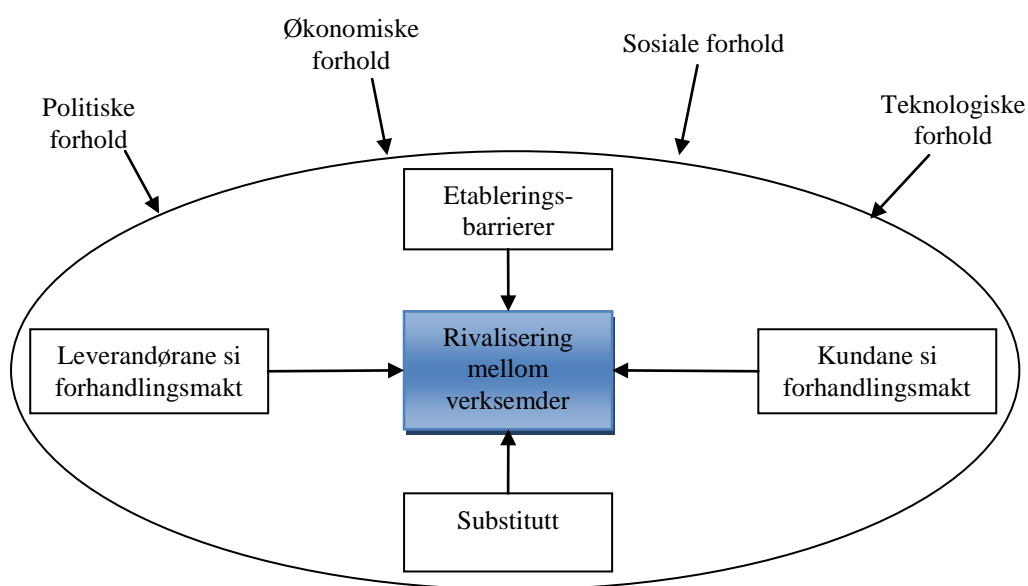
Figur 8 Rammeverk for ekstern bransjeorientert analyse



Steg 1 er å identifisere faktorar som påverkar bransjen. Dette ser vi nærare på gjennom ei PEST-analyse. Analysen gjennomgår politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske forhold. Deretter vil vi i steg 2 sjå på forholda internt i bransjen. Vi fokuserar på konkurransesituasjonen, som vert analysert gjennom Porters five forces- modell. Dei fem faktorane som inngår i modellen er rivalar, kundar, substitutt, leverandørar og inntrengarar.

4.2.1 PEST-analyse

Vi skal no gjennomgå dei fire faktorane i PEST-analyse; politiske, økonomiske, sosiale og teknologiske forhold.



Figur 9 PEST - analyse

4.2.1.1 Politiske faktorar

Med politiske faktorar meinast blant anna skatte- og avgiftsreguleringar, arbeidsmiljølova, miljø- og sikkerheitskrav.¹³ Politiske faktorar kan potensielt gje store konsekvensar for meieribransjen. For det første er bransjen statleg subsidiert ved at bøndene får løyvingar i statsbudsjettet. Inntil vidare vil denne ordninga halde fram, men på sikt kan den bli stilt under press. Så lenge Noreg har gode inntekter frå petroleumssektoren vil vi ha råd til å oppretthalde subsidiane. Dersom den framtidige økonomiske situasjonen her i landet vert verre, vil jordbruksstøtta bli stilt under lupa og kutt i subsidiane vil kunne tvinge seg fram. Dette representerar ein trussel for meieribransjen sidan mjølka i tilfellet blir dyrare.

¹³ Hill & Jones (2001)

For det andre er Noreg under påverknad av verdssamfunnet, særleg gjennom EØS-avtalen, WTO og EU. Noreg blir stilt under press for å redusere dei statlege subsidiane og soleis gje like konkurransevilkår for landbrukssektoren mellom dei ulike landa. Eit eventuelt EU-medlemskap vil forsterke dette. Ein annan viktig konsekvens av det internasjonalt presset kan bli fjerna toll og subsidiering av landbruksvarer. Dette er også ein trussel for meieribransjen. På ei anna side er det også ein moglegheit for internasjonal ekspansjon dersom toll og subsidiering blir fjerna i europeiske land og verda forøvrig. Vi ser det likevel først og fremst som ein trussel sidan meieribransjen i Noreg vil ha ei konkurranseulempe mot verksemdar frå lågkostland.

Ein anna politisk faktor er dei strenge krava det offentlege stiller til trygg mat. Desse krava går på merking, hygiene, sporbarheit osv. I hovudsak er det Mattilsynet som stiller og kontrollerar desse krava. Tilsynet har til dømes våren 2008 arbeida med ei ny nasjonal forskrift for dei som produserer, lagrar, distribuerer, behandlar og omset råmjølk og fløyte.¹⁴ Dersom denne forskrifta kjem med store endringar kan det få konsekvensar for meieribransjen i form auka kostnader for aktørane. Generelt fører auka krav med seg auka kostnader, og er soleis ein trussel for bransjen.

Utviklinga i dei politiske faktorane over er påverka av regjeringssamansetningen i Noreg. Senterpartiet er den største forkjemparen for meieribransjen sine subsidiar og tollbarrierer, og ynskjer ikkje internasjonale reformar velkommen. I motsatt ende er Framstegspartiet som ynskjer fri konkurranse på linje med andre bransjar.¹⁵ Framstegspartiet sin frammarsj i norsk politikk kan vere ein trussel for bransjen.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Verdsøkonomien påverkar alle verksemdar i større eller mindre grad. Vi tenkjer til dømes på inflasjonsrater, renter, arbeidsløyse og inntektsnivå.¹⁶ Meieribransjen er i lite sensitiv for konjunktursvingingar i økonomien. I nedgangstider kuttar forbrukarane i liten grad ut matvarer. Alle må ha mat, og meieriprodukt er standardvarer i kjøleskåpet. Auka kostnader

¹⁴ www.mattilsynet.no - Regelverksutvikling hygienepakken - rå melk og fløte

¹⁵ www.frp.no

¹⁶ Roos, von Krogh & Roos (2002)

for meieriverksemdene kan difor i stor grad veltast over på forbrukarane. Dette visere også granskingar utført av Statistisk Sentralbyrå¹⁷. Etterspurnaden vil i nedgangstider typisk falle noko for nisjeprodukt, som t.d. spesielle og eksotiske ostetypar, medan storvolumsvarer som den tradisjonelle kvit- og brunosten opprettheld salet. Generell økonomisk framgang vil påverke bransjen i form av større krav til kvalitet og bekvemmelegheit frå kundane. Betre råd gjer at konsumentane er villige til å betale ekstra for betre smak, enklare tilbereding og sunnheit. Dette ser ein att i utviklinga i bransjen dei seinare åra ved at ein kan ta seg betre betalt for nye attributt. Vi ser ingen betydelege moglegheiter eller truslar for meieribransjen som følgje av endringar i økonomiske forhold.

4.2.1.3 Sosiale forhold

Endringar i livstil og verdiar vil kunne påverke meieribransjen. Vi vil i dette avsnittet sjå på tre trendar i dagens samfunn; helse, smakskultur, og miljø.

Helse

I dag observerar vi eit auka helsefokus blant forbrukarane i forhold til tidligare. Dette legg press på produktutvikling og krav til sunnare varer i bransjen. Synnøve Finden har allereie hengt seg på denne ”helsebølga” for eksempel med det nylanserte produktet Solraps. Produktet er laga på planteoljer frå raps og solsikke. Helsemessig er dette ein fordel sidan det inneheld mykje av gode feittsyrer og er rik på Omega 3. I tillegg inneheld det mindre feitt. Tine har også helseprodukt, for eksempel Sans-serien som er eit sunnare alternativ til rømme, eller Biola-serien som skal vere god for bakteriefloraen i tarmene og fordøyelsen.¹⁸

Helse er eit viktig tema framover, noko også meiribransjen vil måtte ta det inn over seg. Metta feitt og høgt sukkerinnhald får ofte skuld for ei rekkje helseplager i dagens samfunn. Mjølke inneheld begge desse faktorane, som er ei utfordring for bransjen. Fleire får livstilsjukdommar knytt til dette, eksempelvis diabetes. Helseutfordringane i meieribransjen representerar difor ein trussel, men også ein moglegheit. Trussel er i form av at helsefokuset kan gjere mjølkeprodukt mindre attraktive i kraft av sukker- og feittinnhald. Moglegheit i form av at enkle grep kan gjere meieriprodukt til positive produkt for helsa, slik som Biola og Solraps er døme på. Forbrukaren oppfattar produkta som ”helseprodukt”, gjerne kalla ”smart mat”. I

¹⁷ www.ssb.no

¹⁸ Biola er ein serie av forskjellige yoghurtvariantar (www.biola.no)

tillegg vil meieriprodukta vinne omsetning frå produkt som har ein verre helseprofil. Til oppsummering ser vi helsefokuset meir som ein moglegheit enn som trussel.

Smakskultur

Det er i dag andre krav til opplevingar knytta til smak og kultur enn for berre nokre år sidan. Folk reiser meir enn tidlegare og tek med seg nye smakar og matrettar heim. Dei ynskjer å nytte desse nye og eksotiske rettane også heime, som set krav til produktutvikling og nyvinning blant produsentane. Dette ser vi att i heile matvarebransjen med stadig nye rettar frå verda rundt. Meieribransjen er i så måte ikkje noko unntak. Innanfor kvitost er det Kavli som har produkta med tydelegast smaksprofilar. I serien med skiva ost er det forskjellige ingrediensbitar blanda i osten. Dette er skinke, jalapeno, tomat/pesto, grasløk og paprika.¹⁹ Tine har eit breitt spekter av ostar inkludert meir eller mindre eksotiske og spesialiserte. Eksempel er her Mozarella, Cheddar og Chevre. Ost er mykje brukt på pizza, lasagne og liknande kontinentale rettar. I Italia er Mozarella mykje brukt på pizza i staden for vanleg kvitost. På tilsvarande måte er det for gratinerte produkt fortrinnsvis brukt spesialtilpassa ostesortar. I tråd med at vi importerar meir og meir internasjonale varer og smakar, vil også dette ha auka fokus framover. Synnøve Finden har allereie tilpassa seg til dels ved å lansere nye produkt. Synnøves Italienske er eit osteprodukt som skal vere tilpassa pastaretter og gratengar og skal vise kvalitetsteikn ved å vere lagra 12 månader i ostelager i Parma. Eit anna eksempel er Synnøve Taco-Ost som er spesialtilpassa Taco og andre Tex Mex-rettar²⁰. Vi vurderar smakskultur som eit veldig viktig punkt i meieribransjen si framtid. Det er ein stor moglegheit til å skape vekst i bransjen ved å lage nye bruksområder for meieriprodukt i forbrukarane sin kvardag.

Miljø

Eit tredje fokus vi ser i dag er miljø. Dette er eit enormt tema på verdsbasis og påverkar befolkninga i stor grad. Eit teikn på dette er at vinnaren av Nobels fredspris 2007 var Al Gore og FN's klimapanel for deira innsats i forbindelse med den globale oppvarminga.²¹ Miljø blir av alle solemerker eit langvarig fokus. Miljøprofilen til verksemdene i bransjen kan difor bli ein viktig preferanse for kunden når han skal velje produkt og merke. Vi ser i dag tendens til at miljøbevisstheit er blitt eit motefenomen i verdsbefolkninga, og kundane går gjerne ut av

¹⁹ www.kavli.no

²⁰ www.synnove.no

²¹ www.nobelpeaceprize.org

butikken med ”miljøstempla” varer framfor andre. Ved å tilpasse seg denne samfunnsutviklinga har aktørane ein moglegheit til auka lønsemd, både gjennom å stele kundar frå andre bransjar (ostepålegg vs kjøtpålegg) og gjennom å ta seg betalt for attributtet ”miljø” som kunden får med når dei kjøper meieriproduktet.

4.2.1.4 Teknologiske faktorar

I motsetnad til andre bransjar som IT, olje og tele er ikkje meieribransjen sterkt prega av teknologiske endringar og forbetringar. Vi ser difor ikkje store potensiale til at teknologien kan bidra til auka lønsemd i bransjen, og representerar verken ein trussel eller moglegheit.

4.2.2 Oppsummering PEST-analyse

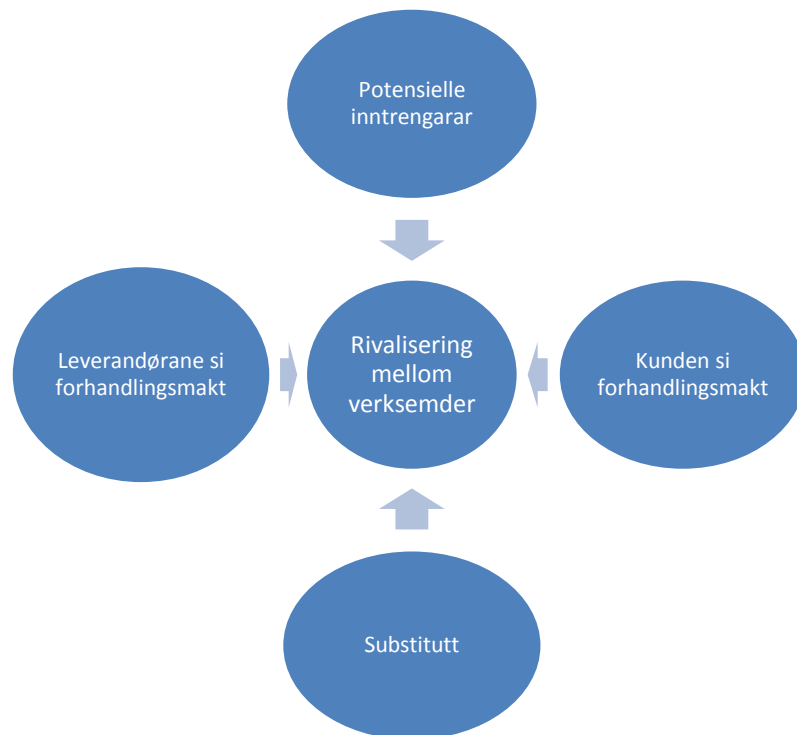
For meieribransjen vil det vere dei sosiale forholda som kjem til å spele den største rollen i framtida. Auka fokus på kvalitet og helse gjer at forbrukarane er meir bevisste og set større krav til produkta dei har i seg. Dette set krav til at meieriverksemdene må vere dynamiske og til ei kvar tid tilby det konsumentane etterspør. Auka fokus på miljø og klimaendringar set krav til at verksemdene må ha ein god miljøprofil og framstå som ”grøne” og klimavennlege for å vinne gunst blant konsumentane. Ved å vere dynamiske og tilpassingsdyktige er dette noko Synnøve aktivt kan nytte seg av for å betre posisjonen i marknaden. I tillegg vil dei politiske faktorane spele ei rolle ettersom landbruksnæringa, som er råvareleverandør, kan verte utsett for endra rammebetingelsar, som vil kunne påverke tilbod og prisar på mjølk. Endringar i toll og krav til mattryggleik vil på tilsvarande måte kunne utgjere eit framtidig trusselbilette.

4.3 Bransjeanalyse

Vi skal no analysere dei interne forholda i meieribransjen. Til dette nyttar vi Porter`s 5 forces modell. Modellen har fem komponentar; konkurrentar, kundar, leverandørar, inntrengjarar og substitutt.

4.3.1 Porter's five forces

Figur 10 Porter's 5 forces



4.3.1.1 Trussel frå rivalar

Ved sterk rivalisering²² mellom aktørane i ein bransje, vil lønsemda for alle aktørane bli trua. Det er difor naudsynt å analysere forhold i bransjen som legg til rette for eller hindrar denne trusselen.

Konkurransemessig struktur

Tal konkurrentar i ein marknad og forholdet mellom dei er faktorar som utgjer den konkurransemessig strukturen. Dersom det er mange konkurrentar, eller at forholdet mellom dei er i likevekt, aukar sannsynet for at nokon ynskjer å bryte ut av den etablerte sameksistensen, til dømes ved å senke prisane og prøve å ta marknadsandeler frå dei andre. Dersom det er få aktørar vil bransjeleiaren (til dømes Tine i meieribransjen) sette standarden for mellom anna pris og mengde, og aktørane vil tene på å behalde sameksistensen for slik å kunne halde høge prisar og god lønsemd. For å vurdere den konkurransemessige strukturen

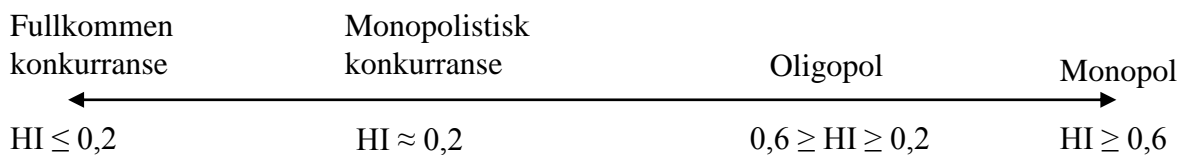
²² Dømer på dette er pris-, innovasjons- og marknadsføringsrivalisering

bruger vi Herfindal-indeksen som er eit mål på konkurransintensiteten i bransjen.²³ Indeksen vert brukt mellom anna av konkurransetilsyn (m.a. i USA) for å vurdere om oppkjøp er innanfor konkurranselovgjevnaden. Herfindal-indeksen (HI) blir rekna ut ved å kvadrere marknadsandelen til kvar aktør i bransjen og summere alle svara. Herfindal-indeksen er uttrykt av likninga under, der x_i er marknadsandel for verksemd i .

Formel 2 Herfindal indeks

$$HI = \sum x_i^2$$

Figuren under illustrerer klassifiseringa av marknadsform med omsyn til dei ulike HI verdiane.



Figur 11 Klassifisering av HI verdier

Monopol vil ha HI over 0,6, ein monopolistisk marknad rundt 0,2, og ein marknad med fullkommen konkurranse vil ligge under 0,2. Med fem tilnærma like verksemdar i ein marknad vil ein få ein HI på rundt 0,18.

HI i meieribransjen

Av brunostmarknaden har Synnøve Finden 9% marknadsandel og av gulostmarknaden 20%.²⁴ Tine, som er marknadsleiar, har om lag 90% andel av marknaden på brunost og 65% av gulostmarknaden.²⁵ Brunostmarknaden får HI på rundt 0,82 som betyr at det er monopol. For gulostmarknaden er det ein HI på rundt 0,48. Dette betyr at det er sterk konsentrasjon, og ein stad mellom reint monopol og monopolistisk konkurranse. I marknad for fersk juice har

²³ Kenneth Fjell (2006), Bus 401

²⁴ Synnøve Finden ASA, Årsrapport 2006

²⁵ www.tine.no

Synnøve Finden sin Tropicana 34,7% marknadsandel. Også her er Tine marknadsleiar med Meierienes juice som har 63% marknadsandel. Den siste konkurrenten er Bramhults appelsinjuice med marginale 2,3% marknadsandel. Dette gjev ein HI på 0,52. Dette er rekna som sterk konsentrasjon, og ein stad mellom reint monopol og monopolistisk konkurranse.

Ikkje uventa kan meieribransjen betraktast som ein bransje med monopolistisk konkurranse eller tendens til monopol. Grunnen er sjølv sagt at Tine tidlegare hadde regulert monopol og at det ikkje er lenge sidan dette blei avvikla. Som bransjeleiar vil Tine sette standard med prissetting og produktmengde, og andre vil tilpasse seg Tine sine val. Sidan Tine er så stor vil dei ikkje utøve aggressiv konkurranse for å velte mindre aktørar. Sjølv om Synnøve Finden til dels har gått hardt ut i media og samtidig teke marknadsandeler frå Tine, er Synnøve Finden fortsett ein såpass liten konkurrent for Tine at det ikkje lønar seg å svare på tiltale. Dette fordi kostnaden frå å svare, ved til dømes ein prisreduksjon, mest sannsynleg vil oppvege inntektene prisreduksjonen fører med seg frå auka volum. Konkurransemyndigheitene ville heller ikkje tillate Tine å utøve marknadsmakta si til å presse Synnøve ut av marknaden. Vi ventar på bakgrunn av denne analysa ingen sterk rivalisering mellom konkurrentane i næraste framtid.

Bransjevekst

Ved låg bransjevekst vil aktørane måtte ta marknadsdelar frå kvarandre dersom dei ynskjer å ekspandere. Dette kan skape ustabile forhold i motsetnad til i bransjar der verksemdene kan ekspandere med bransjeveksten. I meieribransjen har segmentet for faste og halvfaste ostar lenge har hatt ein jamn og stabilt låg vekst. Segmentet auka for eksempel med 2 % i 2006. Det er soleis ingen gode ekspansjonsmoglegheiter i det tradisjonelle segmentet utan å ta andeler frå konkurrentane. Meieribransjen har derimot dei siste åra hatt god vekst gjennom innovasjon og nye produkt. Innanfor segmentet ”bekvemmelighetsprodukter”, som til dømes skiva og riven ost, har marknaden dei siste åra hatt god vekst (for eksempel 17% i 2006). Vi ventar at innovasjonstakten skal oppretthalde seg den næraste tida, og vurderar ikkje bransjevekst som ein trussel for rivalisering i meieribransjen.

Andre faktorar

Andre faktorar det er naturleg å drøfte er faste kostnader og lagerkostnader, strategisk satsing og avviklingshinder. Etter å ha gått gjennom desse meinar vi dei ikkje har påverknad på trussel frå rivalar. Drøfting av desse ligg i vedlegg 1.

Oppsummering på trussel frå rivalar

Marknadskonsentrasjonen tilseier at trusselen frå rivalar ikkje er betydeleg. Med ein Herfindal-indeks som indikerar at det i meieribransjen eksisterar ein monopolistisk konkurranse er ikkje trusselen frå rivalar i utgangspunktet veldig stor. I tillegg er det marknadsvekst på fleire av segmenta innan bransjen, som gjer at kampen om marknadsandelane ikkje vert like hard. Dei treng ikkje nødvendigvis ta marknadsandelar frå kvarandre for å vekse. Vi vurderar difor trusselen frå rivalar til å vere moderat.

4.3.1.2 Trussel frå nye aktørar i marknaden

Trussel frå nye aktørar omhandlar sannsynet for etablering av nye aktørar i bransjen.

Nyetableringar fører med seg auka kapasitet i marknaden og vil auka konkurransen og true innteninga til dei etablerte verksemdene. I tillegg til at nyetableringa vil vere med å presse prisane nedover vil den også føre til auka kostnader blant dei etablerte aktørane som må forsvare posisjonen sin. Etableringstrusselen i ein marknad avheng av kva etableringshindringar som er til stades og kva reaksjonar frå eksisterande aktørar ”inntrengjaren” kan vente seg.²⁶ Det er ofte lett å gløyme potensielle nye konkurrentar, men i det følgjande avsnitt argumenterar vi for viktigheita av dette.

Forskarane Dunne, Roberts og Samuelson har gjennomgått inn- og utgang av industriverksemdar i USA i perioden 1963 til 1982²⁷. Dei fann ut at 30-40% av verksemdene blei skifta ut i løpet av 5 år. Desse verksemdene stod for mellom 12% og 20% av produksjonsvolumet. Vidare viste det seg at inn- og utgangen var jamstor, altså at totalen var stabil. Både nykommarar og dei som gjekk ut var gjennomgåande mindre, normalt 1/3 av storleiken til ei typisk etablert verksemd. Det viste seg også at dei fleste nykommarane ikkje overlevde på lang sikt. Berre om lag 40% eksisterte 10 år etter dei kom inn i marknaden. Desse klarte gjennomgåande til gjengjeld å doble storleiken sin over dei første fem åra.

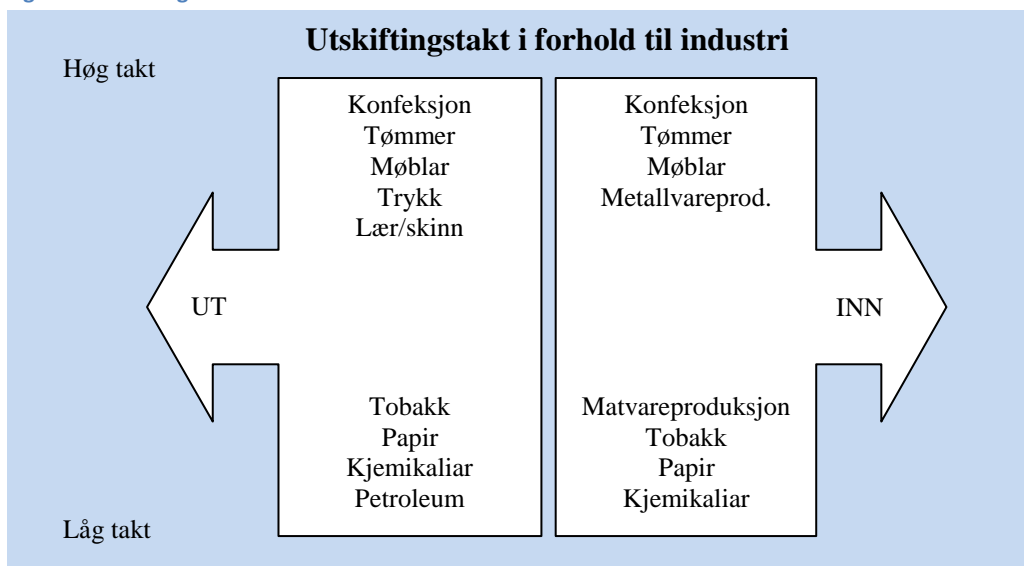
Forskarane fann altså at det var relativt store utskiftingar blant industriverksemdene og at brorparten av nykommarane fekk rask exit. Kva har dette å seie for meieribransjen? Dunne et

²⁶ Michael E. Porter (1998)

²⁷ Besanko (2004)

al. såg også på forskjellar mellom industriane. Figur 12 illustrerer forskjellane i utskiftingstakt mellom industriane.

Figur 12 Utskiftingstakt i forhold til industri



Dei fann ut at det var nokre industriar som hadde inn- og utgang i høg takt, medan andre hadde låg takt. Dei med høg takt var konfeksjon, tømmer, møblar, trykking og metallvarer. Industriar med låg takt var tobakk, papir, kjemikaliar og matvareproduksjon. Meieribransjen, som kjem inn under matvareproduksjon, har altså i denne granskinga låg takt av inngang og utgang av verksemdar. Dette er noko vi også ser att i den norske meieribransjen der Tine er motoren og nokre få andre har fått innpass. Det er ingen grunn til å tru at dette biletet vil bli endra i framtida.

Trussel frå nye aktørar kjem i stor grad an på dei etableringshindra som finst i bransjen. Eit etableringshinder er forhold i bransjen som gjer det vanskelegare for nye aktørar å trenge inn i marknaden. Vi har gjort ei analyse på etableringshinder i meieribransjen. I det følgjande vert dei viktigaste momenta frå analysa presentert. Resten av analysa er å finne i vedlegg 2.

Eit viktig etableringshinder i meieribransjen er produktseriar. Ved å satse på ei brei produktportefølje skapar aktørane stordriftsfordelar i form av læringseffekt (kjennskap til marknaden og produksjonserfaring) og merkekjennskap hjå forbrukaren. Læringseffekten gjev fallande marginalkostnad og soleis ein kostnadsfordel overfor eventuelle nyetablerarar. Merkekjennskap hjå dei etablerte gjev nyetableraren større vanskar med å nå gjennom til forbrukaren og soleis større barrierar for god omsetnad. Merkenamn er eit viktig satsingsområde i seg sjølv ved at aktørane i meieribransjen brukar reklame og marknadsføring

aktivt og soleis forsterkar etableringshindera. Ein nyetablerar må antakeleg berekne store kostnader til marknadsføring for å kunne bli ein seriøs konkurrent til dei eksisterande aktørane.

Eit anna etableringshinder i meieribransjen er tilgang på distribusjonskanalar. I Noreg har vi fire store detaljistorganisasjonar (Norgesgruppen, Coop, REMA1000, ICA Norge) som har stor makt over det som blir ført på den norske daglegvaremarknaden. Det kan dermed vere vanskeleg komme inn på marknaden i det heile, eller i alle høve få god hylleplass, dersom få eller ingen av detaljistorganisasjonane har tru på produkta.

Oppsummering trussel frå nye aktørar

Analysen av trusselen frå nye aktørar viser at det finst barrierar som gjer det vanskelegare for nykommarar å etablere seg og raskt ta marknadsandeler. Vi meiner desse barrierane ikkje er store nok til å kunne hindre eventuelle nykommarar med den nødvendige kapitalen og ynskje om å etablere seg i marknaden. Likevel er dei såpass store at vi reknar trusselen frå nye aktørar til å vere moderat til låg.

4.3.1.3 Trussel frå substitutt

Eit substitutt er eit produkt som kan dekke same funksjon som produktet det er substitutt til. Substituttet kan redusere potensiell fortjeneste i ein bransje dersom det virkar begrensande for prisauke. Substitutta sin samla virkning vil vere lik etterspurnadselastisiteten for heile bransjen.²⁸ Di meir freistande alternativ substitutta er med omsyn på pris og ytelse, di mindre er moglegheita for bransjen til å tene gode pengar. Oppgåva med å identifisere substitutta er ikkje alltid like lett, og kan fort føre oss inn i bransjar som tilsynelatande ligg langt vekk frå vår eigen.

Dei substitutta som fortentar mest merksemd er dei som pris- og ytelsesmessig er inne i ei gunstig utvikling, eller vert tilverka i ein bransje der lønnsmda er betre. I det sistnemnte tilfellet gjer substitutta seg ofte gjeldande dersom det skjer noko som aukar konkurransen i deira eigen bransje og forårsakar prisnedsettingar eller produktforbetringar.

²⁸ Michael E. Porter (1998)

For meieribransjen vil substitutta i ytterste forstand vere alle andre typar matvarer. Dersom det til dømes skjer noko i bransjen for kjøttpålegg som gjer at prisane vert halverte vil dette påverke etterspurnaden etter ost i negativ retning. På same måte vil ein ny og billegare kvitost kunne gå ut over etterspurnaden, og dermed vere eit substitutt, til brunosten. Trusselen frå substitutt er i dagens meieribransje absolutt reell, men med nordmenns matvanar der meieriprodukt er ein vesentleg del av kosthaldet anser vi likevel trusselen for å vere låg.

4.3.1.4 Trussel frå kundane

I realiteten kan ein seie at kundane ”konkurrerer” med bransjen, ved at dei gjer det dei kan for å presse prisane nedover, oppnå høgare kvalitet eller få betre service. Enkelte gonger vil dei også kunne sette konkurrentar opp mot kvarandre. Dette fører gjerne til mindre lønsemd for kvar enkelt verksemd og for bransjen samla sett. Kor stor makt dei viktigaste kundegruppene i bransjen vil ha, vil vere avhengig av faktorar ved marknadssituasjonen og kor viktig den enkelte gruppa sine kjøp frå bransjen er. Forhandlingsposisjonen til ei kundegruppe er sterk under desse tilhøva:

- Kundegruppa er konsentrert eller kjøper store volum
- Produktet utgjer ein betydeleg del av kunden sine totale kostnader eller innkjøp
- Produkta er standardiserte eller udifferensierte
- Kunden kan integrere bakover (vertikal integrasjon)
- Produktet har liten betyding for kvaliteten for kunden sine varer eller tenester vidare
- Kunden har full tilgang på informasjon

Kombinasjonen av at meieriprodukt er eit relativt standardisert varer som vert solgt i store kvantum og organiseringa i detaljistleddet med få og store kjeder, gjer at kundemassen får stor makt. Sjølv om det til sjuande og sist er sluttbrukarane som vel kva ost dei ynskjer å kjøpe, har butikkjedene veldig stor makt ved eit dei styrer korleis butikkhyllene skal sjå ut. Trusselen frå kundane er difor i høgste grad reell. Den såkalla hylleplassaka, der Tine prøvde å betale for einerett til å levere meieriprodukt til REMA 1000 i 2004, underbygger dette.

Konkurransetilsynet sin inngripen i hylleplassaka gjer at vi likevel vurderar denne trusselen til kun å vere moderat.

Handelen sine egne merkevarer

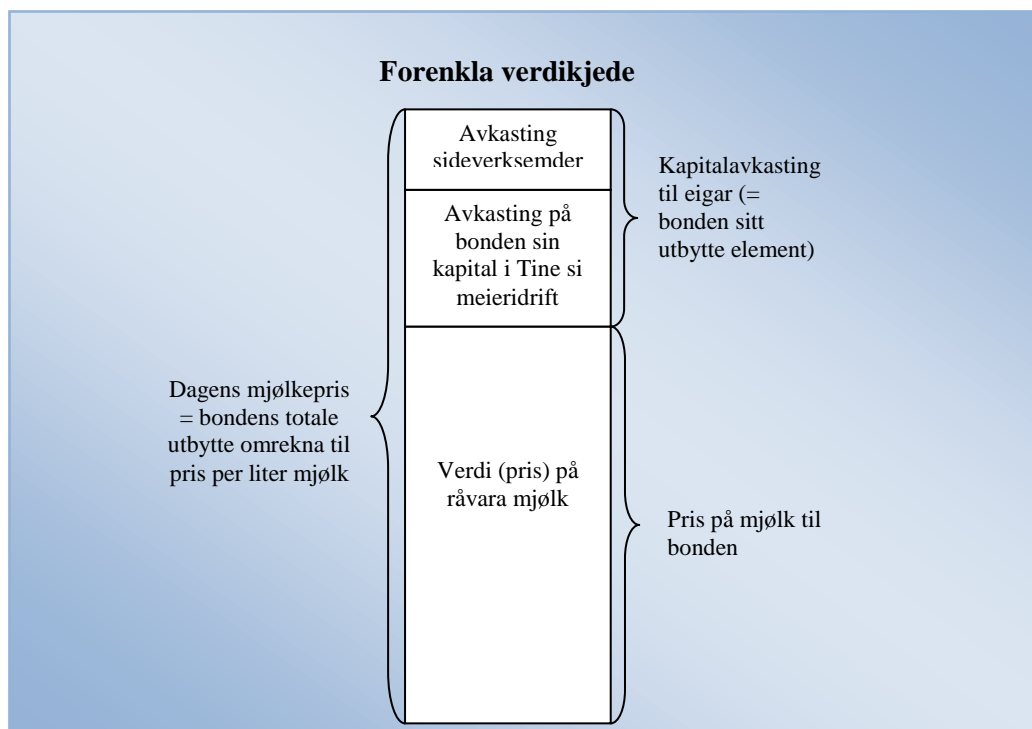
Detaljstorgorganisasjonane har lenge hatt egne merkevarer i butikkane sine. Eit døme på dette er First Price-serien til Norgesgruppen. Dette er no også komme til meieriprodukt, spesielt for gulost i bit- og revetsegmentet. Vi spår at dette vil eskalere og etter kvart omfatte mange meieriprodukt. Dette representerar både ein trussel og moglegheit for aktørane i bransjen. Det er ein trussel dersom detaljistorganisasjonen tek produksjonen sjølv eller set det ut til ein konkurrent. Handelen sine egne merkevarer vil då bli ein ekstra konkurrent. Det er også ein moglegheit til å kunne produsere for detaljisorganisasjonane, og på den måten kunne ekspandere.

4.3.1.5 Trussel frå leverandørar

På same måte som kundar, kan leverandørar presse verksemdene i ein bransje slik at lønsemda fell. Leverandøren kan bruke makta si ovanfor verksemdene på fleire måtar, blant anna ved å auke prisane eller redusere kvaliteten på varene eller tenestene som vert kjøpte. Mektige leverandørar kan dermed presse ned lønnsmda i bransjar som ikkje er i stand til å flytte auka kostnader over på egne kundar. Leverandørar med stor makt er dermed ein trussel for verksemda. Faktorar som gjev leverandørane større makt er:

- Leverandørgruppa er dominert av få bedrifter og er meir konsentrert enn bransjen den leverar til
- Leverandørane slepp å konkurrere med substitutt i bransjen
- Leverandøren sine produkt er ein viktig produksjonsfaktor i kunden si verksemd
- Leverandørgruppa sine produkt er differensierte eller bygd opp av bytekostnader
- Leverandørgruppa kan tenkast å integrere framover (vertikal integrasjon)

For Synnøve Finden er alle punkta ovanfor i meir eller mindre grad innfridd, og utgjer difor ei utfordring for verksemda. Faktumet at det berre er Tine som er leverandør og at mjølk som råvare ikkje kan erstattast, ville utan statleg regulering gjort det vanskeleg for andre aktørar å etablere seg i marknaden. Eit døme som syner alvoret i dette er saka om mjølkeprisen som Synnøve Finden har kjempa dei siste åra. Sidan bøndene er eigarane av Tine, har Tine betalt ut eit slags utbyte gjennom høg mjølkepris til bøndene. Meir presist har bøndene fått eit påslag på mjølkeprisen lik avkastningskravet som bøndene har som eigar av Tine.



Figur 13 Kapitalavkastning i mjølkeprisen

Saka gjekk vidare ut på at Synnøve Finden måtte betale lik pris for mjølka som Tine betalte til bøndene. Dermed måtte Synnøve Finden betale meir for mjølka enn Tine sjølv måtte. Dette hadde komme tydlegare fram dersom det hadde vore eit uavhengig selskap som leverte mjølka og at utbyttebetaling ikkje hadde vore blanda inn i prisen. Synnøve Finden vann til slutt fram med saka og har fått ei avgiftslette på kjøp av mjølk som skal kompensere for det utbyttet Tine betalar bøndene.

Med organiseringa av meieribransjen slik vi ser det i dag, er Synnøve Finden særst avhengig og sårbare for korleis myndigheitene regulerar bransjen. På bakgrunn av den statlege reguleringa av tilgang til mjølk, som er det klart viktigaste råstoffet for Synnøve, reknar vi trusselen frå leverandørar til å vere låg.

4.3.1.6 Oppsummering av bransjeanalyse

Etter å gjennomgått dei fem konkurransekraftene kjem det fram at Synnøve Finden blir utsett for eit visst press frå omgjevnadane. Studiar av marknadskonsentrasjonen i USA syner at ein

kan oppnå maks konkurranse i ein marknad allereie ved tre aktørar.²⁹ For den delen av marknaden Synnøve har størstedelen av salet sitt, som er marknaden for kvit- og brunost, er det i dag to dominerande aktørar. Dette gjer at trusselen frå rivalar ikkje er like stor som den hadde vore med fleire aktørar i marknaden. Sidan Tine er den dominerande aktøren i bransjen er dei i tillegg underlagde særlege reglar og kontroll som gjer at dei ikkje fritt fram kan bruke marknadsmakta si. Konkurransetilsynet vil holde bransjen under oppsikt og gripe inn dersom Tine misbrukar si dominerande stilling i marknaden til å presse Synnøve ut av marknaden. Dette såg vi skjedd under den såkalla hylleplassaka, og er med på å redusere trusselen frå rivalar for Synnøve.

Organiseringa i daglegvarebransjen ein reell trussel. Få og store kundar gjer at kvar enkelt kunde vert viktig, noko kundane vil bruke til å presse prisane. I forhold til andre marknader har kundane i meieribransjen veldig stor makt og utgjer difor ein vesentleg trussel. I dagens marknad er det ingen substitutt som utgjer noko vesentleg trussel på kort sikt. Leverandørane har heller ikkje noko vesentleg forhandlingsmakt ovanfor Synnøve Finden. Nye aktørar møter fleire større eller mindre etableringsbarrierer ved eventuell etablering i marknaden, som gjer at vi vurderar trusselen frå desse som å vere låg. Låg etableringstakt i bransjen underbyggjer også dette synet.

Generelt meiner vi statleg styring og kontroll er med på å betre konkurransetilhøva for Synnøve Finden. Utan statleg styring ville verksemda fått problem med tilgang på råvarer og kunne risikert å betale ein langt høgare pris for desse enn dei gjer i dag. Vidare kunne dei fått problem med å skaffe seg kundar ettersom Tine kunne brukt makta som marknadsleiar til å kjøpe seg einerett for levering av meieriprodukt til dei ulike kjedene, slik dei forsøkte med Rema 1000 i 2004.

²⁹ Bresnahan & Reiss (1991)

Vi oppsummerer Porter-analyse med figuren under.



Figur 14 Oppsummering Porter's fem konkurransekrefter

Totalt sett indikerer bransjeanalysen at det er potensiale for midlertidige konkurransefortrinn i bransjen.

4.4 Intern ressursbasert analyse

I den interne analysen vil vi gjere ei analyse av Synnøve Finden og lokalisere dei ressursane som kan danne grunnlag for varige konkurransefortrinn. Konkurransefortrinn kan definerast som; "evne til meirrentabilitet og større lønnsemd i forhold til gjennomsnittleg rentabilitet og lønnsemd i bransjen"³⁰. Vi vil ta utgangspunkt i verdikjeda for å identifisere Synnøve Finden sine kritiske ressursar. Deretter vil vi med utgangspunkt i desse gjennomføre ei SVIMA-analyse (Sjeldan, Viktig, Ikkje imiterbar, Mobilisert, Appropriert) der vi vurderar korvidt desse ressursane kan danne grunnlag for midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Etter den interne analysen står vi sterkare i den kommande delen av oppgåva når vi skal vurdere og komme med anslag på budsjettering og framtidig superprofitt ved verdsetjinga av verksemda.

4.4.1 Kartlegging av ressursar

Kompetansen i ein organisasjon vert generert av to kjelder: ressursar og kapabilitetar. Typisk vil ein i ein organisasjon ha finansielle, fysiske, menneskelege, teknologiske og

³⁰ Hill & Jones, 2001

organisatoriske ressursar. Desse ressursane kan igjen delast opp i materielle- og immaterielle ressursar. Med materielle meiner vi kapital, tomter, bygningar, maskiner, utstyr m.m, medan immaterielle ressursar er merkevarenavn, rykte, patentar, kompetanse osv. Kapabilitet er selskapets evne til å utnytte og koordinere ressursane sine på ein best mogleg måte, og kjem fram på bakgrunn av organisasjonsstruktur og kontrollrutinar.³¹

Meieribedrifter, som Synnøve, vil ha verdikjede på linje med den som er vist i figuren under.



Figur 15 Verdikjede

I tillegg til dei primære aktivitetane i verdikjeda kjem den sekundere verdikjeda med støtteaktivitetar som innkjøp, infrastruktur, kapital og kompetanse (know-how).³²

På bakgrunn av verdikjeda vel vi å sjå vekk i frå teknologi ettersom det innanfor meieribransjen ikkje er spesielt høg innovasjonstakt på teknologifronten. Vi står dermed igjen med finansielle, fysiske, menneskelege og organisatoriske ressursar.

4.4.2 SVIMA-analyse

I følge SVIMA-modellen må ressursen vere sjeldan, viktig, ikkje imiterbar, mobilisert og appropriert for å kunne gje opphav til eit konkurranseføretrinn. Figuren under illustrerer rammene for modellen.³³

SVIMA-modellen

Sjeldan	Viktig	Ikkje imiterbar	Mobiliserbar	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig ikkje beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig beholdt fortrinn

³¹ Hill & Jones, 2001

³² Hill & Jones, 2001

³³ Jakobsen & Lien, 2001

Figur 16 SVIMA - modellen

For at ein ressurs skal vere sjeldan forutset det at ikkje alle konkurrentane til verksemda har tilgang til ressursen. Ressursen er viktig dersom den har stor effekt på verksemda sine kostnader og/eller kundane sin betalingsvilje. I kva grad ein ressurs er imiterbar avheng av kor enkelt det er for konkurrentane å kopiere eller erstatte den. For at ressursen skal gi grunnlag for eit varig konkurransefortrinn må den vere vanskeleg eller umogleg for konkurrentane å kopiere. Ressursen er mobilisert når den er ein viktig/bevisst del av verksemda sin strategi, slik at den vert utnytta til å skape økonomiske verdiar. Ein ikkje- mobilisert ressurs vil kun vere eit potensielt konkurransefortrinn. I kva grad ressursen er approprierbar eller ikkje vert avgjort av om andre interessentar, som t.d. tilsette eller leverandørar, kan kapre ”outputen”/verdiskapinga av ressursen. Dersom verdiskapinga frå ressursen fell på til dømes leverandørane, er det ikkje lenger noko konkurransefortrinn for verksemda. Om ein ressurs oppfyller alle krava ovanfor har verksemda eit varig beholdt konkurransefortrinn.³⁴

Vi vil gjennomgå dei forskjellige ressursane i Synnøve Finden og vurdere korvidt desse kan vere opphav for eit konkurransefortrinn. Vi har valt å ikkje presentere analysa av finansiell kapital og fysisk kapital her. Ingen av desse to kapitalane gjev grunnlag for varig konkurransefordel sidan dei ikkje er sjeldne og kan imiterast. Analysa av desse er presentert i vedlegg 3. I det følgjande analyserer vi ressursane menneskeleg- og organisatorisk kapital.

4.4.2.1 Menneskeleg kapital

Synnøve Finden har lang historie i meieribransjen og har gjennom mange år opparbeida ein arbeidsstab med mykje kunnskap og kompetanse om meieridrift. Vi skal analysere nokre viktige eigenskapar ved dei tilsette og vurdere korvidt dette kan gje opphav til ein varig konkurransefordel.

Leiing

Vi vurderar leiinga i Synnøve Finden til å vere kompetent og god. Verksemda har etter vårt syn teke fleire kloke strategiske val gjennom det siste tiåret. Mange dømer kunne vert trekt fram, men vi nøyer oss med tre som er viktige. Det første er at dei våga å satse tøft på stor vekst med høg gearing og risiko. Dette er bakgrunnen for at verksemda har den posisjonen dei har i dag. Det andre dømet er leiinga si handtering av hylleprissaken. Ved å gripe sjansen og gå knallhardt ut mot Tine og køyre saka i media oppnådde dei spesielt to ting; merkekjennskap og sympati blant

³⁴ Jakobsen & Lien, 2001

forbrukarane. Dette strategiske valet førte med seg metervis av spalteplass og ”gratis” reklame, og har vore ein viktig bidragsytar til omsetningsvekst. Det tredje dømet er at dei snudde i tide når Synnøve var på veg mot konkurs i 2006. I stadenfor å satse på vidare vekst fokuserar leiinga no sterkt på å oppnå god lønsemd i drifta. Det skal seiast at det var stor usemje i verksemda knytta til dette valet. Resultatet vart at dåverande administrerande direktør Dag Swanstrøm, mannen som leia perioden med vekst som gjorde Synnøve til ein stor aktør i norsk meieribransje, valde å gå av. Vi meiner strategiendringa var riktig og at det er viktig at Synnøve Finden brukar nokre år på å strukturere drifta og finansieringa før dei eventuelt satsar på vidare vekst, og betraktar det som god leiing.

Vi vurderer leiinga til Synnøve Finden som ein sjeldan og viktig ressurs. Den er ikkje lett immiterbar, sjølv om det er mange gode leiarar i marknaden. Det verkar på oss som den gode leiinga er ein del av organisasjonskulturen like mykje som ei samling gode individuelle leiarar. Den er i høgste grad mobilisert og approprierbar, noko døma ovanfor viser. Vi vurderar Synnøve Finden si leiing til å vere ein midlertidig konkurransefordel.

Der er også verdt å nemne at usemja i forbindelse med at Dag Swanstrøm måtte gå av kan representerer ein svakheit i verksemda. Slike saker er ofte belastande for organisasjonen. Dag Swanstrøm er fortsett med i Synnøve-leiinga som ansvarleg for rammebetingelsar og internasjonal ekspansjon, men det er ikkje unaturleg at samarbeidsklimaet er noko råka som følgje av saka som var. Vi observerer at det på fleire plan fortsett er usemje mellom Swanstrøm og den nye leiinga og styret. Dette ser vi ved at Swanstrøm ved fleire høve har gått ut og kritisert styret i media.³⁵ Ei slik usemje mellom personar i leiinga er uheldig med tanke på å ha ein klar profil og ha fruktbare strategidiskusjonar.

Produktutvikling og innovasjon

Synnøve Finden lanserar stadig nye produkt. Gjennomgåande er det produkt som er tilpassa trendar i marknaden (for eksempel Gulost med vitamin D som eit svar på helsefokuset) eller andre innovative produkt. Leiinga har uttala at innovasjon og produktutvikling saman med fokus på effektivisering er eit viktig fokus framover. Produktlanseringane har stort sett vore suksessfulle. Dette kjem som resultat av eit sett med flinke medarbeidarar som har kompetanse og teft på området. Viktigheita av god produktutvikling gjer dette til ein særskilt viktig ressurs for Synnøve. Om den er sjeldan kan derimot diskuteras. Produktutviklarane i Tine er også dyktige og utviklar

³⁵ <http://arkiv.na24.no/NewsItem.asp?ItemID=49824&Title=Swanstr%F8m+ute+av+topp+20>

produkt som fell i god smak hjå forbrukarane. Dette er argument for at ressursen ikkje er særleg sjeldan. Likevel meiner vi produktutviklarane i Synnøve Finden representerar ein sjeldan ressurs. Bakgrunnen for det er at Synnøve sine produktutviklarar lever i ein anna kvardag dei i Tine. Tine er marknadsleiar og bestemmer mykje over både pris- og mengdenivå for dei forskjellige produkta.³⁶ Dette gjer at Synnøve Finden sine produktutviklarar må ta omsyn til Tine sine val når produktet skal utformast. Synnøve bør helst ha ei utforming og kvalitet som overgår Tine ettersom Tine er ein godt innarbeidd produsent og ofte eit naturleg val for konsumentane.

Dersom Tine satsar stort på eit nytt produkt, kan det vere ugunstig at Synnøve utviklar eit tilsvarande dersom det er størst sannsyn for at Tine går seirande ut av konkurransen om kundane og Synnøve endar opp med eit volum som er for lite til at det er lønnsamt. Samstundes kan det vere gunstig å lansere eit tilsvarande produkt i håp om at marknadsføring av Tine sitt skal ”smitte over” på Synnøve sitt produkt og at Synnøve på den måten kan få gratis reklame. Døme på dette kan vere dersom Tine lanserer kvitost med D-vitamin og køyrer ein stor reklamekampanje for denne. Dersom Synnøve samstundes lanserer ein tilsvarande ost kan dei oppleve auka sal ettersom kundane vert observant på kvitost med D-vitamin, men like godt kjøper Synnøve som Tine sitt produkt. Dette er ei utfordring for Synnøve. Dei må til ei kvar tid vurdere korvidt det kan føre til tap ved at ein lanserer produkt ein ikkje får stort nok volum på eller om det kan føre med seg gratis marknadsføring og auka inntekter. Synnøve må dermed inneha kompetanse som ikkje Tine treng. Ressursen kan vere imiterbar dersom folk frå Synnøve får gode tilbod om å jobbe hjå konkurrenten, men ressursen må vere tilpassa konkurrenten sin strategi og organisasjon for å kunne fungere. For Tine sitt høve vil det ikkje vere like stort behov for denne spesialkompetansen ettersom dei er marknadsleiar. Vi konkluderer med at ressursen kan vere imiterbar, men mest sannsynlig ikkje vil verte det i praksis. I Synnøve er ressursen både mobilisert og approprierbar. Vi meiner produktutvikling og innovasjon i Synnøve Finden er ein midlertidig konkurransefordel for verksemda.

Omstillingsevne

Dei siste ti åra har det vore ein eventyrleg stor vekst i driftsinntektene til Synnøve Finden. Dette har medført at organisasjonen stadig har endra karakter og tilsette har måtte leve med ein organisasjon i konstant endring. Ein stor organisasjon set andre krav til dei tilsett enn ein liten. Dei tilsette er blitt vant til å jobbe under endringar, og leiarar og mellomleiarar har opparbeida seg erfaringar i endringsleiing. Dette er ressursar som er som gunstige å ha med seg vidare i framtida.

³⁶ Ref. ekstern analyse

Vi vurderer ikkje dette som ein særleg sjeldan ressurs samanlikna med andre verksemdar, men er ein naudsynt eigenskap for å kunne gjere raske endringar. Vi må difor sjå denne ressursen ilag med at Synnøve Finden har ein lettrodd organisasjon, noko som kan gje grunnlag for ein konkurransefordel. Dette diskuterar vi under SVIMA-analyse av organisatorisk kapital.

4.4.2.2 Organisatorisk kapital

Vi vil trekke fram tre viktige organisatoriske kapitalar i Synnøve Finden.

Storleik

Synnøve Finden har ein relativt sett liten og lettrodd organisasjon. Verksemda har 407 tilsette medan konkurrenten Tine har 5320³⁷. Ein liten organisasjon gjer slutningsvegane korte og omstillingsevna betre. Dette gjer Synnøve Finden betre i stand til å drive kostnadseffektivt og å reagere betre og raskare på endringar i marknaden enn større og meir tungrodd verksemdar. Å kunne tilpasse seg endringar i marknaden er ein stor fordel, både gjennom mindre restrukturingskostnader og mindre tap av omsetnad. Dette ser vi også att i desse tider då Synnøve relativt kjapt har snudd organisasjonen frå å satse på vekst til å satse på lønsemd. Strukturen i organisasjonen er difor ein viktig ressurs for Synnøve Finden.

Organisasjonsstrukturen er lett å imitere for små konkurrentar, men vil vere vanskeleg for Tine sidan dei er store. Vi reknar med at Synnøve Finden vil ha lønnsam og effektiv drift i åra som kjem etter eit stort fokus på dette hjå leiinga. Totalt sett er Synnøve Finden sin organisasjonsstruktur eit midlertidig konkurransefortrinn.

Det er ikkje å komme unna at å vere liten også medbringer ulemper. Tine har klare stordriftsfordeler ovanfor Synnøve Finden. Større produktseriar, meir diversifisert og kostnadsfordeler på grunn av stort volum er nokre dømer på det. Dette gjev Synnøve Finden konkurranseulemper i fleire høver.

Merkevarenamn

Synnøve Finden har eit sterkt merkevarenamn blant forbrukarane. Forbrukarane knyter sympati til merkevarenamnet etter at Tine prøvde å skvise Synnøve Finden ut frå REMA 1000 sine butikkhyller i 2004. I tida etter hylleplass-saka tok Synnøve Finden marknadsandeler frå Tine på grunn av at forbrukarane sympatiserte med "David" i kampen mot "Goliat". I tillegg prøver

³⁷ www.tine.no og www.synnove.no

Synnøve Finden å knytte grunnleggaren av verksemda, Synnøve Finden sjølv, tydlegare til merkevarenamnet. Verksemda beskriv grunnleggaren som ei sterk dame, og vil spesielt nå ut til unge jenter med dette budskapet. Merkevarenamnet har altså gode og sterke verdiar knytt til seg, og namnet har gode omdømmemålingar og merkekjennskap. Merkevarenamn er også ein viktig preferanse i forbrukarane sine produktval. Merkevarenamnet er unikt og kan vanskeleg kopierast. På ei anna side har også Tine eit godt merkevarenamn, og emerkenamnet til Synnøve Finden er slik sett berre tildels ein sjeldan ressurs. Salseffekten og satsinga på å utvikle merkevarenamnet viser at ressursen er mobiliserbar og approprierbar. Vi vurderar Synnøve Finden sitt merkenamn til å gje eit midlertidig konkurransefortrinn.

Oppkjøpsmoglegheiter i Cardinal Foods og vidare etablering i Aust-Europa

Synnøve har ein sjeldan moglegheit til å utvikle organisasjonen sin ytterlegare innan eksisterande og nye marknader. Med eigarandel på 17% og potensielle vidare oppkjøpsmoglegheiter i Cardinal Foods gjer at verksemda kan ta del i utviklinga i marknaden for egg og kvitt kjøtt. Dette er ein marknad i stor vekst (spesielt kyllingfilet og kyllingkjøtdeig) og med potensiale for god lønsemd i åra som kjem. Cardinal Foods var eit familieeigd selskap som i 2005 blei kjøp opp av Capman³⁸, eit finansselskap med privat equity-fond som kjerneverksemd, samt nokre andre³⁹. Cardinal Foods kjøpte så opp Den stolte hane som var 100% eigd av Synnøve Finden. Difor kom Synnøve inn på eigarsida i Cardinal Foods. Vi forventar at Synnøve vil kjøpe seg ytterlegare opp når den økonomiske situasjonen har stabilisert seg og når Cardinal Foods-aksjar vert tilgjengelege for kjøp. Vi trur hovudaksjonæren Capman vil selje seg ut når dei føler seg ferdige med å restrukturere Cardinal Foods. Dette vil skje innan nokre år og vi ser det som sannsynleg at Synnøve vil gripe denne moglegheiten.

Synnøve Finden har leigeproduksjon og kjennskap til den austeuropeiske meierimarknaden ved at dei har delar av produksjonen i Estland. Vi trur at Synnøve vil vurdere moglegheiten for vidare ekspansjon i Estland, eventuelt i dei andre baltiske statane eller Aust Europa. Ved at Synnøve allereie er plassert der, vil dei kunne kontinuerleg vurdere om det er fornuftig å etablere seg ytterlegare. Vi trur dette eventuelt vil skje i eit noko lengre perspektiv enn oppkjøp i Cardinal Foods, men innan ti år.

³⁸ www.capman.com

³⁹ http://www.capman.com/NR/rdonlyres/C046E381-18AF-48B1-988A-86E41FC1DA3A/2758/Cardinal_Foods_case_example_ENG.pdf

Begge moglegheitene for ekspansjon er sjeldan som følgje av korleis Synnøve har organisert seg. Det er store gevinstar å kunne hente, og soleis ein viktig moglegheit. Oppkjøp i Cardinal Foods er vanskeleg å imitere sidan Synnøve allereie er inne i verksemda. Kjennskap til Estland er ikkje umogleg å imitere, men det krev at konkurrenten er etablert der ei stund. Sidan Synnøve ikkje har realisert desse moglegheitene enno vil dette vere eit potensielt konkurransefortrinn.

4.4.2.3 Oppsummering av SVIMA

Gjennomgangen av ressursane ovanfor og i vedlegg 3 kan oppsummerast tabellen under.

Medan vi i analysa ovanfor har dekomponert dei ulike kapitalane har vi i oppsummeringa sett på fysisk- og finansiell kapital dei under eitt.

Ressurs	S	V	I	M	A	Konkurranse implikasjon	Økonomisk yting
Finansiell	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	Normal ekr ≈ ekk
Fysisk	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	Normal ekr ≈ ekk
Menneskeleg							
<i>Leiinga</i>	Ja	Ja	Tja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	Over normal ekr > ekk
<i>Produktutvikling og innovasjon</i>	Tja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	Over normal ekr > ekk
<i>Omstillingsevne</i>	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet	Normal ekr ≈ ekk
Organisatorisk							
<i>Storleik</i>	Tja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	Over normal ekr > ekk
<i>Merkevarenavn</i>	Tja	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn	Over normal ekr > ekk
<i>Oppkjøp/ekspansjon</i>	Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt konkurransefortrinn	Over normal ekr > ekk

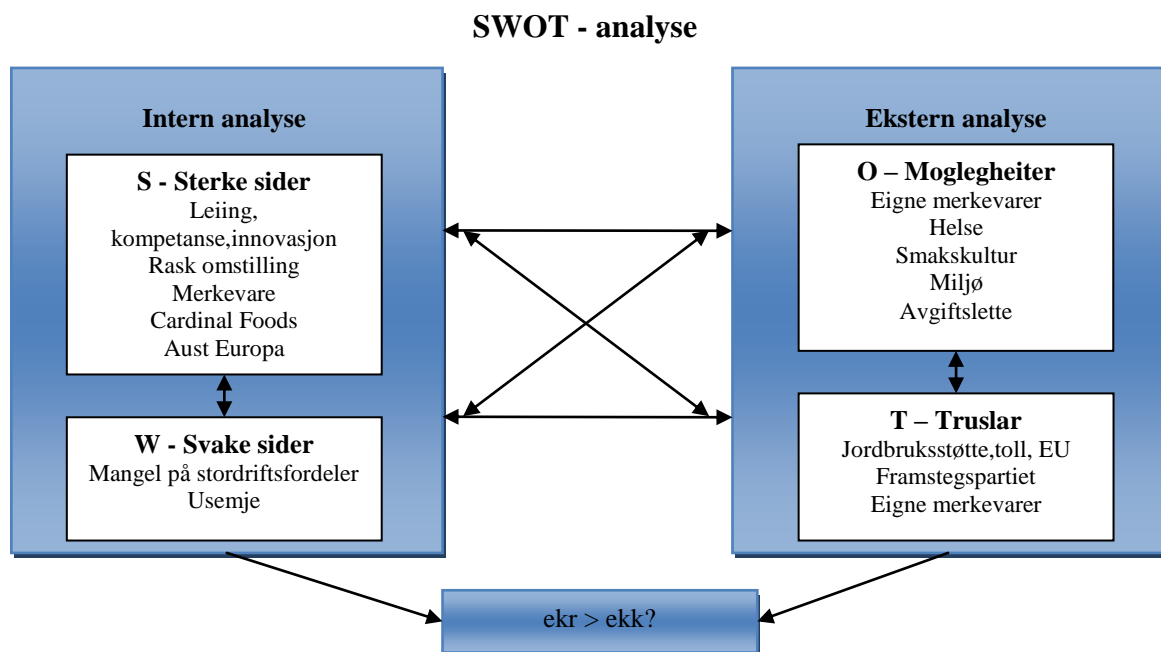
Figur 17 Oppsummering SVIMA - modellen

Analysen viser at det er både kortsiktige konkurransefortrinn innafor menneskeleg- og organisatorisk kapital. Her vil det på kort sikt altså vere mogleg å oppnå ein eigenkapitalrentabilitet som er høgare enn eigenkapitalkravet og på den måten oppnå superprofitt. For den finansielle og fysiske kapitalen er det konkurranselikevekt, som betyr at Synnøve sin posisjon i forhold til konkurrentane er nøytral.

4.5 Oppsummering av strategisk analyse (SWOT)

Gjennom den interne- og eksterne analysa har vi fått illustrert Synnøve Finden sine moglegheiter og trugslar, sterke og svake sider. Moglegheitene bør utnyttast, trugslane nøytralisierast, sterke sider bør oppretthaldast og dei svake sidene forbedrast.

Den eksterne analysa indikerar at konkurransetilhøva i bransjen tillet Synnøve Finden å oppnå superprofitt på kort sikt. Etter kvart som marknaden vil verte meir moden vil denne moglegheiten verte eliminert. Ved den interne analysa har vi kartlagt Synnøve Finden si evne til å utnytte kritiske ressursar for å oppnå superprofitt på kort sikt. Oppsummeringa av den strategiske analysa vert presentert ved SWOT analysa i Figur 18.



Figur 18 SWOT analyse

5 Rekneskapsanalyse

Rekneskapsanalyse kan definerast på følgjande måte: ”Financial statement analysis involves the use of simple mathematical techniques an understanding of accounting and an appreciation of business strategy to gain insight into the reporting corporation`s history, current position and future prospects through an examination of the corporation`s financial statement”⁴⁰

Utgangspunktet for rekneskapsanalyse er finansrekneskap og års- og delårsrapportar.

Rekneskapsanalysen baserar seg altså på tilgjengeleg offentleg informasjon. Til forskjell frå utarbeiding av finansrekneskapen er ikkje eigen bruk av rekneskapsinformasjon regulert⁴¹.

Dette gjer at vi kan gjere justeringar som er betre tilpassa ei investorfokusert analyse sjølv om det ikkje ville vore innanfor lova i finansrekneskapen. Målet er å få fram eit best mogleg bilete av dei underliggande økonomiske forholda.

Det er likevel viktig å vere klar over at også analysar som analytikarar gjer på vegne av andre kan vere regulert, for eksempel utarbeiding av prospekt i samband med emisjonar⁴². Uansett gjeld alltid vanlege etiske reglar. Norske Finansanalytikers Forening definerer etikk som følgjer: ”En finansanalytiker skal være nøktern og saklig og avspeile de konklusjoner det er funnet frem til under analyseprosessen. Forutsetningenes for analysens konklusjoner skal fremgå og det skal redegjøres for de sikkerhets- og risikovurderinger som er gjort.

Kildemateriale, notater og beregninger for analysen skal oppbevares slik at det vil være mulig å kunne dokumentere analysearbeidet i ettertid⁴³”. Etikk skal alltid komme først i ein analytikar sitt arbeid og skal legge føringar for kva han gjer. Slik blir det også for oss i denne oppgåva.

5.1 Fokuset i analysa

Analysefokuset avheng av kva bruken av analysa er. Det er to hovudformer for bruk⁴⁴; avgjerd og kontroll/forvaltning. Avgjerd er til dømes avgjerd om å kjøpe eller selje aksjar i ei verksemd. Med kontroll og forvaltning meiner vi intern kontroll, for eksempel

⁴⁰ Hawkins, D.F 1998” Corporate Financial Reporting and analysis

⁴¹ Kjell Henry Knivsfå, BUS 425

⁴² Børsforskrifta av 17.januar 1994 kapittel 5, nr 30

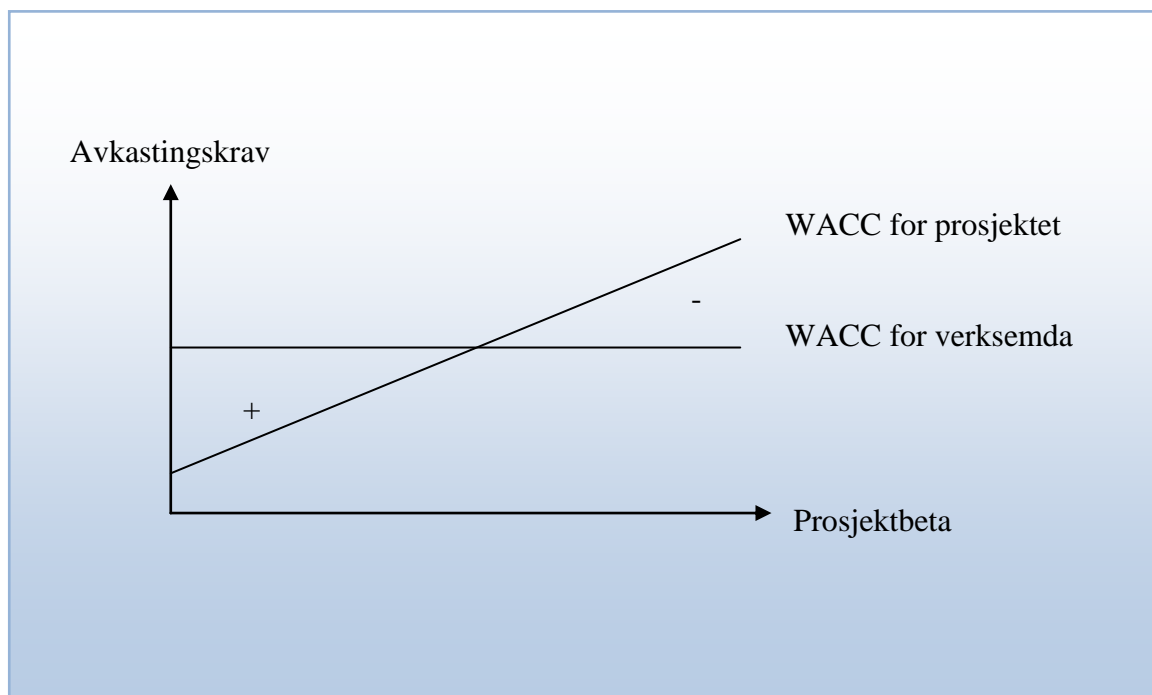
⁴³ www.finansanalytiker.no

⁴⁴ Kjell Henry Knivsfå, BUS 425

kostnadskontroll, eigarkontroll og så bortetter. I denne oppgåva er det verdivurdering som er målet og dermed er fokuset på avgjerdsnivå. Det blir difor viktig å analysere verdiskapinga og verdiutdelinga i Synnøve Finden, samt tilhøyrande risiko.

5.2 Val av analysenivå

Verksemder som har ulike forretningsområder bør i prinsippet analyserast forretningsområde for forretningsområde. Dette har med at ulike element i rekneskapsanalysen kan vere forskjellig frå område til område. Eit eksempel på dette er avkastningskrav. Dersom vi opererer med eit felles gjennomsnittleg avkastningskrav for alle prosjekt og forretningsområder i analysen av ei verksemd vil det kunne slå skeivt ut i lønnsomheitsanalysa av verksemda. Alle prosjekt og forretningsområder med substansielt avvikande risiko frå gjennomsnittet i verksemda vil bli analysert som meir eller mindre lønnsame enn dei eigentleg er. Poenget er illustrert i figuren under.



Figur 19 Varierende avkastingskrav

Figuren viser at prosjekt eller forretningsområde med lågare WACC⁴⁵ enn verksemda sin samla WACC ville blitt rekna som meir lønnsame dersom dei hadde vorte analysert separat (merka med + i figuren). Prosjekt og forretningsområder som har høgare WACC enn

⁴⁵ Vekta avkastingskrav

verksemda sin WACC ville analogt bli rekna som mindre lønnsame enn dersom dei hadde blitt analysert for seg sjølv (merka med – i figuren).⁴⁶

I analyseperioden har Synnøve Finden vore aktør i fleire segment innanfor matproduksjon. Hovudsegmentet har heile tida vore meieri, men marknaden for egg og kvitt kjøt og marknaden for måltidsprodukt har også vore satsingsområde. Sidan Synnøve Finden har selt seg ut av dei to sistnemnde forretningsområda vil vi i rekneskapsanalysen ekskludere desse og rekne dei som finanspost. I resultatrekneskapan blir resultatet frå desse to forretningsområdene rekna som unormal finansresultat.

5.3 Val av analyseperiode

Val av lengda på analyseperioden kjem an på stabiliteten verksemda ein skal analysere. Dersom verksemda er stabil over tid bør det velgast ein lang analyseperiode. Dersom verksemda er labil, altså det er stor variasjon i rekneskapsstala for eksempel på grunn av oppkjøp, bør analyseperioden vere kort.

Synnøve Finden er i utgangspunktet av stabil natur. Dette kan vi påstå på bakgrunn av bransjen den er ein del av. Meieribransjen har lange tradisjonar og svingar lite. Synnøve Finden har også lange tradisjonar. Dei siste åra har likevel for Synnøve Finden vore av meir labil art. Oppkjøp av selskap i andre segment i matvarebransjen har vore den viktigaste faktoren for dette. Den stolte hane har blitt ein viktig aktør i bransjen for kvit kjøt og Nordic Lunch var storsatsing innanfor måltidsløysingar (matpakke, lunch og liknande). Desse to verksemdene blei ein relativt stor del av Synnøve Finden- konsernet før begge to blei solgt ut i 2006 (Den stolte hane) og 2007 (Nordic Lunch). Vi vel ein analyseperiode av Synnøve Finden på sju år. Dette er etter vår meining passeleg sidan Synnøve Finden verken er sær stabil eller labil.

5.4 Val av komparativ bransje

For ei verksemd fungerer andre verksemdar i bransjen som samanlikning ved rekneskapsanalyse⁴⁷. Vi må difor identifisere kva som er komparativ bransje for Synnøve Finden. Med Synnøve Finden sin bransje meinast homogene eller liknande verksemdar. Sidan

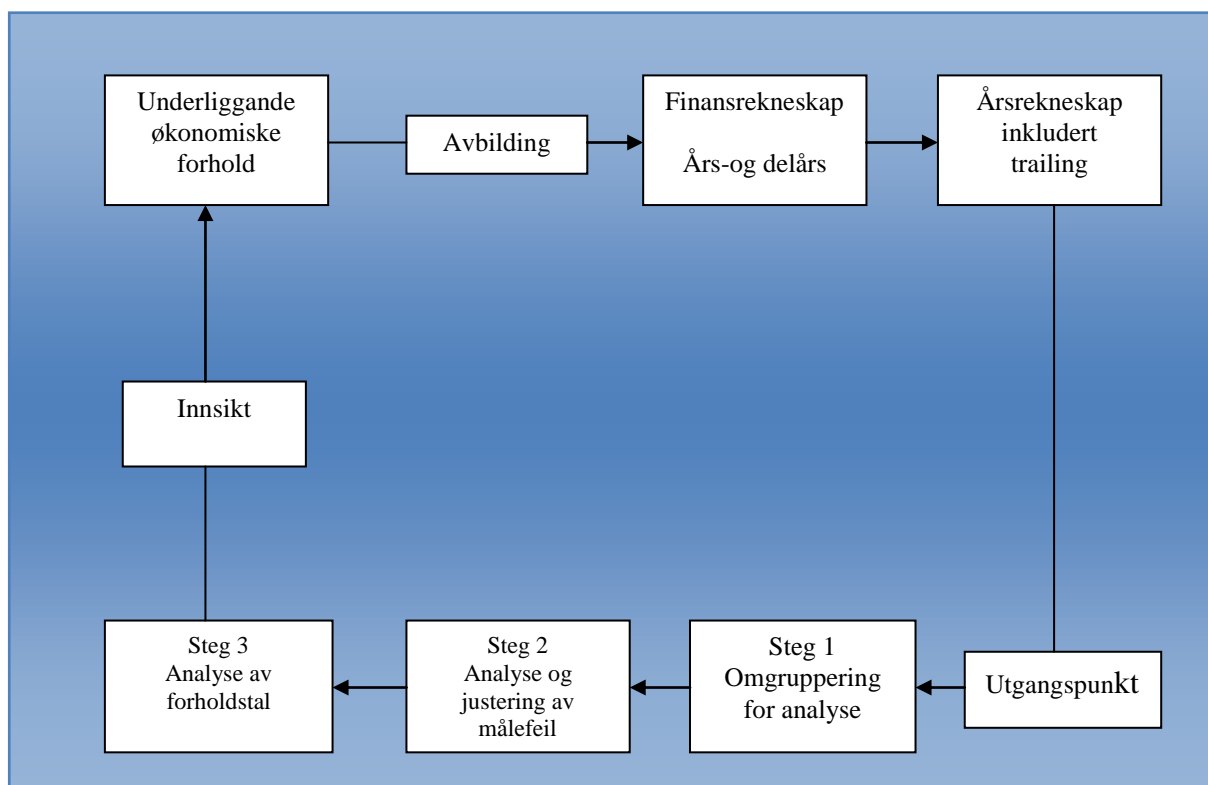
⁴⁶ Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2006)

⁴⁷ Kjell Henry Knivsflå, BUS425

Synnøve Finden har solgt seg ut av marknaden for egg og kvit kjøt og marknaden for måltidsprodukt står dei berre igjen i meierimarknaden. Sidan Synnøve Finden berre opererer i delar av meierimarknaden kan ein argumentere for å nyansere marknaden enno meir. Med bakgrunn i at vidare nyansering krev meir detaljert informasjon frå Synnøve Finden sine konkurrentar enn det som er offentleg tilgjengeleg er det likevel meir hensiktsmessig å betrakte heile meieribransjen som den komparativ bransjen.

5.5 Rammeverk for rekneskapsanalyse

Rammeverket for rekneskapsanalysen er presentert i figuren under. Utgangspunktet er som tidlegare påpeika finansrekneskapen og eventuelle års- eller delårsrapportar.



Figur 20 Rammeverk for rekneskapsanalyse

For å få best mogleg utgangspunkt for analysen er det viktig å få ferskast mogleg rekneskapstal som input. Dette betyr at ein rekneskapsanalytiker bør bruke siste tilgjengelege kvartalsrapport som grunnlag for å predikere kommande års rekneskap. Dette er ein trailing årsrekneskap. Trailing årsrekneskap er lik resultatet frå dei fire seinaste kvartalane. Dette vil for eksempel seie at trailing resultatrekneskap etter andre kvartal er lik dei to første kvartalane pluss dei to siste kvartalane frå året før. Dei to siste frå førre år bør vekstjusterast. Vekstjusteringa blir

gjort ved å anta lik vekst i dei to siste kvartala som dei to første inneverande år. Trailing balanse er lik balansen frå siste kjende kvartalsrapport. I vår analyse av Synnøve Finden er siste publiserte kvartalsrapport 4Q 2007. Dette gjev oss ein ”ferdigutarbeida” trailing. I denne oppgåva er det dermed ikkje naudsynt å rekne ut eiga trailing. 2008-rekneskapen må utarbeidast på same måten som for 2009 og utover.

Vidare skal vi i steg 1 omgruppere for analyse. Oppstillingsplan etter GRS⁴⁸, IFRS⁴⁹ og liknande standardar er kreditororientert. Det vil sei at den passar best til å vurdere selskapa si evne til å betale gjeld og overhalde forpliktelsar overfor kreditorar. I balanseoppstillingen er eigedelar grupperte etter likviditet (omløps- og anleggsmidlar) og gjeld er gruppert etter forfallstidspunkt (kortsiktig og langsiktig)⁵⁰. I resultatoppstillinga er fokuset på om verdiskapinga er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld, altså om årsresultatet er positivt⁵¹. I kontantstraumoppstillinga blir endring i kontantekvivalentar forklart⁵². Sidan vi ynskjer ei investororientert analyse er det difor gunstig å omgruppere frå kreditor- til investororientert rekneskapsoppstilling.

I steg 2 blir det analyse og justering for målefeil. Ein målefeil er at ein rekneskapsstorleik avvik frå den underliggande økonomiske verdien på grunn av bruk av historisk kost (målefeil av type 1), dårleg samsvar mellom korrekt historisk kost og IFRS/GRS (målefeil av type 2) og kreativ rekneskapsføring eller rekneskapsføring som ikkje samsvarar med IFRS/GRS (målefeil av type 3).

I steg 3 er det analyse av forholdstal. Dette gjev innsikt i underliggande tilhøve i den historiske rekneskapen.

5.6 Presentasjon av finansrekneskapen

Under følgjer finansrekneskapen slik den er presentert i Synnøve Finden sine respektive årsrapportar. I åra fram til 2004 blei rekneskapen utarbeida etter norsk standard og god rekneskapsskikk definert i NGAAP. Frå 2004 blei IFRS innført.

⁴⁸ God regnskapsskikk

⁴⁹ International Financial Reporting Standards

⁵⁰ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

⁵¹ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

⁵² Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

Resultatrekneskapen for Synnøve Finden 2001-2007

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Driftsinntekter	533 388	588 555	587 532	693 186	1 251 361	817 226	830 400
Endring i beholdning av varer	280	11 429	8 697	-23 434	34 790	16 603	
Varekostnad	-298 962	-338 547	-336 803	-393 679	-916 189	-624 282	
Lønnskostnad	-88 069	-102 437	-100 412	-121 069	-167 769	-121 384	
Avskrivningar på varige driftsmidler	-15 254	-17 986	-21 006	-22 265	-20 776	-23 786	-22 500
Nedskrivning varige driftsmidler	0	0	0	0	0	-63 210	
Andre driftskostnader	-114 821	-119 053	-109 340	-128 575	-180 762	-142 231	-808 900
Driftsresultat	16 562	21 961	28 668	4 164	655	-141 064	-1 000
Renteinntekter			397	1 792	6 097	6 884	
Reversering av renteinntekter	0	0	0	0	0	-15 740	0
Finansinntekter	2 105	659	-11 761	6 992	1 043	34 201	41300
Andel resultat av tilknytte selskap	0	0		3 262	870	1 112	
Rentekostnader	-20 261	-21 678	-2 640	-11 306	-18 980	-25 065	
Andre finanskostnader				-2 408	-4 630	-11 884	-31000
Andre poster	7 126		14 517				
Resultat før skattekostnad	5 532	942	29 181	2 496	-14 945	-151 556	9 300
Skattekostnad	-2 938	-809	-8 818	-629	4 318	52 504	9000
Resultat eining holdt for sal	0	0	0	0	0	4 973	
ÅRSRESULTAT	2 594	133	20 363	1 867	-10 627	-94 079	18 300

Balanse Synnøve Finden 2001-2007

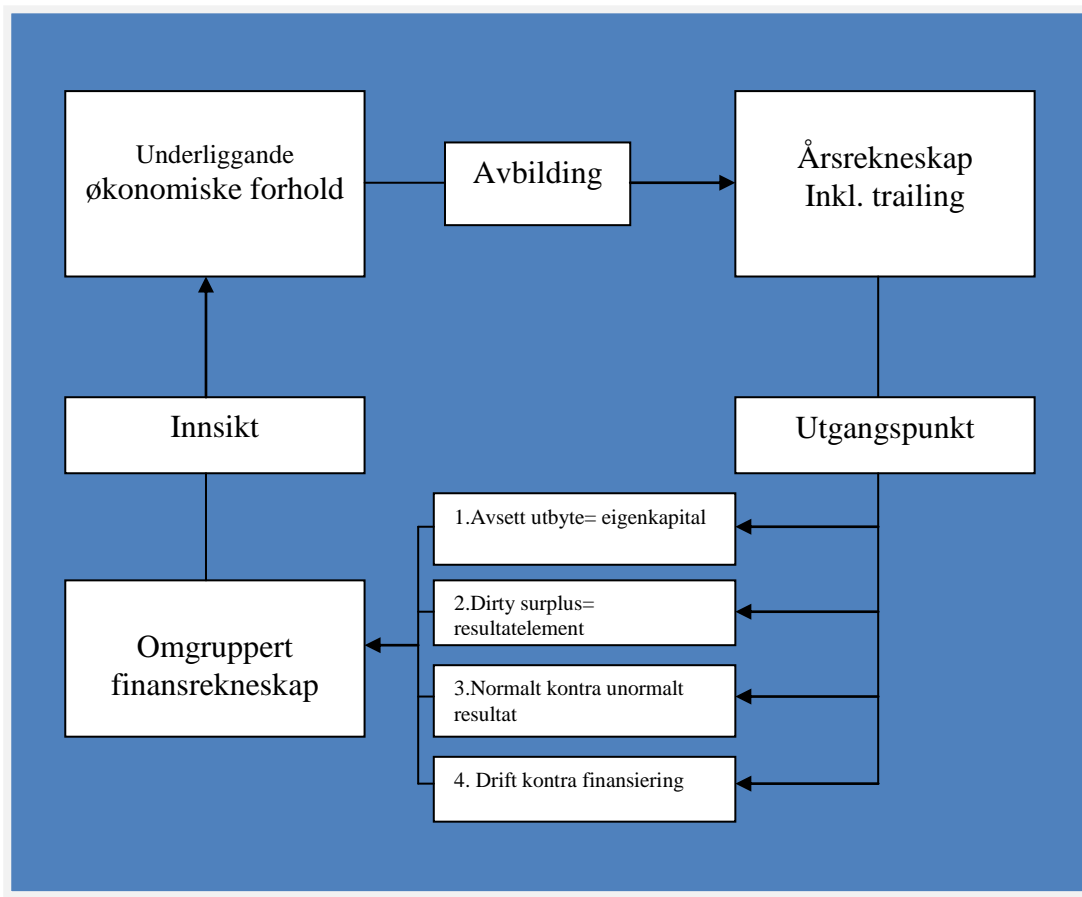
Anleggsmidler	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Immaterielle eiendeler							
FoU		320	199	68			
Varemerke	2882	2 613	2 444	2 275	2 275	2 025	
Goodwill	35988	37 726	35 268	55 973	50 032		
Eigedeler ved utsett skatt	15447	14 638	6 461	8 119	17 919	59 837	
Sum immaterielle eiendeler	54317	55297	44372	66435	70226	61862	70900
Varige driftsmidler							
Fast eiendom	61178	63 312	67 514	81 159	82 383	82 199	
Maskiner	65232	76 332	85 990	109 859	151 692	141 377	
Biler	4476	7 015	7 672	15 480	12 145	2 323	
Inventar	3495	1 658	837	240	241	95	
Sum varige driftsmidler	134381	148317	162013	206738	246461	225994	255100
Finansielle anleggsmidler							
Investering i tilknyttede selskap	0	0	11 126	1 121	1 991	5 103	
Investeringer i aksjer	6700	0	2 265	2 947	2 460	45 236	
Pensjonsmidler	1654	1 912	1 437				
Andre fordringer	0	0	0	0	0	10 531	
Sum finansielle anleggsmidler	8354	1 912	14 828	4 068	4 621	60 870	73300
Sum anleggsmidler	197052	205526	221213	277241	321308	348726	399200
Omløpsmidler							
Varer	71270	79 894	88 694	75 741	119 536	123 997	92300
Fordringer							
Kundefordringer	46175	47 064	49 314	70 257	87 226	80 789	
Andre kortsiktige fordringer	31686	42 275	52 512	72 815	94 756	57 330	
Sum fordringer	77861	89339	101826	143072	181982	138119	136100

Konter og kontantekvivalenter	4912	10 414	14 402	34 965	25 072	22 176	35900
Eiendeler klassifisert som holdt for sal	0	0	0	0	55 277	126 895	0
Sum omløpsmidler	154043	179647	204922	253778	381867	411187	264300
Sum EIENDELER	351095	385173	426135	531019	703175	759913	663600
EGENKAPITAL							
Aksjekapital	14576	14 668	14 708	14 709	23 200	25 500	43000
Egne aksjer	-288	-94	-3 605	-387	-2	-2	
Overkursfond	0	0	0	0	93 270	129 308	
Konsernets fonds	59841	63 396	83 956	81 182	77 496	-16 352	
Vurderingskonto			-1 057	1 779	-83	-83	
Omregningsdifferanse, valuta	-806	-806	0	1 777	1 093	-2 661	
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	73323	77164	94002	99060	194974	135710	
Minoritetens andel			0	-76	-194	0	
Annen egenkapital							244300
Sum egenkapital	73323	77164	94002	98984	194780	135710	287300
FORPLIKTELSER							
Pensjonsforpliktelser	416	782	1 027	2 655	3 525	3 722	
Konvertibelt obligasjonslån, langsiktig	50000	49 984	49 984				
Rentebærende lån og kreditter	111292	150 716	145 095	39 319	55 471	95 890	
Tilskudd	1600	1 400	1 200	1 000	783	583	
Sum langsiktige forpliktelser	163308	202882	197306	42974	59779	100195	174500
1. års avdrag langsiktig lån			11 467	14 570	25 936	31 388	
Konvertibelt obligasjonslån			0	48 420			
Gjeld til kredittinstitusjoner	62434	42 686	59 063	67 931	60 765	129 519	
Leverandørgjeld	29375	33 938	16 519	57 032	99 059	103 589	
Forpliktelser ved periodeskatt	-3303	-5 501	642	2 617	3 181		
Skyldige offentlige avgifter			3 615	16 229	18 632	9 102	
Andre kortsiktige forpliktelser	25959	34 003	43 523	58 260	76 993	76 952	
Rentebærende lån og kreditter			0	124 000	111 300	102 675	
Forpliktelser klassifisert som holdt for salg			0	0	52 750	70 782	0
Avrundingsfeil i årsrekneskapen	-1	1	-2	2	0	1	
Sum kortsiktige forpliktelser	114465	105126	134827	389061	448616	524008	201800
Sum forpliktelser	277773	308008	332133	432035	508395	624203	376300
Sum egenkapital og forpliktelser	351096	385172	426135	531019	703175	759913	663600

5.7 Omgruppering for investororientert analyse

Det er no klart for å gjennomføre omgrupperinga. Investorane ynskjer gode estimat på verdien og innteninga til egenkapitalen. Dette for å få best mogleg grunnlag for ta gode avgjersler om eksponering mot verksemda, samt ha kontroll med leiinga av den. Dette krev ein oppstillingsplan som fokuserar på normalisert verdiskaping- og utdeling og som forklarar kjeldene til normalisert verdiskaping.

Omgrupperinga skjer i fire steg som vist i rammeverket for investororientert omgruppering i figuren under



Figur 21 Rammeverk for omgruppering

Steg 1 Avsett utbytte= egenkapital

Etter norsk rekneskapsstandard blir foreslått utbytte ført og klassifisert som kortsiktig gjeld i finansrekneskaper. Frå selskapet si side er dette framtidig forpliktelse og dermed som gjeld å rekne. I eit investorperspektiv ser man derimot på avsett utbytte som egenkapital. Investoren er indifferent om ein sum på NOK 100 000 er klassifisert som egenkapital, er avsett utbytte eller allereie er blitt betalt ut. Det er like mykje egenkapital for investor. Difor bør vi omgruppere avsett utbytte frå gjeld til egenkapital. Etter innføringa av IFRS skal ikkje utbytte først som kortsiktig gjeld. Synnøve Finden har ikkje betalt utbytte i analyseperioden og difor er det ingen justeringar å gjere.

Steg 2 "Dirty surplus"= resultatelement

Dirty surplus er brot på kongruensprinsippet. Prinsippet seier at alle inntekter og kostnader skal ha resultat effekt. Det vil sei at inntekter og kostnader ikkje skal først direkte i balansen. I omgruppert investorrelevant rekneskap vil vi vise desse kostnadene på ei eiga linje og vil vere inkludert i det fullstendige nettoresultatet. Fullstendig nettoresultat er lik årsresultatet pluss dirty surplus.

Føringar direkte mot eigenkapitalen er spesifisert i notane i årsrapporten. I tabellen under ser vi direkteføringane i analyseperioden.

Dirty surplus	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Omregningsdifferanser			-1057	726	-684	-3329
Tilleggsvederlag Toasty		3780				
Avrundingsfeil		2	-1	1	-1	
Justering/effekt NGAAP til IFRS				2464		
Kjøp/sal egne aksjer		-810	-2787	0	5464	0
Emisjoner			0	1	51848	38338
Kapitalforhøyelse		736	320			0
Konvertibelt obligasjonslån			0	0	49914	0
Ansatteopsjoner			0	222	0	0
SUM EK-transaksjonar	0	3708	-3525	3414	106541	35009
Sum Dirty surplus	0	3780	-1057	726	-684	-3329

Tabell 1 Dirty surplus

Eigekapitaltransaksjonar som er relatert til tilføring og utbetaling av kapital skal ikkje ha resultateffekt og er derfor heller ikkje dirty surplus. For Synnøve Finden sitt vedkommande munnar det ut i at det berre er omregningsdifferansane og tilleggsvederlag Toasty som kan reknast som dette. Desse føringane legg vi på det fullstendige nettoresultatet.

Steg 3 Normalt kontra unormalt resultat

Normale postar er postar i rekneskapen som kjem igjen i år etter år med relativt jamn storleik. Postar som ikkje går etter eit slikt mønster blir rekna som unormale. I den omgrupperte rekneskapen er det fornuftig å skilje ut unormale postar. Dette gjev eit betre grunnlag når vi skal nytte dei historiske tala for å estimere framtidige rekneskapstal. Framtidsrekneskapen blir kun utarbeida på bakgrunn av normale postar sidan vi ikkje forventar unormale postar i framtida. I omgrupperinga blir det difor skilt tydeleg mellom normalt og unormalt resultat, der alle unormale postar hamnar under unormalt resultat. Unormalt resultat blir spesifisert gjennom å splitte opp i unormalt driftsresultat og unormalt finansresultat.

Synnøve Finden har i løpet av analyseperioden eigd to selskap av betydeleg storleik som no er selde. Dette gjelder Den stolte hane⁵³ og Nordic lunch⁵⁴. Synnøve Finden hadde 100% eigardel i begge verksemdene før dei blei selde. Den stolte hane blei stifta i 2005 som satsing innanfor segmentet kvitt kjøt og egg, og blei solgt vidare til Cardinal Foods AS allereie året

⁵³ www.denstoltehane.no

⁵⁴ www.nordiclunch.no

etter i 2006. Bokført gevinst av salet var på 30,3 millionar kroner. Synnøve Finden er fortsatt eksponert mot segmentet for egg og kvit kjøp gjennom ein eigardel i Cardinal Foods AS på 17,4%.

Nordic Lunch marknadsfører måltidsprodukt. Med måltidsprodukt meinast ferske produkt som er innpakka og lett handterbart. Eksempel på dette er matpakkeløysingar, salatar, sandwich med meir. Nordic Lunch sine kundar er til dømes flybransjen og bensinstasjonar. Bama Gruppen A/S kjøpte Nordic Lunch med overtaking og oppgjer 17.januar 2007.

Sal av andre selskap er i all hovudsak ei unormal hending. Unnataket er for investeringsselskap og liknande der kjøp og sal av andre selskap er ein viktig strategisk del av drifta⁵⁵. For Synnøve Finden er salet av Den stolte hane og Nordic Lunch å betrakte som ei unormal hending. Det er to justeringar som bør gjerast som følgje av desse to sala; justere historiske tal for å mellom anna synleggjere organisk vekst og klassifisere gevinst av sal som unormal post. Dette er vist i vedlegg 4.

Ein annan justering som må gjerast er å skilje ut unormal driftsskattesats frå det normale resultatet. Driftsskattesatsen blir rekna ut etter følgjande formel:

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

,der

dss= driftsskattesats

SK= Rapportert skattekostnad

FR= normalt finansresultat (=FI-FK)

UFR= unormalt finansresultat (=UFI-UFK)

DR= normalt driftsresultat (=DI-DK)

UND= unormalt driftsresultat (=UDI-UDK)

Finansskatt er i Noreg lik 28% av finansresultatet. Den effektive finansielle skattesatsen er også 28% då finansielle forhold normalt sett ikkje gjev grunnlag for utsett skatt eller

⁵⁵ Koller, Goedhart and Wessels (2005)

skattefordel. I formelen blir finansskatt trekt ut av skattekostnaden, noko som gjev driftsrelatert skatt. Den driftsrelaterte skatten blir så delt på driftsresultatet før skatt. Dette gjev driftsskattesatsen for inneverande år.

Driftsskattesatsen kan variere frå år til år på bakgrunn av mellom anna mellombelse forskjellar mellom finansrekneskapen og skatterekneskapen, forskjellige skattesatsar mellom land, varierende skattesatsar frå år til år innanfor eit land.

Det er hensiktsmessig å normalisere driftsskatten og nytte denne i staden for kvart års respektive driftsskattesatsar. Dersom vi ikkje nyttar normalisert driftsskattesats vil driftsresultatet kunne svinge av rekneskapsmessige grunnar som ikkje reflekterer underliggende økonomiske forhold. Eit års prestasjon blir for eksempel ikkje betre eller verre av at ein har utsett skattefordel eller utsett skatt frå tidlegare år.

Den normaliserte driftsskattesatsen, $ndss$, er den gjennomsnittlege driftsskattesatsen over analyseperioden T ⁵⁶:

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

Dersom dette ikkje gjev ein normalisert driftsskattesats med meining, altså ein normalisert driftsskattesats som avvik mykje frå 28%, kan eventuelt gjennomsnittet i bransjen eller medianen nyttast. Dersom heller ikkje dette gjev meining kan det beste vere å nytte 28%.

Normalisert driftsskattesats for Synnøve Finden i analyseperioden blir 189%. Denne urimeleg store satsen kjem av at driftsskattesatsen i 2007 var på enorme 1189%. All sunn fornuft tilseier at dette gjev ein ubrukeleg normalisert driftsskattesats. Når vi trimmar snittet for den høgste og lågaste verdien får vi eit snitt på 24,7%. Medianen er på 25,5%. På bakgrunn av desse to argumenta set vi normalisert driftsskattesatsen til 25%.

Normalisert driftsskattesats blir brukt kvart år i analyseperioden for å rekne ut den normale driftsskatten som inngår det normale driftsresultatet. Resten av skatten blir skilt ut og rekna

⁵⁶ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

som unormal driftsskatt og inngår i unormalt driftsresultat. Unormal driftsskattesats i år t blir altså $dss_t - ndss$.

Steg 4 Drift kontra finansiering

I finansrekneskapen er det fokus på likviditetssituasjonen, som er viktig i eit kreditorperspektiv. Vi vil heller ha eit klart skilje mellom drift og driftsinvesteringar og finansiering og finansielle investeringar. Vi ønskjer å synleggjere kva avkastning vi får frå drifta og kor mykje finansieringa kostar. Ønsket er å identifisere kjeldene til verdiskaping. For å oppnå dette må rekneskapen omgrupperast.

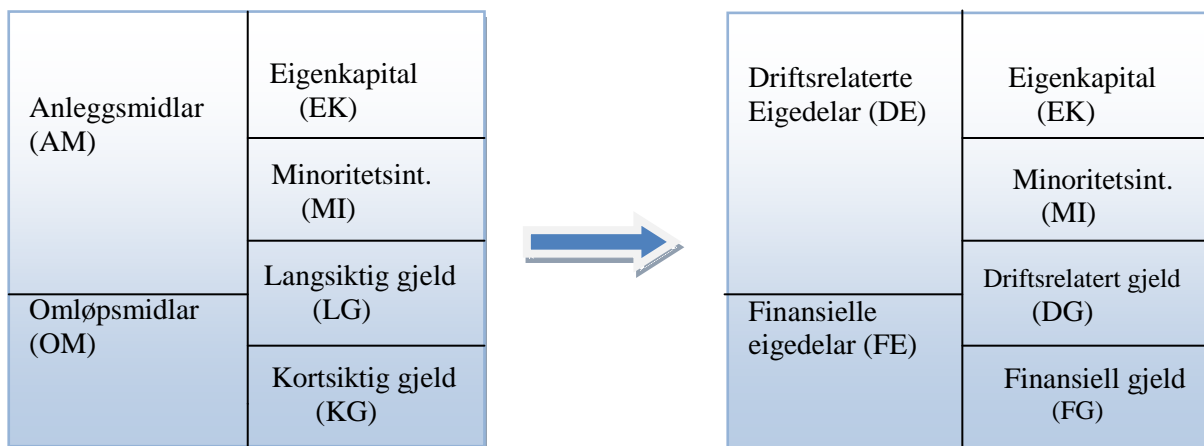
Vi vil i det følgjande presentere tre forskjellige balansar med forskjellig fokus. Oppstillinga av balansen kan fokusere på:

1. Totalkapital
2. Sysselsett kapital
3. Netto driftskapital

I moderne rekneskapsanalyse og verdsetjing er det vanleg å fokusere anten på sysselsett kapital eller netto driftskapital. I tildømes Penman (2003) er fokuset netto driftskapital. Vi vel å fokusere både på sysselsett kapital og netto driftskapital for å få ei så grundig analyse og grunnlag for verdsetjing som mogleg.

5.7.1 Fokus på totalkapital

Totalbalansen kan grupperast frå ein kreditororientert balanse til investororientert balanse med fokus på drift kontra finansiering.



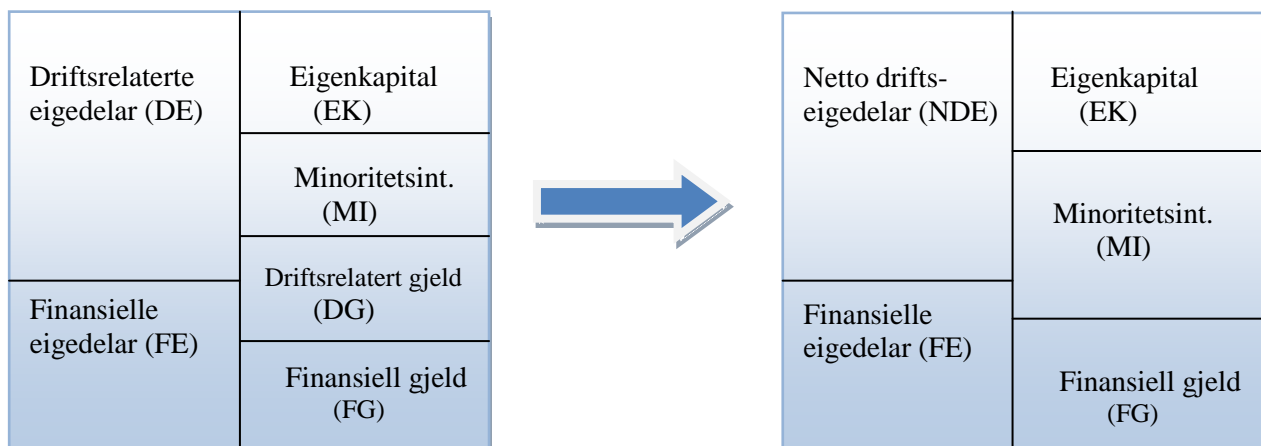
Som vist i figuren over skiftar fokuset på både venstre- og høgresida i balansen. På eigedelssida er omgruppert balanse fokusert på å skilje mellom driftsrelaterte og finansielle eigedelar i staden for å skilje mellom anlegg- og omløpsmidlar. På eigenkapital- og gjeldssida er fokuset no å skilje mellom drift og finansiering i staden for å skilje mellom lengda på gjelda. Den omgrupperte balansen er meir tilpassa ein investororientert analyse.

5.7.2 Fokus på sysselsett kapital

Sidan driftsrelatert gjeld ofte er rentefri eller at renta vert betalt indirekte gjennom prisen på varene, blir driftsrelatert gjeld ofte kalla ikkje-renteberande gjeld. Dette skiljet går ofte ved driftsrelatert gjeld og finansiell gjeld. Med det meinast at driftsrelatert gjeld ikkje er renteberande, medan finansiell gjeld er renteberande.

Sysselsett kapital eller capital employed er den kapitalen som er skoten inn og dermed sysselsett av eigarane og finansielle långjevarar⁵⁷. Dette fokuset gjev betre grunnlag for analysar av den kapitalen eigarane faktisk har investert i verksemda.

I figuren under syner vi korleis vi kan omgruppere frå fokus på totalkapital til fokus på sysselsett kapital:



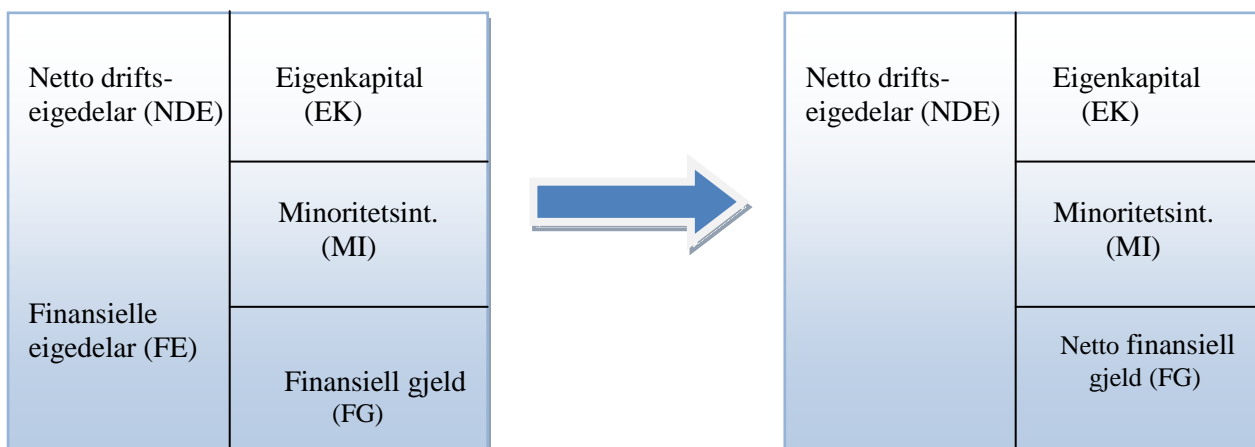
Vi ser at driftsrelatert gjeld er fråtrukke driftsrelaterte eigedelar, og vi får difor netto driftseigedelar på venstresida og driftsrelatert gjeld forsvinn på høgresida. Totalsummen i balansen blir dermed redusert.

⁵⁷ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

5.7.3 Fokus på netto driftskapital

Netto driftskapitalen er den kapitalen som er investert i drifta. Kapital som er investert i finansielle egedelar er altså ikkje inkludert i netto driftskapital⁵⁸. Finansielle egedelar er i prinsippet egedelar som verksemda har som ikkje trengst i drifta. Det vil sei at desse midlane kan nyttast til å betale tilbake gjelda. Det er difor naturleg å analysere finansiell gjeld og finansielle egedelar i lag i form av netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld er altså finansiell gjeld minus finansielle egedelar, $NFG=FG-FE$.

I figuren under presenterar vi korleis å omgruppere frå fokus på sysselsett kapital til fokus på netto finansiell gjeld.



Vi ser at finansiell gjeld er blitt trekt frå finansiell gjeld. Det vil sei at vi nå står igjen med netto driftseigedeler på venstresida og vi har netto finansiell gjeld på høgresida.

5.7.4 Omgruppert resultatoppstilling

Resultatet blir omgruppert med fokus på å skilje drift og finansiering, samt skilje normale postar mot unormale.

Resultatoppstillingen- Omgruppert		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
DI	Driftsinntekter	363979	420423	448770	521036	713582	817226	830400
DK	Driftskostnader	-360386	-401100	-420558	-511643	-688218	-814084	-831400
DR	= Driftsresultat eigen virksomhet	3593	19323	28212	9393	25364	3142	-1000
dss	Driftsskattesats (dss)	0,237	0,133	0,185	0,255	0,205	0,352	11,884
ndss	Normalisert dss	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

⁵⁸ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

DSK	-	Driftsrelatert skatt i egen virksomhet - normalisert	-898	-4831	-7053	-2348	-6341	-786	250
NDRE	=	Netto driftsresultat i eiga verksemd	2695	14492	21159	7045	19023	2357	-750
NDRT	+	Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	0	0	0	0	626	801	0
NDR	=	Netto driftsresultat	2695	14492	21159	7045	19649	3157	-750
NFI		Netto finansinntekt	9688	251	12727	6908	3228	7765	3096
NRS	=	Nettoresultat til sysselsatt kapital	12382	14743	33886	13953	22877	10922	2346
NFK	-	Netto finanskostnad	-12939	-15682	-16078	-11043	-17763	-27968	-22320
NMR	-	Netto minoritetsresultat							
NRE	=	Nettoresultat til egenkapital	-557	-939	17808	2910	5114	-17046	-19974
UNDR	+	Unormalt netto driftsresultat	8683	2469	-219	-1669	-13598	-92489	11634
UNFR	+	Unormalt netto finansresultat	-3594	-1397	2774	626	-2143	15456	26640
	+	Dirty surplus	0	3780	-1057	726	-684	-3329	0
FNR	=	Fullstendig nettoresultat til egenkapital	4532	3913	19306	2593	-11311	-97408	18300
	+	Emisjon		736	320		51848	38338	133290
		Kjøp/salg egne aksjar		-810	-2787		5464		
		Konvertibelt obligasjonslån					49914		
NBU	-	Netto betalt utbytte							
	+	Justering/effekt NGAAP til IFRS					2464		
	+	Avrundingsfeil i årsrekneskapen		2	-1	1	-1	0	
	=	Endring i egenkapital	4532	3841	16838	2594	98378	-59070	151590
		UB EK	73323	77164	94002	96596	194974	135710	287300

5.7.5 Omgruppert balanse

I finansrekneskapen er oppsettet utarbeida etter eit kreditorperspektiv med fokus på likviditet.

I omgruppert balanse blir det heller skilt mellom drift og finansiering.

BALANSE- Omgruppert		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidlar	167400	191265	200963	224085	281823	325956	326000
LDG	- Langsiktig driftsrelatert gjeld	416	570	745	903	3074	3722	0
NAM	= Netto anleggsmidlar	166984	190695	200218	223182	278749	322234	326000
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidlar	128197	121777	126817	110671	194771	238116	228400
KDG	- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	30383	39398	42467	73415	144989	189643	149957
DAK	= Driftsrelatert arbeidskapital	97814	82379	84350	37256	49782	48473	78443
NDE	= NETTO DRIFTSEIGEDLAR	264798	273074	284568	260438	328531	370707	404443
FAM	Finansielle anleggsmidlar	6700	0	13469	3527	4451	60870	73300
FOM	+ Finansielle omløpsmidlar	49526	78760	91141	148470	141770	102289	35900
FE	= FINANSIELLE EIGEDLAR	56226	78760	104610	151997	146221	163159	109200
SSE	= SYSSELSETTE EIGEDLAR	321024	351834	389178	412435	474752	533866	513643
EK	Eigenkapital	73323	77164	94002	96596	194974	135710	287300
MI	Minoritetsinteresser	0	0	0	-76	-194	0	0
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	247701	274670	283948	251938	254036	366768	
KFG	+ Kortsiktig finansiell gjeld	0	0	11228	63977	25936	31388	
FG	= Finansiell gjeld	247701	274670	295176	315915	279972	398156	226343
SSK	= SYSSELSETT KAPITAL	321024	351834	389178	412435	474752	533866	513643

Balansen er omgruppert til netto driftskapital og sysselsett kapital.

5.7.6 Analyse og justering av målefeil

I finansrekneskapen kan det oppstå målefeil. Målefeil er skilnaden mellom ein kapitalstorleik eller ein resultatpost slik den er presentert i rekneskapen og verkeleg verdi av kapitalstorleiken eller resultatposten. For eksempel er målefeil i netto driftegedeler lik:

$$\text{Målefeil NDE} = \text{NDE} - \text{VNDE}$$

Målefeil kan gje eit feil bilete av dei underliggende økonomiske tilhøva. Formålet med justering av målefeil er å rette opp dette biletet slik at den økonomiske situasjonen blir avspegla på ein god måte.

Som ekstern analytikar har ein dårlegare informasjon og kjennskap til den underliggende økonomien i verksemda enn folk på innsida. Enkelte hevdar at justering av rekneskapet er lite hensiktsmessig fordi det tilfører endå meir ”støy”. Det vert også hevda at ulike målefeil vil utlikne kvarandre slik at justering ikkje er nødvendig. Med tanke på at justering er veldig tidkrevjande argumenterar mange også for at kostnaden ved justering er større enn nytten. Skeptikarane til justering er innehavarar av det såkalla ”ingen justering- synet”. Andre har derimot ”justeringssynet” og meiner at det er hensiktsmessig å korrigere rekneskapstala der ein oppdagar målefeil. Særleg manglande balanseføring av immaterielle eidedeler er argument for justering.

Generelt bør ei kost/nytte- vurdering bestemme om det er verdt å justere. Vi er av den oppfatninga at betydelege målefeil i rekneskapen vil ha betyding for utfallet av analysen, og meiner at justering vil betre det underliggende økonomiske biletet. Openbare og betydelege feil bør korrigerast. Vi inntek difor ”justeringssynet”⁵⁹

Vi vil i det følgjande presentere tre typar målefeil.

5.7.6.1 Målefeil av type 1

Målefeil av type 1 er målefeil på grunn av bruk av historisk kost-prinsippet, KHK.

⁵⁹ Knivsflå, K.H. (2005): BUS 424

$$NDE_{KHK} - VNDE$$

Det teoretiske utgangspunktet er verdibasert rekneskapsføring. Det vil sei at alle balansepostar i teorien skulle vore verdsett med utgangspunkt i noverdiprinsippet. Med noverdiprinsippet meiner vi at verdien i dag er lik den diskonterte verdien av forventade verdi i framtida. Altså framtidig diskonterte kontantstraumar.

$$\text{Verdi i dag} = \frac{\text{Verdi i framtida}}{1 + \text{diskonteringsrente}}$$

Verdibasert rekneskapsføring bør nyttast når det finst aktive marknader og prisane er objektive og soleis eit påliteleg estimat på verkeleg verdi. I dag er det berre nokre av talstorleikane i rekneskapsføring som er henta frå aktive marknader. Dette er stort sett finansielle eigedeler som for eksempel børsnoterte aksjar, og finansiell gjeld. Desse to storleikane kan vi anta alltid er likvide og til rett pris. For andre rekneskapsstorleikar er det også fullt ut mogleg å rekne ut verdibasert verdi. Problemet er når det ikkje eksisterar aktive marknader. Dette medfører at verdsettjninga blir basert på subjektiv grunnlag. Å diskontere på budsjetterte kontantstraumar kan medføre overbudsjettering for å auke verdien. Det kan seiast at på denne måten blir målefeil av type 1 redusert, men målefeil av type 3 (målefeil på grunn av kreativ rekneskapsføring) blir auka.

Korrekt historisk kost har ein når rentabiliteten er lik internrenta kvart år i levetida til ein eigedel. Korrekt historisk kost bør nyttast når det ikkje finst prisar i aktive marknader som gjer verkeleg verdi relevant eller påliteleg. For driftsrelaterte eigedelar og driftsrelatert gjeld finst det ikkje likvide marknader, spesielt når dei er brukte. Desse bør difor verdsettast ved bruk av korrekt historisk kost.

5.7.6.2 Målefeil av type 2

Målefeil av type 2 er målefeil mellom rekneskapsføring etter rekneskapslova (og GRS) og korrekt historisk kost.

$$NDE_{GRS} - NDE_{KHK}$$

Etter GRS/IFRS er det tilgang til å avvike frå korrekt historisk kost. Eit klassisk eksempel på dette er avskrivningar. I rekneskapslova blir det antyda at korrekt historisk kost skal nyttast. Etter § 5-3 andre ledd skal ”*anleggsmidler som har begrenset levetid avskrives etter en fornuftig avskrivingsplan*”. Ein fornuftig avskrivingsplan definerast gjennom samanstillingsprinsippet i rekneskapslova § 4-1 nr 2 der ”*utgifter skal kostnadsføres i same periode som tilhørende inntekt*”. Sjølv om rekneskapslova er rimeleg tydeleg er det akseptert i god rekneskapskikk å nytte praktisk tilnærming. Dette medfører at om lag 90% av norske og internasjonale verksemder nyttar lineære avskrivningar.

Ved målefeil av type 2 er det vanskeleg å finne noko mønster i om det gjev for høge eller låge verdiar⁶⁰. Dette gjer at det kan reknast som rein støy.

$$ndr = ndi + feil$$

Dette gjer at i tillegg til god rekneskapsføring kan bruke diversifisering for å hindre målefeil av type 2. I store verksemder med mange prosjekt i forskjellige fasar av livssyklusen kan det feilen bli diversifisert bort.

5.7.6.3 Målefeil av type 3

Medan målefeil av type 1 og type 2 kan reknast som akseptable målefeil er målefeil av type 3 uakseptabelt. Dette er kreativ rekneskapsføring eller målefeil gjennom at rapporterte rekneskapstal avvik frå dei tala som skulle vore rapporterte etter god rekneskapskikk.

$$NDE - NDE_{GRS}$$

Kreativ rekneskapsføring blir gjort for å forbetre eller forverre eit rekneskapstal ulike årsaker. Ein typisk grunn kan vere å ha best mogleg framstilling av situasjonen til selskapet i forkant av ein børsnotering eller emisjon. Eksempel på metodar som blir nytta i kreativ rekneskapsføring er for tidleg driftsinntektsføring, flytte driftskostnader fram eller tilbake eller ta eingongsvinningar inn som del av driftsinntekta.

⁶⁰ Kjell Henry Knivsflå, BUS424

5.7.6.4 Aktuelle justeringar

Det er mange justeringar som kan gjennomførast. Konsulentselskapet Stern Stewart er kjent for sine om lag 150 forskjellige justeringar. I praksis er det vanleg å konsentrere seg om rundt 3-5 stk.

Med grunnlag i års- og delårsrapportar har vi funne fram til fem potensielle målefeil vi vil sjå nærare på. Desse er operasjonell leasing, goodwill, sluttvederlag, pensjonskostnader og avgiftslette på mjølk. Ettersom avgiftslette på mjølk spelar ein avgjerande rolle for Synnøve Finden si lønnsemd har vi valt å gjennomgå denne her. For resterande justeringar sjå vedlegg 5.

Avgiftsending på mjølk

I heile analyseperioden har Synnøve Finden hatt klagesak gåande mot staten vedgåande det dei meiner er konkurransedrepende prisingsreglar. Råvarekostnadane, altså prisen på mjølka Synnøve Finden kjøper av Tine, blir avgjort av råvarekalkylar innanfor Marknadsordninga for mjølk. Synnøve Finden meiner mjølkeprisane av fleire grunnar er for høge og har klaga det heile inn til Statens Landbruksforvaltning. Den viktigast grunnen for klaga er at dei meiner dei kalkulatoriske kapitalkostnader som prisen baserer seg på er for låg. Den andre er at Statens Landbruksforvaltning mellom anna har sett immateriell kapital i Tine til null og at fysiske anleggsmidlar blir verdsett til historisk kapital. Døme på sistnemnte er historisk kost på eigedom og nedskrive saldo på maskin, bygningar og liknande. Synnøve Finden sine påstandar har vore støtta frå ekspertise mellom anna på Norges Handelshøgskule. Synnøve Finden har difor i analyseperioden lagt inn reduserte råvarekostnader etter beste estimat ut frå informasjonen som til ei kvar tid har vore tilgjengeleg. Kostnadane utover det har vorte avsett som kortsiktige fordringar mot staten.

1. juli 2007 innførte landbruksminister Terje Riis Johansen avgiftslette på mjølk med 25 øre per liter for å skjerpe konkurransen i meierimarknaden. Ordninga gjeld alle konkurrentane til Tine. Avgiftsreduksjonen for Synnøve Finden ASA og Q-meieriene AS er på ekstra 12 øre per liter dei fire første åra. Dette fordi dei har vore to store konkurrentar til Tine over lengre tid. Etter dei fire første åra blir avgiftsreduksjonen redusert til 25 øre per liter også for

Synnøve Finden og Q-meieriene⁶¹. Ordninga vil berre få effekt i framtida og tidlegare tap er dermed ikkje dekkja.

Synnøve Finden oppgir at dei reknar med å bruke omlag 120 millionar liter mjølk i året, og vil dermed ha ein årleg besparing på 44,4 millionar kroner dei første 4 åra og deretter 39 millionar.⁶² Den nye ordninga har medført at Synnøve Finden har reversert store delar av dei avsette fordringar. I rekneskapen 2006 (endringar gjort i forbindelse med hending etter balansedagen) er mjølkeavsettinga endra frå 104 millionar kroner til 24 millionar kroner. 64,2 mill av dette er reversert mot varekostnad i finansrekneskapen 2006. 15,7 millionar er reversert mot finansinntekt. Vi må i det følgjande gjere fleire justeringar.

Først må det justerast for den ekstraordinære effekten i 2006. Reverseringa gjev auka driftskostnader på 64,2 millionar og 15,7 i reduserte finansinntekter. Dette er å betrakte som unormalt og må justerast. Grunnen til at Synnøve Finden reverserar fordringane er at dei ikkje lenger reknar med å få erstatning for tap i tidlegare år nå som den nye ordninga er på plass. Etter reverseringa gjenstår det avsetjingar på totalt 24 millionar som Synnøve Finden fortsatt ser som sannsynleg å få erstatning for. Vi justerar driftskostnadane med 64,2 millionar og klassifiserar dei som unormale driftskostnader som inngår i unormalt driftsresultat. Reverserte finansinntekter klassifiserar vi som unormal finansresultat.

Vi må så justere varekostnaden i alle åra i analyseperioden med korrekt mjølkepris, altså redusert med 25 øre per liter. Grunnen til at vi gjer dette er at vi soleis vil få eit kostnadsbilete som betre reflekterar føresetnadene i framtida. Dette er meir relevant når vi seinare skal lage framtidsrekneskap. Sidaen Synnøve Finden har djupt ueinig i prisordninga som har vore, har dei allereie justert mjølkeprisen etter beste estimat kvart år. Dette beste estimatet må reverserast og erstattast med den korrekte kostnaden basert på korrekt mjølkepris. Netto justering i varekostnadene blir då forskjellen mellom 25 øre per liter og den justeringa Synnøve Finden har gjort. Differansen klassifiserar vi som unormalt driftsresultat. Justeringa framgår av figuren under:

⁶¹ www.regjeringen.no - Næringsutvikling: Styrker konkurransen i meierisektoren

⁶² Synnøve Finden ASA: 2. kvartalsrapport 2007

Avgiftslette på mjølk	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Varekostnad	-228775	-249151	-262712	-303807	-496885	-624282	0
+ Effekt av avgiftsendring	14292	15565	16412	18979	31041	39000	0
- Avsetning (reversering av avsetning)	15800	15800	13900	16800	12500	29100	0
= Justert varekostnad	-230283	-249386	-260200	-301628	-478344	-614382	0
Akkumulert justert kortsiktige fordringar	-15800	-31600	-45500	-62300	-74800		
Akkumulert justert kontantar	15800	31600	45500	62300	74800		
Justert attverande avsetning mot kontantar						24000	24000

Tabell 2 Justering - Avgiftslette på mjølk

”Effekt av avgiftsendring” er dei beløpa varekostnaden skal reduserast med etter 25 øre redusert avgift per liter. ”Avsetjing” er den summen som Synnøve Finden har avsett per år. Som vi ser er det ikkje store avvik mellom Synnøve Finden sine estimat og den nye prisen etter avgiftsreduksjon for nokre av åra utanom 2005 og 2006. Det avsette beløpet må også reverserast i under fordringar balansen og debiterast kontantbeholdningen. Dette gjev eit meir rettvise bilete og får konsekvens i form av at fordringar reknast som driftsrelatert og kontantar som finanspost.

Vi skal forklare det heile med eit døme. I 2001 vil varekostnaden bli redusert med 14,292 millionar kroner, som reflekterer varekostnaden med 25 øre avgiftsreduksjon per liter mjølk. Avsettinga som Synnøve Finden gjorde i 2001 vil så bli reversert, noko som aukar varekostnaden igjen med 15,8 millionar kroner. Netto blir dette auka varekostnad på 1,508 millionar kroner. Dette reduserar så unormalt netto driftsresultat med same beløp etter skatt. I balansen reverserar vi avsetjinga og debiterar kontantbeholdningen med det avsette beløpet på 15,8 millionar kroner.

Vi vel i tillegg å justere attverande avsetjingar i 2006 og 2007. Avsetjingane på totalt 24 millionar kroner er beløpet Synnøve Finden meiner er rettvise og sannsynleg å få erstatning for i forbindelse med tap i analyseperioden frå 2001 til 2006. Vi har i justeringane overfor lagt inn rett pris i denne tidsperioden og det vil såleis ikkje lenger vere relevant å avsette for erstatning av tap. Vi reduserar difor fordringar med 24 millionar kroner og aukar kontantbeholdningen med same beløp. Dette gjer vi både i 2006 og 2007. I 2007 er det ikkje avsett ytterlegare frå Synnøve Finden si side med bakgrunn i ordninga då allereie var innført. Det avsette beløpet er difor uendra.

5.7.7 Raudt varselflagg i driftskostnadane 2006

Etter at justeringane er føreteke har driftsresultatet i 2006 endra seg formidabelt. I den rapporterte finansrekneskapan er driftsresultatet i overkant av 139 millionar i minus. Den

justerte rekneskapen viser derimot eit driftsresultat i overkant av pluss 3 millionar. Denne store forskjellen skuldast først og fremst nedskrivingar av anlegg i Namsos på 62,6 millionar og reversering av avsetjing i forbindelse med mjølkeprissaken på 64, 2 millionar. Sidan nedskriving er ei unormal hending bør det her dukke opp eit raudt flagg som indikerar fare for kreativ rekneskapsføring. Påstanden om at forskjellen skuldast kreativ rekneskapsføring kan underbyggast med det faktum at administrerande direktør blei skifta ut oktober 2006.

Leiarskifte er eit klassisk eksempel der det er insentiv for kreativ rekneskapsføring. Ein ny leiar kan ha fleire motiv for gjere resultatet så dårleg som mogleg i tida før han tiltredde. Ved å ta unormale kostnader i dag vil framtidige resultat bli betre enn om kostnaden hadde blitt spreidd utover i framtida. Dette kan påverke leiaren sitt kvalitetsstempel, sin gjennomslagskraft for strategiendringar og kanskje til og med aksjekursen. Det siste kan vere eit ekstra insentiv dersom leiaren blir avlønna med bonus etter kor godt aksjen går på børsen. Eit anna moment som også vedgår aksjekursen er dersom det er planlagt emisjon nokre år fram i tid. Det kan då vere insentiv til å time aksjekursen til eit høgt nivå for å få mest mogleg utbytte av emisjonen.

Utsiftinga av administrerande direktør, Dag Swanstrøm, kom som følge av at Swanstrøm valte å gå av etter usemje med dei nye storeigarane Norsk Vekst og Arendals Fossekompani. Usemja gjaldt Synnøve Finden si utvikling og risikoprofil. Swanstrøm var ein pådrivar for veksten Synnøve Finden har hatt på 2000-talet, og ynskte at veksten skulle fortsette vidare med høg gjeld og risiko som konsekvens. ” Strategien jeg har hatt er å kapre markedsandeler. Det er sånn vi har kjørt selskapet fra en omsetning på seks millioner kroner til 1,2 milliarder. Vi har hatt høy risikoprofil, mens de andre vil ha lønnsomhet inn kortsiktig. Da må man slippe gasspedalen”, uttalte Swanstrøm til dn.no 23.oktober 2006⁶³.

Som følge av usemje om vidare strategival kan det tenkast at den nye leiinga følte presset for å prestere så fort som mogleg. Dette er i tilfellet insentiv for kreativ rekneskapsføring.

Det andre momentet som kan skape insentiv til kreativ rekneskapsføring er bonusavlønning i forbindelse med prestasjonen i aksjekursen. I Synnøve Finden får administrerande direktør som einaste person lønn i form av syntetiske opsjonar knytt til aksjekursen. Dagens administrerande direktør Thorbjørn Graarud blei i 2006 tildelt 200 000 syntetiske opsjonar

⁶³ <http://www.dn.no/forsiden/naringsliv/article904313.ece>

med tildelingskurs på kroner 30 per aksje⁶⁴. Dei kan berre innløysast dersom volumjustert gjennomsnittspris på aksjane er over kroner 40 på innløysingsdagen. Halvparten blir opptent 30.06.2008 og den andre halvparten 30.06.2009. Dei kan kun innløysast fram til 30.06.2010. Dersom Graarud får maksimalt ut av ordninga vil dette gje han ein gevinst på sju millionar kroner. Ordninga medførte at Synnøve Finden sin aksje snarleg måtte auke i verdi dersom opsjonane skulle ha full verdi eller verdi i det heile⁶⁵. Her er det eit potensielt insentiv til å pynte på rekneskapen slik at dei førstkommande åra skulle framstå best mogleg.

Til tross for argumentasjonen over vil vi ikkje legge betydeleg vekt på faren for kreativ rekneskapsføring. Nedskrivinga vedrørande anlegget i Namsos har rot i verkelegheita sidan Synnøve Finden 2.kvartal 2007 vedtok å legge ned drifta på anlegget⁶⁶. Sjølv om dette tyder på at rekneskapsføringa er innanfor god rekneskapsskikk medfører det vriding i det underliggande økonomiske biletet. Vi tek omsyn til dette ved å klassifisere nedskrivinga som ein unormal post. På same måte betraktar vi reverseringa av avsetjingane i forbindelse mjølkeprissaken som innan for god rekneskapsskikk og omsyntek dette i form av årleg korreksjon av den historiske rekneskapen.

⁶⁴ Synnøve Finden: Årsrapport 2006, note 3

⁶⁵ Synnøve Finden sin aksjekurs var 26,28 siste handledag 2006.

⁶⁶ <http://hugin.info/86879/R/1145174/217482.pdf>

6 Analyse av risiko

Nøkkeltal frå rekneskapen vert som regel presenterte i absolutte tal og er i og for seg interessante. Problemet med dei er at dei seier lite om dei underliggende forholda i bedrifta, ettersom dei er avhengige av storleiken på bedrifta for å gi ein fullgod meining. Store verksemdar har typisk høgare rekneskapstal enn dei små, men treng nødvendigvis ikkje vere meir lønnsame av den grunn. For å få større nytte av rekneskapstala bør vi difor gjere dei om til forholdstal, som er langt meir samanliknbare. Vi vil difor samanlikne forholdstala i verksemda over tid og summere kredittrisikoen opp i ei syntetisk rating.

6.1 Relevant risiko

Totalrisikoen til ei portefølje, eller investering, består av systematisk- og usystematisk risiko⁶⁷. Den systematiske risikoen er den risikoen som er i marknaden generelt, medan den usystematiske risikoen er knytta til kvar enkelt bedrift. Ved å spreie investeringane på fleire investeringsobjekt, vil ein redusere totalrisikoen, og den vil konvergere mot den systematiske risikoen. For ein veldiversifisert investor vil difor kun den systematiske risikoen vere relevant. I tilfeller der kapitalmarknaden ikkje er perfekt, og full diversifisering er vanskeleg, vil den selskapsspesifikke risikoen ha innverknad på avkastningskravet⁶⁸. Denne risikoen kan ein analysere ved ei likviditets- og soliditetsanalyse. Likviditetsanalysen ser på den kortsiktige risikoen til selskapet, medan soliditetsanalysen ser på den langsiktige.

Kredittrisiko er den faren långjevar har for at lånet pluss avtalt rentebetaling heilt eller delvis vert misleghalde, og på den måten påfører långjevar tap gjennom gjeldsforhandling eller konkurs.⁶⁹ Difor vil selskapsspesifikk risiko alltid vere relevant for kreditorar. Kredittrisikoen er ein forventa kostnad som må prisast inn i lånerenta for å få kostnadsdekking. Desto høgare selskapsspesifikk risiko og fare for misleghald, desto høgare vert kredittrisikoen og lånerenta.

Den kommande risikoanalysa kjem til å munne ut i ei syntetisk rating, som seinare dannar grunnlaget for estimering av finansielt gjeldskrav.

⁶⁷ Brealey/Myers/Allen (2006)

⁶⁸ Penman 2004

⁶⁹ Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 9, slide 29

6.2 Likviditetsanalyse

Analysen av likviditet har som formål å kartlegge korvidt Synnøve Finden har nok likvide midlar til å betale førefallande krav, eller om det er sannsyn for at bedrifta kjem i ein likviditetsskvis med fare for konkurs. Analysen av kortsiktig risiko vil basere seg på følgjande to analyseverktøy:

1. Analyse av gjeldsdekning i balansen ved hjelp av forholdstal
2. Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstraum

6.2.1 Analyse av gjeldsdekning i balansen ved hjelp av forholdstal

Forholdstal som gir eit godt bilde av gjeldsdekningsgraden i balansen er likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 1 er omløpsmidlar (OM) i forhold til kortsiktig gjeld (KG). Forholdstalet illustrerer i kva grad omløpsmidlar er finansierte med kortsiktig gjeld, eller i kva grad ein kan dekke kortsiktig gjeld ved bruk av omløpsmidlar. Likviditetsgrad 2 er mest likvide omløpsmidlar (finansielle omløpsmidlar – FOM) sett i forhold til kortsiktig gjeld. Forholdstalet viser i kva grad dei mest likvide omløpsmidlane er finansierte med kortsiktig gjeld, eller i kva grad ein kan dekke kortsiktig gjeld med mest likvide omløpsmidlar. Den totale kortsiktige gjelda er kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG). Rentedekningsgraden er nettoresultatet (NRS) før netto finanskostnad (NFK) i forhold til netto finanskostnad. Forholdstalet bereknast for å sjå kor mange gonger nettoresultatet kan dekke inn selskapets netto finanskostnader, og gir dermed en peikepinn på verksemda si evne til å betene sine låneforpliktingar.

Likviditetsgradane vert uttrykte av formlane under:

Likviditetsgrad 1

$$lg1_t = \frac{OM_t}{KG_t} = \frac{DOM_t}{KDG_t} + \frac{FOM_t}{KFG_t}$$

Likviditetsgrad 2

$$lg2_t = \frac{FOM_t}{KG_t} = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

der

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidlar

FOM = Finansielle omløpsmidlar

KDG = Kortsiktig driftsrelatert gjeld

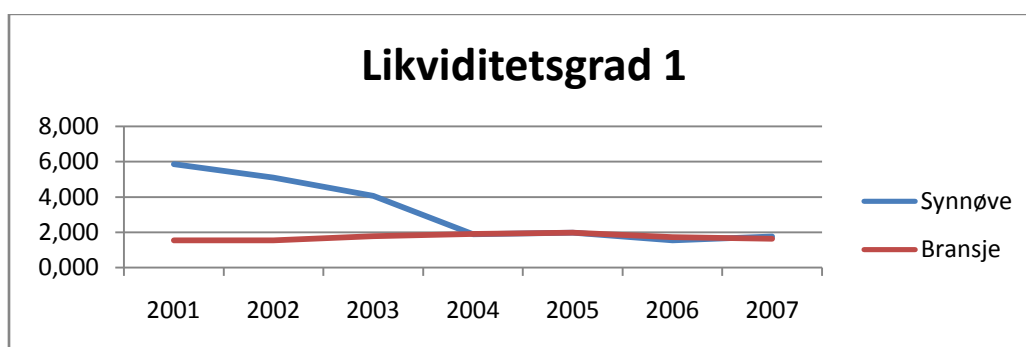
KFG = Kortsiktig finansiell gjeld

Enkelte hevdar på generell basis at likviditetsgrad 1 bør vere større enn 2 for å vere tilfredsstillande medan likviditetsgrad 2 bør vere over 1 for at det ikkje skal vere eit faresignal.⁷⁰

I tabellen og figuren under presenterar vi likviditetsgrad 1 for Synnøve Finden og for bransjen. For å ta størst mogleg omsyn til endringar i bransjen har vi vekta verdiane slik at det er størst vekt på dei siste observasjonane. Det kan argumenterast for at meieribransjen er ein bransje med relativt låg endringstakt og at ein difor bør ha lik vekt på alle åra i analyseperioden. Vi vel likevel å nytte oss av ei slik vekting for å omsynta eventuelle endringar. Utan vekting hadde snittet for lg1 blitt på 3,17 som er vesentleg høgare enn det vekta snittet.

Tabell 3 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Synnøve	5,849	5,090	4,059	1,886	1,969	1,540	1,763	2,378
Vekting	5,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	20,0 %	25,0 %	
Bransje	1,531	1,536	1,767	1,913	1,982	1,724	1,616	



Figur 22 Likviditetsgrad 1

Vi ser at Synnøve ligg over bransjen tidleg i analyse perioden og jamt med bransjen mot slutten av perioden. Samtidig ser vi at trenden er fallande og at den på slutten av perioden legg seg under det "tilfredsstillande" nivået på 2. Fallet i trenden til lg1 skuldast i hovudsak auke i kortsiktig driftsrelatert gjeld, som er eit resultat av det sterke fokuset på vekst verksemda hadde i perioden. Den fallande trenden og at likviditetsgrad 1 ligg under 2 i siste

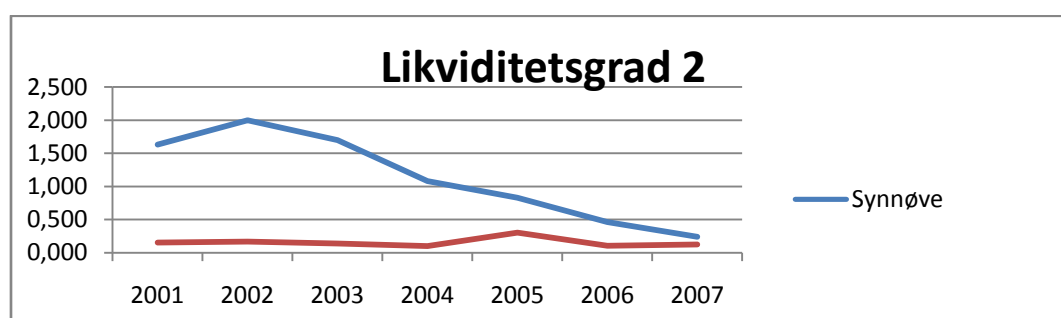
⁷⁰ Arne Kinserdal (1998)

del av analyseperioden er eit raudt flagg.⁷¹ Samtidig vil vi nemne at det er dei færreste bransjane på Oslo Børs som faktisk har ein gjennomsnittleg likviditetsgrad 1 på over 2, i perioden 1993 til 2004 var det berre offshore-bransjen som var over, og samtlege andre bransjar låg mellom 1,1 og 1,9.⁷² Det er uansett positivt at verksemda ligg over eller på bransjenivået over heile perioden. Samla sett veg det opp for den negative trenden og vi set verken eit raudt eller grønt flagg. Det er viktig at lg1 er større enn 1 slik at den langsiktige kapitalen er med på å finansiere omløpsmidlane i tillegg til anleggsmidlane. Lg1 for Synnøve ligg godt over 1 for heile analyseperioden som er tilfredsstillande.

I Tabell 4 ser vi likviditetsgrad 2 for Synnøve over analyseperioden.

Tabell 4 Likviditetsgrad 2

Likviditetsrad 2	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Synnøve	1,630	1,999	1,697	1,081	0,829	0,463	0,239	0,832
Vekting	5,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	20,0 %	25,0 %	
Bransje	0,151	0,167	0,138	0,100	0,302	0,106	0,123	



Figur 23 Likviditetsgrad 2

Som nemnt tidlegare bør likviditetsgrad 2 vere høgare enn 1. Det vil seie at dei finansielle omløpsmidlane bør vere like store som den kortsiktige gjelda for at verksemda skal kunne betene dei løpande krava frå kreditorane. Samtidig skal det nemnast at medianen for likviditetsgrad 2 på Oslo Børs er 0,52⁷³. Vi ser at lg2 for Synnøve Finden har ein sterkt fallande trend og at den etter år 2004 faktisk ligg under 1. For 2007 er den kun i overkant av 0,2 som underbygd at den negative trenden er eit klart raudt flagg. Samtidig ser vi at bransjesnittet er veldig lågt og ligg mellom 0,1 og 0,3 over heile perioden, som er godt under

⁷¹ Raudt flagg er eit faresignal eller ein negativ trend eller liknande som varslar om fare, medan grønt flagg er eit positivt signal.

⁷² Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 9, slide 34

⁷³ Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 9, slide 37

det anbefalte nivået på 1 og også under medianen på Oslo Børs. Synnøve ligg over bransjesnittet for alle år som er eit grønt flagg. Forklaringa av den negative trenden ligg i auke av både driftsrelatert- og finansiell kortsiktig gjeld, samtidig med ein reduksjon av finansielle omløpsmidlar. Ein auke i nemnaren samtidig med ein reduksjon i teljaren gjer at vi får ei negativ utvikling på lg2.

Oppsummert er likviditeten for Synnøve nokså god. Trass fallande trend er nivået på både lg1 og lg2 likevel likt med eller over snittet for bransjen.

6.2.2 Rentedeckningsgrad

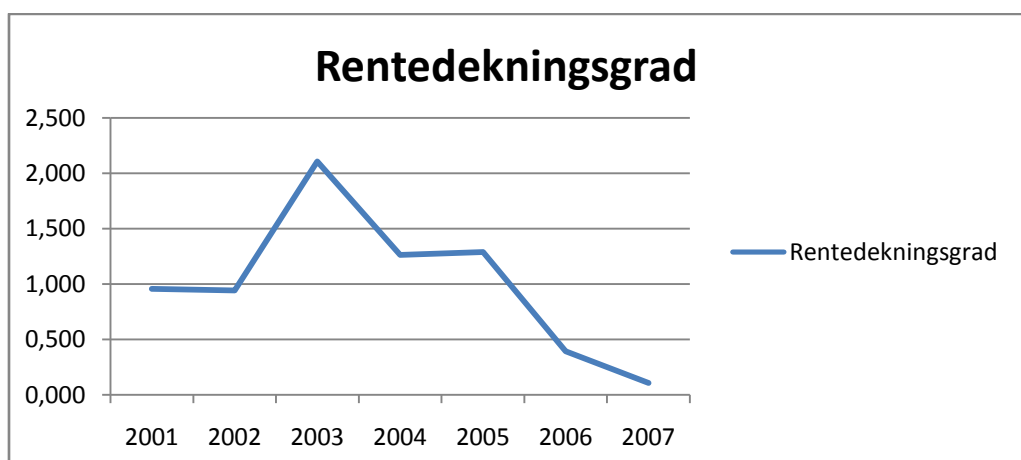
På linje med likviditetsgradane ovanfor er også rentedeckningsgraden interessant ved vurdering av verksemda sin kortsiktige risikoprofil. Rentedeckningsgraden er nettoresultat til sysselsett kapital over netto finanskostnad og kan uttrykkast ved følgjande formel:

$$rgd_t = \frac{SKR_t}{NFK_t} = NDR_t + \frac{NFI_t}{NFK_t}$$

Nettoresultatet og finansinntekter bør kunne dekke finanskostnadane, det vil seie at rentedeckningsgraden bør vere på 1 eller meir. Tabellen og grafen under viser rentedeckningsgraden til Synnøve over analyseperioden.

Rentedekningsgrad	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Synnøve	0,957	0,940	2,108	1,264	1,288	0,391	0,105	0,857
Vekting	5,0 %	5,0 %	10,0 %	15,0 %	20,0 %	20,0 %	25,0 %	

Tabell 5 Rentedeckningsgrad



Figur 24 Rentedeckningsgrad

Vi ser frå tabellen ovanfor at rentedekningsgraden ligg mellom 1 og 2 heilt fram til 2006 då den stuper til under 0,4 og fortset nedgangen i 2007. Det vekta gjennomsnittet ligg også under 1 ettersom dei to siste åra dreg snittet vesentleg ned. Ut i frå resultatet kan ein seie at Synnøve Finden ikkje har noko god evne til å skape likviditet gjennom resultatet. Dersom vi vektar alle åra i analyseperioden likt vil snittet gå opp til rett i overkant av 1, som er akseptabelt. Den negative utviklinga er likevel eit raudt flagg.

Nedgangen rentedekningsgraden kjem av nedgang i driftsresultata over perioden samtidig som netto finanskostnaden, spesielt dei to siste åra, har auka.

Vi har også gjennomført ei analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstraum. Denne viser at trass negativ kontantstraum frå drift i fleire av åra, har Synnøve hatt midlar til å betale ned på den finansielle gjelda. For analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstraum sjå vedlegg 6.

6.3 Oppsummering likviditetsanalyse

Likviditeten til Synnøve Finden har utvikla seg i negativ retning dei seinaste åra, men er likevel tilfredsstillande. Gjennom det siste året har verksemda gjort ein del grep som betrar den finansielle situasjonen. Dei har refinansiert den finansielle gjelda, som sikrar langsiktig finansiering og finansiell fleksibilitet. I tillegg har dei gjennomført ei kapitalutviding som er med å styrkar balansen og aukar eigenkapitalandelen.

6.4 Soliditetsanalyse

I soliditetsanalysa har vi som mål å kartleggje korvidt verksemda har økonomiske ressursar til å stå i mot framtidige tap. Sidan tap vert ført direkte mot eigenkapitalen kan denne fungere som ein buffer mot framtidige tap og konkurs. Difor vil også eigenkapitalprosenten vere eit viktig mål på verksemda si soliditet. I tillegg til ei forholdstalanalyse gjennom eigenkapitalprosent vil vi gjennomføre ei statisk finansieringsanalyse.

Ettersom eigenkapitalen vert påverka av lønnsemda til verksemda, vil også analyse av lønnsemd vere ein indirekte del av soliditetsanalysa. Analyse av lønnsemd vil verte gjort seinare i oppgåva.

6.4.1 Eigenkapitalprosent

Eigenkapitalprosenten kan vi finne på fleire måtar. Den mest vanlige er å sette eigenkapitalen i forhold til verksemda sine totale eigedeler. Alternativt kan ein sette den i forhold til sysselsett kapital eller netto driftskapital. Eigenkapitalprosenten fortel oss kor stor andel av verksemda sine eigedeler som er finansiert med egne midlar, og gir oss dermed eit mål på soliditeten til verksemda. Kor stor eigenkapitalprosenten bør vere, avheng av kapitalintensiteten til verksemda og av den forretningsmessige risikoen.

Vi vel å finne eigenkapitalprosenten til Synnøve Finden ved å sjå eigenkapitalen i forhold til totalkapitalen. Dermed vil totalkapitalen utgjere nemnaren, medan eigenkapitalen, minoritetsinteresser og netto utsett skatt utgjer teljaren. Årsaka til at ein inkluderar netto utsett skatt i teljaren er at denne ikkje vil verte betalt dersom verksemda går med underskot eller ved ein eventuell konkurs. Eigenkapitalprosenten kan då uttrykkast ved følgjande formel:

Formel 3 Eigenkapitalprosent

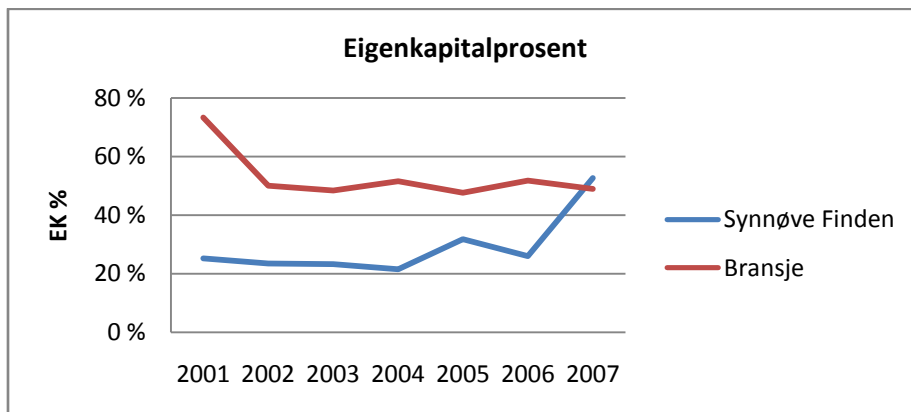
$$ekp_t = \frac{EK_t + MI_t + NUS_t}{TK_t}, \text{ der } NUS_t = US_t - USF_t$$

Vi ser av tabellen under at eigenkapitalandelen til Synnøve ligg mellom 20% og 25% tidleg i analyseperioden, men at den stig mot slutten. Frå 2006 til 2007 har eigenkapitalprosenten dobla seg. Denne doblinga skuldast ei kapitalutviding gjennom ein emisjon på 140 millionar (133 netto) i juni 2007. Det tidsvekta gjennomsnittet til Synnøve ligg på 32,7%, som er vesentleg lågare enn bransjen som har eit tidsvekta gjennomsnitt på 50,8%. Det er eit raudt flagg at den tidsvekta ek-prosenten ligg under bransjesnittet, men samtidig er den positive trenden eit grønt flagg. Kapitalutvidinga gjer at den finansielle soliditeten til Synnøve Finden vert betydeleg styrka og at eigenkapitalprosenten i 2007 ligg over både bransjen og snittet på Oslo Børs, som er 38%.⁷⁴

Tabell 6 Eigenkapitalprosent

Eigenkapitalprosent	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Tidsvekta gj.snitt
Synnøve Finden	25,2 %	23,4 %	23,2 %	21,5 %	31,8 %	26,0 %	52,7 %	32,7 %
Bransje	73,3 %	50,0 %	48,4 %	51,5 %	47,6 %	51,8 %	48,9 %	50,8 %

⁷⁴ Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 9, slide 65



Figur 25 Eigenkapitalprosent

6.4.2 Statisk finansieringsanalyse

Føremålet med den statiske finansieringsanalyse er å kartlegge korleis verksemda sine eigedeler er finansiert på eit gitt tidspunkt. For å gjennomføre denne analyse er det normalt å nytte seg av ei finansieringsmatrise. Eigedelane i finansieringsmatrisa er angitt frå minst til mest likvide, og di raskare ein når botnen av matrisa, di mindre risikabel er finansieringa.

Eigenkapitalfinansiering er den minst risikable finansieringa, medan kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabelt.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	287300	0	0	38700	0	0	326000
FAM	0	0	0	73300	0	0	73300
DOM	0	0	0	117400	111000	0	228400
FOM	0	0	0	0	35900	0	35900
TK	287300	0	0	229400	146900	0	663600

Prosent	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	88,1 %	0,0 %	0,0 %	11,9 %	0,0 %	0,0 %	49,1 %
FAM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	11,0 %
DOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	51,4 %	48,6 %	0,0 %	34,4 %
FOM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	5,4 %
TK	43,3 %	0,0 %	0,0 %	34,6 %	22,1 %	0,0 %	100,0 %

Tabell 7 Statisk finansieringsmatrise for 2007

Av tabellen ovanfor framgår det at dei driftsrelaterte anleggsmidla er finansierte av 88,1% eigenkapital og 11,9% langsiktig finansiell gjeld. Finansielle anleggsmidlar blir i si heilheit finansiert gjennom langsiktig finansiell gjeld. I tillegg finansierer langsiktig gjeld 51,4% av dei driftsrelaterte omløpsmidlane. Resten av dei driftsrelaterte omløpsmidlane vert finansiert gjennom kortsiktig driftsrelatert gjeld. Dei finansielle omløpsmidlane vert også finansierte av kortsiktig driftsrelatert gjeld. Samla sett ser vi at 34,6% av eigedelane er finansierte gjennom

langsiktig gjeld, og at kortsiktig gjeld finansierer 22,1% prosent av egedelane. Den kortsiktige gjelda kan i utgangspunktet virke noko høg, men sia den ikkje er renteberande og deler av den er knytta til nødvendig arbeidskapital, er andelen kortsiktig gjeld uproblematisk. Den langsiktige gjelda er derimot i sin heilheit renteberande, men heller ikkje denne er problematisk høg. Det er positivt at det ikkje vert nytta kortsiktig gjeld til å finansiere langsiktig kapital, og samla sett er finansieringa til Synnøve Finden lite risikabel.

6.4.3 Oppsummering av soliditetsanalysa

Analysen av eigenkapitalprosenten og finansieringsmatrisa viser at Synnøve Finden si finansiering er betryggande. Dette skuldast i hovudsak grep som blei gjort for å betre den finansielle situasjonen ved gjennomføring av kapitalutvidinga i juni 2007. Utan denne hadde situasjonen til Synnøve i dag vore vesentleg dårlegare.

6.5 Syntetisk rating

På bakgrunn av analysa av den kort- og langsiktige kredittrisikoen vil vi no foreta ei syntetisk rating av Synnøve Finden. Syntetisk rating betyr at vi prøver å plassere verksemda i riktig risikoklasse på bakgrunn av forholdstalanalyse. Ratinga fortel oss om forventa tap og faren for at selskapet går konkurs. Syntetisk rating vert og så nytta som eit verktøy for å sette rett pris på ei verksemd sine finansielle lån gjennom kredittrisikopremien. Basert på verksemda si syntetiske rating kan kredittrisikopremien fastsettast ved å multiplisere kredittrisikofaktoren med den risikofrie renta.

Vi vil no nytte oss av forholdstal til å gjennomføre ei syntetisk rating av Synnøve Finden. Desse forholdstala er rentedekningsgrad, likviditetsgrad 1, eigenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Ratingvurderinga byggjer på sannsynsfordelingar utarbeida av Standard & Poor's og Moody's, som er to kjende kredittvurderingsselskap.⁷⁵ Tabellen under viser ei oversikt over ulike rating, kredittrisikofaktor og konkurssannsyn basert på dei ulike forholdstala.⁷⁶

Ut i frå ratingane vert dei ulike verksemdene ofte plasserte i ulike klassar. Klassane frå AAA til A er såkalla investment grade, frå BBB til B er speculative, CCC til C er high yield & junk

⁷⁵ www2.standardpoors.com og www.moodys.com

⁷⁶ Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425

og D er in default. I praksis er verksemdene i mange tilfeller veldig avhengig av kva kredittrating dei har. Dette kan for eksempel knytte seg til lån som enten forfell eller vert dyrare dersom ei verksemd får dårlegare rating. Eit godt døme på dette er i samband med Enron skandalen, der ei nedgradering i kredittvurdering var den endelige spikaren i kista for verksemda. Dette fordi nedgraderinga førte til at store lån automatisk gikk til forfall, og konkursen var eit faktum.

Rating	Rente-dekningsgrad	Likviditetsgrad 1	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Årlig konkurs-sannysn	Kredittrisiko-faktor
AAA	16,9	11,6	0,94	0,35	0,0001	0,1
AA	6,3	6,2	0,85	0,266	0,0012	0,15
A	3,35	3	0,66	0,166	0,0024	0,25
BBB	2,16	1,7	0,44	0,096	0,0037	0,4
BB	1,22	1,2	0,32	0,068	0,0136	0,6
B	0,9	0,9	0,22	0,04	0,0608	1
CCC	0,07	0,6	0,13	0,012	0,3085	3
CC	-0,76	0,5	0,08	-0,016	0,5418	9
C	-1,58	0,4	-0,02	-0,044	0,7752	27
D	-2,41	0,3	-0,18	-0,072	0,9999	1000

Tabell 8 Syntetisk rating basert på fire forholdstal

Ut i frå Synnøve sine forholdstal og deira plassering i tabellen ovanfor har vi komme fram til følgjande historiske rating over analyseperioden.

Syntetisk rating	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rentedekningsgrad	B	B	BBB	BB	BB	CCC	CCC
Likviditetsgrad 1	A	A	A	BBB	BBB	BB	BBB
Egenkapitalprosent	B	B	B	B	BB	B	BBB
Netto driftsrentabilitet	CCC	BB	BB	CCC	BB	CC	CC
Samla syntetisk rating	BB/B	BB	BBB/BB	BB/B	BB	BB/B	BB

Tabell 9 Syntetisk rating over tid for Synnøve Finden

Vi ser at rentedekningsgraden har ein topp med BBB rating i 2003 og deretter ein fallande trend til CCC rating i 2007. Denne utviklinga skuldast auka finanskostnader kombinert med dårlegare resultat. Likviditetsgrad 1 til verksemda har vore sterk over heile perioden og er på sitt lågaste med BB i 2006, men tilbake med BBB i 2007. Eigenkapitalprosenten ligg relativt stabilt rundt B fram til 2007 då den stig til BBB. Denne auken skuldast, som tidlegare nemnt, kapitalutvidinga som blei gjennomført i juni 2007. Netto driftsrentabiliteten til Synnøve

svingar meir over perioden, frå CC til BB. Svingingane her skuldast for det meste endringar i netto driftsresultat. Samla sett ligg Synnøve sin syntetiske rating relativt stabilt rundt BB over heile perioden. Dette gir Synnøve Finden ein ”speculative grade”.

Syntetisk rating	Tidsvekta gj.snitt	Ratingklasse
Rentedekningsgrad	1,007	B
Likviditetsgrad 1	2,378	BBB
Eigenkapitalprosent	0,33	BB
Netto driftsrentabilitet	0,030	CCC
Samla syntetisk rating		BB

Tabell 10 Syntetisk rating for Synnøve Finden

I Tabell 10 har vi gjennomført ei syntetisk rating ved bruk av dei tidsvekta forholdstala til Synnøve. Vi ser at resultatet av denne, ikkje uventa, klassifiserer verksemda i ratingklasse BB. Snittet av verksemdene på Oslo Børs gir ei syntetisk rating på BBB/BB⁷⁷, som gjer at Synnøve Finden har ei kredittrating som er like under gjennomsnittsverksemda på børsen.

6.6 Z-score

Alternativt til å rate Synnøve ut i frå metoden vi har nytta oss av over kan vi nytte ein justert ”Z-score”, etter Altmans studie frå 1968⁷⁸. Z-scoren kan uttrykkast ved følgjande funksjon:

$$Z\text{-score} = A \cdot 3,3 + B \cdot 0,99 + C \cdot 0,6 + D \cdot 1,2 + E \cdot 1,4$$

der

$$A = \frac{EBIT}{TE}$$

$$B = \frac{Net\ sales}{TE}$$

$$C = \frac{Markedsverdi\ EK}{TG}$$

⁷⁷ Knivsfå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 9, slide 73

⁷⁸ www.creditguru.com

$$D = \frac{\text{Arbeidskap.}}{TE}$$

$$E = \frac{\text{Tilbakeholdt utbytte}}{TE}$$

Rating	Z-score
AAA	8,15
AA	7,3
A	6,65
BBB	5,58
BB	4,95
B	4,15
CCC	2,5
CC	1,67
C	0,83

Tala etter bokstavane seier kva vekt dei ulike forholdstala har.

Tabellen ovanfor viser kva ratingklasse, etter Standard & Poor's og Moody's ratingsystem, dei ulike Z-veridane gir. Alternativt kan ein sjå på Z-verdiane på følgjande måte:

- Z-score på 1,8 eller mindre indikerar veldig høgt sannsyn for misleghald av gjeld.
- Z-score mellom 1,8 og 2,7 indikerar høgt sannsyn for misleghald av gjeld.
- Z-score mellom 2,7 og 3 indikerar mulig misleghald.
- Z-score over 3 indikerar lite sannsyn for misleghald.

Ved å gjennomføre Z-score metoden for Synøve Finden får vi ein Z-score på 4,3. Dette gir ein rating på BB/B, som er tilnærma det same vi får ved å nytte oss av analysen basert på forholdstal. Z-scoren indikerar også at det er lite sannsyn for at Synnøve Finden mislegheld gjelda si.

Ettersom studiane til Altman er baserte på amerikanske føretak og dermed ikkje er like eigna for ei lita norsk verksemd, vel vi å ikkje nytte oss av resultatet frå Z-score modellen utover å konstatere at resultatet i stor grad samsvarar med forholdstalanalysa.

6.7 Oppsummering syntetisk rating

Ei rating på BB tilsvarar eit årleg konkurssannsyn på 1,36% ut i frå Standard & Poor's si klassifisering. Klassifiseringa gjer også til at vi nyttar ein kredittrisikofaktor på 0,6 ved berekninga av finansielt gjeldskrav i kapitlet om avkastingskrav.

7 Avkastningskrav

Avkastningskravet er ein alternativkostnad og skal gjenspegle kva avkastning eigarane og andre kapitalleverandørar kan oppnå ved alternative investeringar.⁷⁹

For å kunne avgjere korvidt lønnsmda i Synnøve Finden er god eller ikkje treng vi eit samanlikningsgrunnlag. Vi treng med andre ord eit avkastningskrav vi kan måle rentabiliteten i verksemda opp i mot. Dersom rentabiliteten til verksemda overstig avkastningskravet genererer den superprofitt, som betyr at avkastninga er større enn det investorane krev. Genererer verksemda superprofitt er dette eit signal på at verksemda har eit eller fleire konkurranseføretrinn. Avkastningskravet vil også verte nytta til å diskontere kontantstraumane i verdsetjinga av verksemda.

Vi vil bestemme avkastningskrav for eigenkapitalen, finansielle egedeler, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. For at krava skal vere samanliknbare med rentabilitetstala vil desse vere nominelle og etter skatt.

7.1 Eigenkapitalkrav

Ved fastsetting av eigenkapitalkrav (ek) er kapitalverdimodellen, CAPM⁸⁰, ein mykje brukt modell både i teori og praksis. Parameterane i modellen er risikofri rente (r_f), forventna marknadspremie (r_m) og systematisk risiko (β). Marknadspremien er den avkastninga marknaden har ut over den risikofrie renta. Den er dermed den kompensasjonen ein investor vil få for å ta risikoen det er å gå i marknaden. I tillegg til desse parametrane kan ein legge til ein likviditetspremie (λ) for aksjar som ikkje er børsnoterte eller lite likvide.

Eigenkapitalkravet utan skattejustering kan presenterast med følgjande formel:

Formel 4 Eigenkapitalkrav før skatt

$$ek = r_f + (r_m - r_f) * \beta + (\lambda)$$

Justert for skatt, der s er gjeldande skattesats vert eigenkapital kravet:

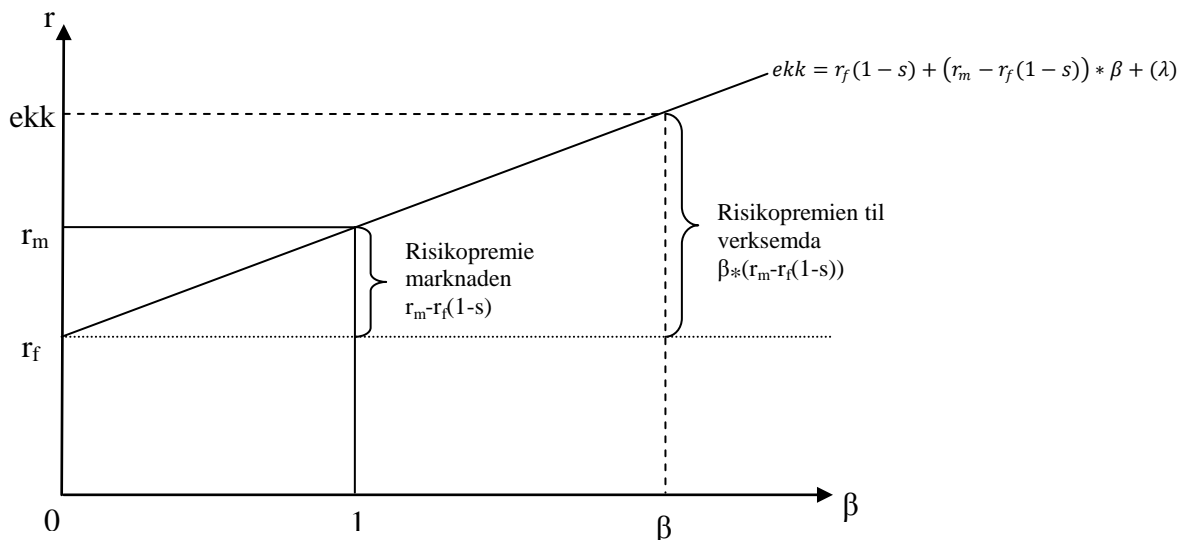
Formel 5 Eigenkapitalkrav etter skatt

$$ek = r_f(1 - s) + (r_m - r_f(1 - s)) * \beta + (\lambda)$$

⁷⁹ Knut Boye, 2002

⁸⁰ Capital Asset Pricing Model

Kapitalverdimodellen kan framstillast grafisk ved følgjande figur:



Figur 26 Kapitalverdimodellen

Føresetnadane bak kapitalverdimodellen er perfekte kapitalmarknader, ingen transaksjonskostnader, ingen skatteeffektar og homogene forventningar blant investorane. Investorane har ein-periodisk perspektiv og kan låne eller plassere til lik rente.⁸¹ Desse føresetnadane kan virke urealistiske og ein bør i enkelte tilfelle, t.d. ved informasjonsasymetri som fører til marknadssvikt, kompensere for dette ved ein illikviditetspremie.

7.2 Risikofri rente

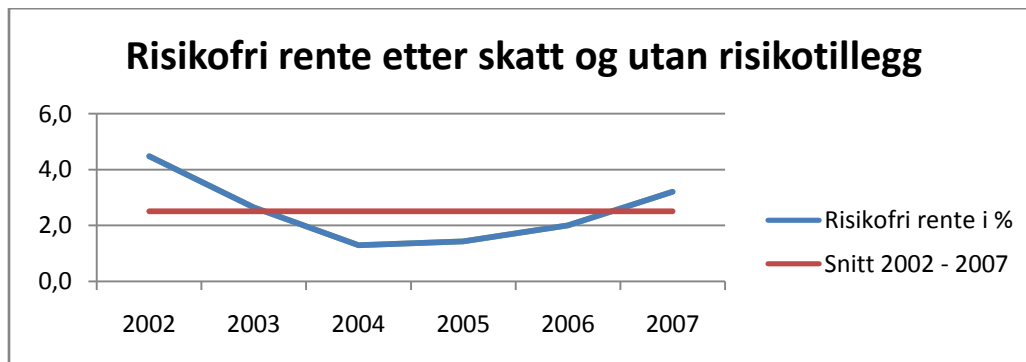
Til fastsetjing av risikofri rente kan ein velje mellom ulike verdipapir, t.d. rente på statssertifikat, lange- og mellomlange statsobligasjonar. I denne samanheng er det ein avveging mellom inflasjonsrisiko knytta til obligasjonar med lang varigheit og volatilitet knytta til kortare renter. Sidan ein ynskjer størst mogleg stabilitet i avkastningskravet bør ein difor ikkje bruke veldig korte renter. 3-årig statsrente kan vere eit alternativ som gir god avveging mellom stabilitet og risiko. Når avkastningskravet skal nyttast til å vurdere årleg lønnsemd vil det likevel vere gunstig å bruke ei litt meir kortsiktig rente, som reflekterer rentenivået i det året ein analyserer. Vi vel difor å nytte oss av 3 mnd NIBOR⁸² etter skatt som risikofri rente. Denne renta er relativt volatil og har difor innbakt ein risikopremie. Vi justerar for denne likviditetspremien ved å trekke frå 10%.

⁸¹ Kinserdal, Finn (2007); BUS 425 - 9,15

⁸² Norwegian Interbank Offered Rate

Tabell 11 Risikofri rente

Risikofri rente	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
3 mnd NIBOR	6,9	4,1	2,0	2,2	3,1	5,0	3,9
- Risikotillegg, 10%	0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,5	0,4
= Risikofri rente før skatt	6,2	3,7	1,8	2,0	2,8	4,5	3,5
- 28% skatt	1,7	1,0	0,5	0,6	0,8	1,2	1,0
= Risikofri rente etter skatt	4,5	2,6	1,3	1,4	2,0	3,2	2,5



Figur 27 Risikofri rente utan risikotillegg og etter skatt

Som vi ser av figuren ovanfor nådde rentenivået ein botn med historisk låg rente i 2004, og har sia den gong komme tilbake til eit meir normalt nivå.

7.3 Marknadens risikopremie

Marknadens risikopremie er skilnaden mellom marknadsavkastinga og den risikofrie renta. Dette er altså den forventede premien ein investor får ved å investere i marknaden framfor det risikofrie alternativet. Storleiken på premien indikerar kor mykje investorane krev for å investere i marknadsportefølja. Marknadens risikopremie byggjer stort sett på historiske tal og måleperioden varierar vanlegvis mellom 10 og 100 år. Nyttar ein seg av ein lang måleperiode får ein auka stabilitet og ein jamnar ut store svingingar, medan argumentet for ein kort måleperiode er at økonomien dei siste 10 åra har vore mykje meir stabil, med til dømes lågare inflasjon og meir diversifiserte investorar. Etersom marknadspremien varierar frå periode til periode vert det også vanskeleg å fastsetje ein eksakt verdi for denne.⁸³

⁸³ Gjesdal & Johnsen, 1999

Thore Johnsen har berekna risikopremie i Noreg frå 1900 – 2006. Berekningane resulterte i ein reell marknadspremie etter skatt på 4,7% og ein nominell marknadspremie og 5,1%. I berekningane vart den risikofrie renta sett til å vere 2,1% og marknadsavkastinga 6,8% over perioden.⁸⁴ For vårt vidare arbeid er den nominelle marknadspremien den relevante.

Ved vurdering av lønnsemd er det nyttig å ha eit estimat på marknadspremien for det året ein ynskjer å berekne og vurdere rentabilitet.

7.4 Beta

Betaverdien til ei verksemd seier oss i kva grad verksemda si avkastning samvarierer med marknadsavkastinga. Betaen er kovariansen mellom verksemda og marknaden relativt til volatiliteten i marknaden, og måler såleis den systemariske risikoen til verksemda.

Marknadsbetaen er alltid 1 og betaen til ei risikofri plassering er 0. Dersom R_j er avkastinga til verksemda og R_m er marknadsavkastinga kan vi definere betaen ved følgjande formel:

Formel 6 Formel for beta

$$\beta = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

I praksis er det to måtar å finne betaen til ei verksemd på. Ein kan estimere beta på basis av historiske avkastingsstal ved hjelp av ei regresjonsanalyse på avkastinga til verksemda og marknaden. Eller, for ikkje børsnoterte verksemder, kan ein estimere eigenkapitalbetaen basert på betaen til komparative verksemder. Dersom ein vel den siste metoden bør ein ta omsyn til finansieringa av verksemda. Ved bruk av den første metoden er det viktig å ha tilstrekkelige historiske data, som inkluderar heile syklusen. Vidare bør det normaliserast for spesielle hendingar, som t.d. oppkjøp, raid og illikviditet. Og ein bør justere i forhold til endring i gearing og vurdere korvidt den historiske operasjonelle risikoen er lik den framtidige.

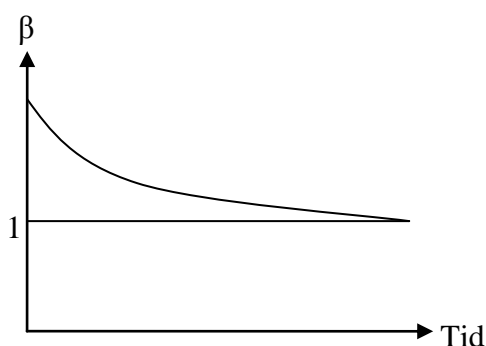
Dagens Næringsliv har på sine børsider estimert betaverdiar for dei børsnoterte verksemdene. Desse verdiane er baserte på siste 12 mnd kursdata medan ”best practice” er å nytte seg av siste 5 års data.⁸⁵ Ved å nytte oss av ein lengre tidshorisont får vi eit betre bilde

⁸⁴ Thore Johnsen (2007); Fie 402 - 4b

⁸⁵ Kinserdal, Finn (2007); Bus 425 – 9,29

av selskapets systematiske risiko. Vi vil difor estimere eigenkapitalbetaen til Synnøve Finden via ei regresjonsanalyse der vi tek utgangspunkt i månedlege avkastingsstal over siste 5 år.

Både Merill Lynch og Thore Johnsen argumenterar for at betaverdiar føl ein ”mean reversion” mot marknadsbetaen på 1.⁸⁶ Med dette meinast at betaen over ein lengre tidshorisont vil gå mot marknadsbetaen. Dette kan forklarast ved at verksemdene vert meir stabile og får lågare beta etter kvart som dei vert meir modne. Ei forklaring på dette kan vere at leiinga er villeg til å velje relativt risikable prosjekt, og at desse vert mindre risikable over tid, som dermed fører til ei reduksjon i betaverdien. For å ta omsyn til dette vel vi å justere verksemda sin beta ved å vektlegge den estimerte betaverdien med 2/3 og marknadsbetaen med 1/3.



Figur 28 Mean reversion for beta

7.4.1 Estimering av eigenkapitalbetaen til Synnøve Finden

Betaestimaten finn vi ved å gjennomføre ei regresjonsanalyse basert på kursdata for Synnøve Finden samanlikna med ein av indeksane på Oslo Børs. Vi nyttar oss av månedlege avkastingsdata over 5 år (60 mnd) frå databasen Datastream. Avkastingsstala er justerte for dividende og unormalitetar. Dei er logaritmiske og vert berekna ved følgjande formel:

Formel 7 Logaritmisk avkastning

$$Avkastning = \ln \left[\frac{kurs_t}{kurs_{t-1}} \right]$$

Indeksar som kan vere aktuelle å nytte seg av som ”benchmark” for estimeringa av betaen kan vere OBX Totalindeks, Oslo Børs All-Share Index og Oslo Børs Benchmark Index. Vi vel å bruke Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) som benchmark for estimeringa av betaverdien for Synnøve Finden.

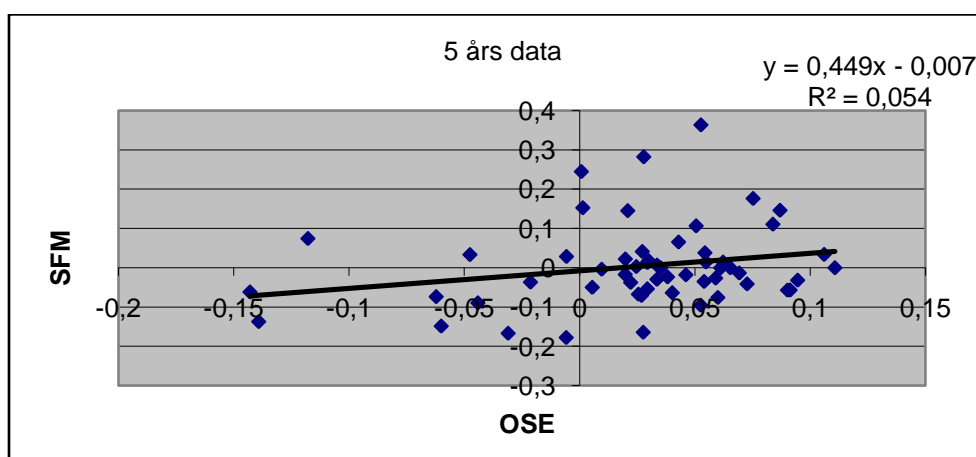
⁸⁶ Thore Johnsen (2006); Fie 402 – 4a og Frøystein Gjesdal (2006); Bus 424 – 19,25

Vi har kjørt regresjonsanalyse i både SPSS og Microsoft Excel for å finne betaen til Synnøve Finden. Resultata vert presenterte i tabell og figur under.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,008	,015		-,504	,617	-,038	,023
	5 års data	,449	,254	,234	1,770	,082	-,060	,958

a. Dependent Variable: 5 års data

Tabell 12 5 års beta for Synnøve Finden frå SPSS



Figur 29 5 års beta for Synnøve Finden frå Excel

Som vi ser av figuren og tabellen ovanfor gir begge ein 5 års beta for Synnøve på 0,449, som vi vel å runde opp til 0,45. R^2 er på 0,054, som betyr at forklaringsgraden er relativt låg.

Ujustert beta vert difor 0,45.

Justert for "mean reversion" vert betaen: $\beta^* = \frac{2}{3} * 0,45 + \frac{1}{3} * 1 = 0,63$

Dagens Næringsliv har, per 04.03.2008, berekna beta for Synnøve Finden til å verte 0,29.

Sidan denne verdien er basert på 12 mnd kursdata vel vi difor å bruke vårt estimat på 0,63.

7.4.2 Berekning av eigenkapitalbeta for analyseperioden

For analysen av lønnsemd er det nødvendig med eit estimert avkastingskrav for kvart av åra i analyseperioden. Med bakgrunn i teorien til Miller og Modigliani kan dette reknast ut på grunnlag av den estimerte eigenkapitalbetaen. Miller og Modigliani seier at ei verksemd sin verdi er uavhengig av kapitalstruktur, som inneber at netto driftsbeta er konstant over heile

perioden.⁸⁷ Med dette meiner M&M at to identiske verksemdar, med identisk verdiskaping, må ha lik verdi uavhengig av kva finansiering dei to selskapa har. Dette er imidlertid ikkje heilt uproblematisk ettersom teorien byggjer på føresetnad om ingen konkursskostnader, perfekt informasjon mellom marknadsaktørane og ingen skattevridingar. I ein situasjon der desse føresetnadane er gjeldande for ei verksemd, er det rimeleg å gå ut i frå at verksemda sine finansieringskostnader ikkje vil endrast i nemneverdig grad sjølv om gjeldsandelens aukar. Ved høgare gjeldsandel vil risikoen i verksemda auke, som fører til at kreditorane vil krevje høgare avkastning på investeringane sine. Samtidig vil denne effekten totalt sett bli tilnærma oppheva av at det er mindre eigenkapital å forrente, og at eigenkapitaleigarane dermed totalt sett krev eit mindre kronebeløp i avkastning på investeringane sine. Dersom gjeldsnivået til verksemda likevel kjem over eit visst nivå, vil kreditorane ta dette innover seg og krevje høgare kompensasjon på grunn av auka konkurssannsyn. Dei reduserte eigenkapitalkostnadane vil då ikkje vere store nok til å motvirke auken i lånekostnadane, og ein får auka finansieringskostnader. Vi vel likevel å legge Miller & Modigliani sin teori til grunn og antek at netto driftsbeta er lik den gjennomsnittlege netto driftsbetaen over heile analyseperioden. Netto driftsbeta kan definerast ved følgjande formel:

Formel 8 Formel for netto driftsbeta

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

Med føresetnaden om at netto driftsbetaen er konstant, kan eigenkapitalbetaen bereknast frå år til år ved at vektninga mellom eigenkapital og netto finansiell gjeld varierar.

Eigenkapitalbetaen kan då definerast ved følgjande formel:

Formel 9 Formel for eigenkapitalbeta

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} \cdot (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) \cdot \frac{NFG}{EK}$$

Betaen til netto finansiell gjeld antek vi å vere lik null. Dette fordi den systematiske risikoen til finansiell gjeld vert balansert med den systematiske risikoen i finansielle eigedeler. Betaen til finansiell gjeld kan dermed finnast gjennom vekting og følgjande relasjon:

⁸⁷ Bodie, Kane & Marcus (2005)

Formel 10 Beta til finansiell gjeld

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} \cdot \frac{FE}{FG}$$

Betaen til finansielle egedeler kan delast opp i betaen til kontantar, fordringar etter tapsavsetjing og finansielle investeringar: β_{KON} , β_{FORD} og β_{INV} . Kontantar og fordringar etter tapsavsetjing er risikofrie og har difor beta lik null. Finansielle investeringar vil kunne variere frå gong til gong, men vil i snitt gjenspegle marknaden og ha ein samla beta lik 1. Vi antek at Synnøve Finden er veldiversifiserte og set betaen for finansielle investeringar til 1. Beta for finansielle egedeler vert berekna av følgjande formel:

Formel 11 Beta til finansielle egedeler

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE}$$

Dei ovannemnte relasjonane brukar vi no til å finne dei finansielle betaverdiane.

Tabell 13 Finansielle betaverdiar

Finansielle betaverdiar		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Finansiell gjeldsbeta		0,03	0,01	0,05	0,02	0,01	0,11	0,14
x Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,29	1,40	1,55	1,93	2,09	1,69	1,93
- Finansiell egedelsbeta		0,12	0,02	0,14	0,04	0,02	0,28	0,30
x Finansiell egedelsvekt	FE/NFG	0,29	0,40	0,55	0,93	1,09	0,69	0,93
= Netto finansiell gjeldsbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kontantbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x Kontantvekt	KON/FE	0,02	0,03	0,04	0,13	0,10	0,10	0,15
+ Fordringsbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x Fordringsvekt	FOR/FE	0,86	0,95	0,82	0,84	0,87	0,62	0,55
+ Investeringsbeta		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
x Investeringsvekt	INV/FE	0,12	0,02	0,14	0,04	0,02	0,28	0,30
= Finansiell egedelsbeta		0,12	0,02	0,14	0,04	0,02	0,28	0,30

Etter berekninga av dei finansielle betaverdiane kan netto driftsbeta estimerast i gjennomsnitt over analyseperioden.

Tabell 14 Netto driftsbeta

Netto driftsbeta	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Eigenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,63
x EK/NDK	0,28	0,28	0,33	0,37	0,59	0,37	0,71	0,37
+ Minoritetsbeta								
x MI/NDK								
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x NFG/NDK	0,72	0,72	0,67	0,63	0,41	0,63	0,29	0,63
= Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	?	0,23

Med bakgrunn i teorien til Miller og Modigliani antek vi at netto driftsbeta er konstant over heile analyseperioden, og vi kan difor vekte tilbake i tid for å finne eigenkapitalbetaen for dei ulike åra. Minoritetsbetaen, som ikkje er aktuell for oss, og eigenkapitalbetaen er lik.

Tabell 15 Eigenkapitalsbeta

Netto driftsbeta	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Eigenkapitalbeta	0,85	0,83	0,71	0,63	0,39	0,64	0,33	0,63
x EK/NDK	0,28	0,28	0,33	0,37	0,59	0,37	0,71	0,37
+ Minoritetsbeta								
x MI/NDK								
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x NFG/NDK	0,72	0,72	0,67	0,63	0,41	0,63	0,29	0,63
= Netto driftsbeta	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23	0,23

7.4.3 Likviditetspremie

Kapitalverdimodellen har som føresetnad at det er perfekte kapitalmarknader. Dette er i verkelegheita ikkje alltid tilfelle, og ein har tilfeller av større eller mindre marknadssvikt. Marknadssvikten kan til dømes skuldast informasjonsasymetri eller udiversifiserte investorar. Denne type marknadssvikt kan gjere det aktuelt å legge til ein premie til eigenkapitalkravet.

På lite likvide, eller ikkje børsnoterte aksjar, kan det vere aktuelt å legge til ein illikviditetspremie. Premien skal kompensere for at investoren investerer i ein lite likvid aksje. Storleiken på premien seier noko om i kva grad det er marknadssvikt i aksjen. Studiane til Fama & French fann at store selskap har høgare avkastning enn små selskap.⁸⁸ Dette indikerar

⁸⁸ Cochrane – New facts in finance

at det er ein viss marknadssvikt knytta til å investere i små selskap, som kan skuldast asymmetrisk informasjon.

Synnøve Finden er børsnotert, men ikkje blant dei mest likvide aksjane på Oslo Børs. Korvidt illikviditeten i Synnøve rettferdiggjjer ein illikviditetspremie og eventuell storleik på denne blir eit skjønsspørsmål. For å ta stilling til eventuell illikviditetspremie vil vi sjå nærmare på omsetningstala til aksjen. Så lang i år (04.03.08) har Synnøve vorte handla på 43 av 44 handledagar og har ein omløpshastigheit på 12,78% av marknadsværdien. Til samanlikning har selskap som StatoilHydro, Frontline og REC ein omløpshastigheit på høvesvis 120%, 750% og 400%.⁸⁹ Sjølv om tala ovanfor kan virke ”dramatiske” vurderar vi likevel Synnøve for å vere så likvid at ein illikviditetspremie ikkje er nødvendig.

Tabell 16 Eigenkapitalkrav

Eigenkapitalkrav- ekk	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,05	0,04	0,03	0,01	0,01	0,02	0,03	0,03
+Justert beta	0,85	0,83	0,71	0,63	0,39	0,64	0,33	0,63
x risikopremie etter skatt	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,07
+Likviditetspremie								
= Eigenkapitalkrav	0,10	0,10	0,07	0,05	0,04	0,06	0,05	0,07

Før vi går vidare med berekninga av dei resterande krava vil vi kommentere litt av svakheitene ved kapitalverdimodellen. Som med modellar flest er det også til kapitalverdimodellen knytta ein del svakheiter. Desse svakheitene har opphav i at vi i ein modell må gjere ei rekkje føresetnader for å forenkla den verkelege verda slik at den passar inn i modellen. Svakheter ved kapitalverdimodellen er at den blant anna baserar seg på investoren sine forventingar, og at desse er subjektive og variable over tid. Den har også ein føresetnad om perfekte kapitalmarknader, som ikkje alltid stemmer i den verkelege verda på grunn av informasjonsasymetri. Denne informasjonsasymetrien kan føre til at avkastingskravet til ein aksje er ulikt internt i verksemda og eksternt av investorar. Avkastingskravet kan også variere blant investorane ut i frå kva informasjon dei har tilgang til.

⁸⁹ www.oslobors.no

Antakinga om ein-periodiske investeringar kan heller ikkje forventas å holde for alle investeringar, og det kan difor vere feil å nytte kapitalverdmodellen til å berekne avkastingskravet for diskontering av framtidige prosjekt. Etersom marknadspotefølja i realiteten ikkje er observerbar er det også vanskelig, om ikkje umulig, å etterprøve modellen. Som eit alternativ til kapitalverdmodellen kan vi nytte oss av den såkalla APT⁹⁰ modellen. APT modellen er utvikla av Ross (1976) og har utgangspunkt i empiriske observasjonar på kursutviklinga på aksjar. Observasjonane viser at når det er gode tider, stig kursen på nesten alle aksjar og at det er store fellestrekk på kursutviklinga innanfor dei ulike sektorane. Med grunnlag i føresetnaden om ingen arbitrasje kan ein ved hjelp av APT modellen utlede at forventa avkastning vil vere gitt av følgjande fleirfaktormodell, der λ_j er risikopremien i marknaden og β_{ij} er verksemd i sin eksponering mot marknaden:

Formel 12 APT modellen

$$E(r_i) = \sum_j \lambda_j \beta_{ij}$$

Ein fordel med APT er at den tek omsyn til at investorar med lengre investeringshorisont ønskjer å sikre seg mot framtidig reinvesteringsrisiko.⁹¹

På grunnlag av at kapitalverdmodellen er mykje nytta i praksis, og at våre prognosar er gjort på bakgrunn av offentleg informasjon og beste estimat vel vi, på tross av svakheitene ved den, å nytte oss av kapitalverdmodellen til berekning av avkastningskrava for den vidare analysa.

7.4.4 Minoritetskrav

Minoritetsinteresser er eigarinteresser i konsernet som representerar under 50% av den totale eigarinteressa i eit (eller fleire) av dotterselskapa i konsernet. Minoritetane kan verte ”innelåst” i konsernet og vil kunne krevje ein premie ut over eigenkapitalkravet for dette.

Minoritetskravet blir dermed: $mik = ekk + \text{”minoritetspremie”}$.

For Synnøve Finden sin del vil dette ikkje vere aktuelt ettersom det ikkje eksisterar denne type minoritetsinteresser.

⁹⁰ Arbitrage Pricing Theory

⁹¹ Cochrane (2005)

7.4.5 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet er den avkastinga kreditorane krev av verksemda for å få dekkja risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko, kredittrisiko og administrasjonskostnader. Teoretisk kan ein då finne det finansielle gjeldskravet ved følgjande formel, der r_f er risikofri rente og r_m er marknadenes risikopremie:

Formel 13 Finansielt gjeldskrav

$$fgk = (r_f + adm. tillegg) + \beta_{fg} \cdot r_m + kredittrisikopremien$$

Under føresetnaden om at gjeldsbetaen er tilnærma lik null og at administrasjonstillegget er inkludert i NIBOR, blir det finansielle gjeldskravet utledda av følgjande formel:

Formel 14 Finansielt gjeldskrav i praksis

$$fgk = r_f + kredittrisikopremie$$

Sistnemnte metode er også mykje nytta i praksis, då ein tek risikofri rente og legg til ein ”kreditt spread” i estimering av det finansielle gjeldskravet.⁹² Vi vel å nytte oss av den ”praktiske” metoden og antek at gjeldsbetaen er null og at administrasjonstillegget er inkludert i NIBOR.

Kredittrisikopremien vert bestemt ut i frå den syntetiske ratinga som blei gjennomført under analyse av risiko. Dei ulike klassane har ein kredittrisikofaktor som multiplisert med den risikofrie renta gir storleiken på kredittrisikopremien. Synnøve Finden blei i den syntetiske ratinga rata i klasse BB. Årleg konkurssansyn og kredittrisikofaktoren for dei ulike klassane er presentert i Tabell 8.

Tabell 17 presenterar berekna finansielt gjeldskrav for analyseperioden. Vi ser at det finansielle gjeldskravet var på sitt lågaste i 2004 og 2005, og at det i 2007 var tilbake til omtrent det same nivået som for 2002. Utviklinga til gjeldskravet samvarierer til ein viss grad med den risikofrie renta, men den systematiske risikoen også har auka mot slutten av perioden.

⁹² Carnegie (2002)

Tabell 17 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Syntetisk rating	BB/B	BB	BBB/BB	BB/B	BB	BB/B	BB
Syntetisk rating verdi	1,00	0,60	0,60	1,00	0,60	1,00	0,60
Risikofri rente etter skatt	0,05	0,04	0,03	0,01	0,01	0,02	0,03
+Premie for systematisk risiko	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
+Premie for kredittrisiko	0,05	0,03	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02
=Finansielt gjeldskrav	0,09	0,07	0,05	0,03	0,02	0,05	0,06

7.4.6 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeld er definert som finansiell gjeld minus finansielle egedeler. Netto finansielt gjeldskrav finn vi som det vekta finansielle gjeldskravet minus det vekta finansielle egedelskravet.

Formel 15 Netto finansielt gjeldskrav

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

Før vi kan berekne kravet til netto finansiell gjeld må vi berekne kravet til dei finansielle egedelane. Finansielle egedeler består av kontantar, fordringar og aksjeplasseringar som kvar har sitt eige avkastingskrav. Vi forutset kravet til kontantar å vere likt den risikofrie renta etter skatt, fordringskravet antek vi å vere likt kravet til finansiell gjeld og investeringskravet til aksjeplasseringar forutset vi til å vere lik marknadsavkastinga. Det finansielle egedelskravet finn vi som den vekta summen av krava til dei finansielle plasseringane. Kravet kan uttrykkast ved følgjande formel der v er andel kontantar, w er andel fordringar og $(1-v-w)$ er investeringsandelen:

Formel 16 Finansielt egedelskrav

$$fek = vrf + w \cdot fgk + (1 - v - w) \cdot r_m$$

Vi ser av Tabell 18 at det finansielle egedelskravet varierar mellom 2% og 9%. Vi ser at tendensen er synkende krav fram til 2005 og stigande deretter. Utviklinga skuldast synkende rente over den same perioden og ein auke i rentenivået deretter. Vidare ser vi at den relativt høge fordringsvekta i stor grad, spesielt tidleg i analyseperioden, er med på å påverke egedelskravet.

Tabell 18 Finansielt egedelskrav

Finansielt egedelskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kontantkrav	0,05	0,04	0,03	0,01	0,01	0,02	0,03
x Kontantvekt	0,02	0,03	0,04	0,13	0,10	0,10	0,15
+ Finansielt fordringskrav	0,09	0,07	0,04	0,03	0,02	0,04	0,05
x Finansiell fordringsvekt	0,86	0,95	0,82	0,84	0,87	0,62	0,55
+ Investeringskrav	0,11	0,11	0,09	0,08	0,08	0,09	0,10
x Investeringsvekt	0,12	0,02	0,14	0,04	0,02	0,28	0,30
= Finansielt egedelskrav	0,09	0,07	0,05	0,03	0,02	0,05	0,06

På bakgrunn av informasjonen om finansielt gjeldskrav og finansielt egedelskrav kan vi berekne kravet til netto finansiell gjeld. Tabell 19 viser at netto finansielt gjeldskrav varierer frå 2% i 2005 til 9% i 2001.

Tabell 19 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeldskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Krav til finansiell gjeld	0,09	0,07	0,05	0,03	0,02	0,05	0,06
x FG/NFG	1,29	1,40	1,55	1,93	2,09	1,69	1,93
- Krav til finansielle egedelar	0,09	0,07	0,05	0,03	0,02	0,05	0,06
x FE/NFG	0,29	0,40	0,55	0,93	1,09	0,69	0,93
= Krav til netto finansiell gjeld	0,09	0,07	0,04	0,03	0,02	0,05	0,06

7.4.7 Netto driftskrav

Etter å ha estimert eigenkapitalkrav og netto finansielt gjeldskrav, herunder finansielt gjeldskrav og krav til finansielle egedelar, kan vi bestemme kravet til netto driftskapital. Netto driftskrav vert berekna ved å vekte summen av eigenkapitalen og kravet til netto finansiell gjeld. Ideelt sett ville vi brukt marknadsverdiar for å berekne vektene, men sia marknadsverdien er målet med den fundamentale analysa lyt vi nytte oss av bokførte verdiar.⁹³ Netto driftskrav kan utrykkast ved følgjande formel:

Formel 17 Netto driftskrav

$$ndk = ekk \cdot \frac{EK}{NDK} + nfgk \cdot \frac{NFG}{NDK} + mik \cdot \frac{MI}{NDK}$$

Med bakgrunn i teorien til Miller & Modigliani, om at verdien av ei verksemd er uavhengig av finansiering, kan ein argumentere for at netto driftskravet bør vere konstant over

⁹³ Brealey & Meyers (2006)

analyseperioden. Problemet med dette er at teorien bygger på føresetnadane om ingen skattevriding og ingen konkurskostnader. Desse føresetnadane er langt i frå den verkelege verda, der ein i Noreg får skattefrådrag for rentekostnader, og antakinga om auka konkurssannsyn ved tilstrekkeleg høg gjeldsandel. Investorar vil ta høgde for gjeldsandelen i verksemda og auke avkastingskravet i forhold til storleiken på konkurssannsynet, som dermed også vil auke netto driftskrav.

Vi vel å stå fast ved ein konstant driftsbeta, men let netto driftskrav variere over analyseperioden. Dersom netto driftskrav skulle vore konstant måtte også risikofri rente vore konstant, noko som ikkje er tilfelle.

Tabell 20 Netto driftskrav

Netto driftskrav	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Eigenkapitalkrav	0,10	0,10	0,07	0,05	0,04	0,06	0,05
x EK/NDK	0,28	0,28	0,33	0,37	0,59	0,37	0,71
+ Minoritetsinteressekrav							
x MI/NDK							
+Netto finansiell gjeldskrav	0,09	0,07	0,04	0,03	0,02	0,05	0,06
x NFG/NDK	0,72	0,72	0,67	0,63	0,41	0,63	0,29
= Netto driftskrav	0,09	0,08	0,05	0,04	0,03	0,05	0,06

Som vi ser av Tabell 20 varierar netto driftskrav mellom 3% og 9%. Vi har no berekna avkastingskrav for dei ulike kapitalane som vi vidare skal bruke som målestokk til vurdering av lønnsemd.

8 Analyse av lønnsemd

Vi vil no gjennomføre ei analyse av lønnsemda til Synnøve Finden. Dette vil vi gjere ved å samanlikne lønnsemda til verksemda med avkastingskrava vi rekna oss fram til under kapittelet om avkastingskrav. Vi vil også samanlikne lønnsemda til verksemda med rentabiliteten til bransjen for å få ein oppfatning av verksemda si økonomiske posisjon og drivarane av verksemda si lønnsemd. Analysa vil gi oss svar på korvidt Synnøve oppnår superprofitt eller ikkje.

8.1 Rentabilitetsanalyse

Vi vil her analysere verksemda sine drifts- og eigenkapitalrentabilitetar. Rentabiliteten til ein kapital er eit uttrykk for kor mykje kapitalen kastar av seg i form av prosentvis avkastning. Det uttrykkjer kor mykje kapitalen kastar av seg per investert krone, og kan samanliknast på tvers av verksemdar, tid og landegrensar.

Som nemnt i innleiinga av kapittelet skal vi no undersøkje korvidt Synnøve Finden greier å oppnå såkalla superrentabilitet. Superrentabilitet vert oppnådd dersom verksemda har ein rentabilitet som er høgare enn avkastingskravet til investorane.

I berekninga av rentabiliteten kan vi velje mellom å ha fullstendig netto resultat eller normalisert nettoresultat i teljaren. På bakgrunn av det vidare føremålet med oppgåva, som er framskriving, verdsetjing og handling, vil eit normalisert nettoresultat vere det mest føremålstenelege. Dette resultatet er framoverskodande og gir dermed eit betre mål på verksemda sine framtidige resultat.

Ettersom verksemda sine avkastingskrav er estimerte på etterskot bør ein, for å få konsistens mellom krav og rentabilitet, også berekne rentabilitetane på etterskot. Dette gjer vi ved å justere gjennomsnittskapitalen i nemnaren med den opptente kapitalen. Vi føreset her at alle inn- og utbetalingane skjer midt i året, og dividerar difor på 2. Rentabilitetane får vi difor ved følgjande formel:

$$\text{Normalisert rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert resultat}}{\text{IB kapital} + \frac{\Delta \text{kapital} - \text{normalisert resultat}}{2}}$$

Formel 18 Normalisert rentabilitet

Hovudfokuset i analysa av lønnsenda vil vere på eigenkapitalrentabiliteten, og dermed avkastinga eigarane får på investeringane sine i verksemda. Eigenkapitalrentabiliteten vil deretter verte dekomponert for å analysere underliggende kjelder til rentabilitet.

8.2 Eigenkapitalrentabilitet

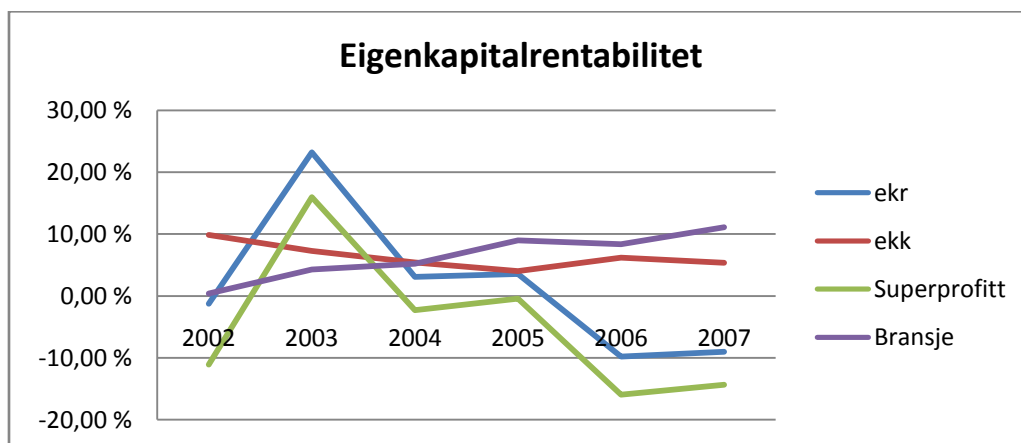
Eigenkapitalrentabiliteten viser kva avkastning eigarane har på eigenkapitalen, og bør difor naturleg samanliknast med eigenkapitalkravet og med bransjen. Normalisert eigenkapitalrentabilitet finn ein etterskotsvis ved bruk av følgjande formel:

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

Formel 19 Eigenkapitalrentabilitet

Superprofitt ekr	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %
ekr	-1,24%	23,22 %	3,10 %	3,57 %	-9,80 %	-9,02 %
Bransje	0,41 %	4,28 %	5,19 %	8,98 %	8,37 %	11,10 %
ekk	9,87 %	7,25 %	5,40 %	4,00 %	6,17 %	5,35 %
Superprofitt ekr	-11,11%	15,97 %	-2,30 %	-0,43 %	-15,97 %	-14,37 %

Tabell 21 Eigenkapitalrentabilitet



Figur 30 Eigenkapitalrentabilitet og superprofitt

Vi ser av både figuren og tabellen ovanfor at både eigenkapitalrentabiliteten og dermed superprofitten har ei negativ utvikling. Den negative utviklinga og det faktum at superprofitten har vore positiv i kun eitt av åra i analyseperioden er eit klart raudt flagg. Det beste resultatet blei nådd i 2003 då Synnøve Finden hadde ein superprofitt på 13,36%, medan det dårligaste resultatet blei nådd i 2007 med ein negativ superprofitt på 15,18%. Vi ser også

at egenkapitalkravet har vore fallande over analyseperioden, som er med på å forsterke det raude flagget ytterlegare.

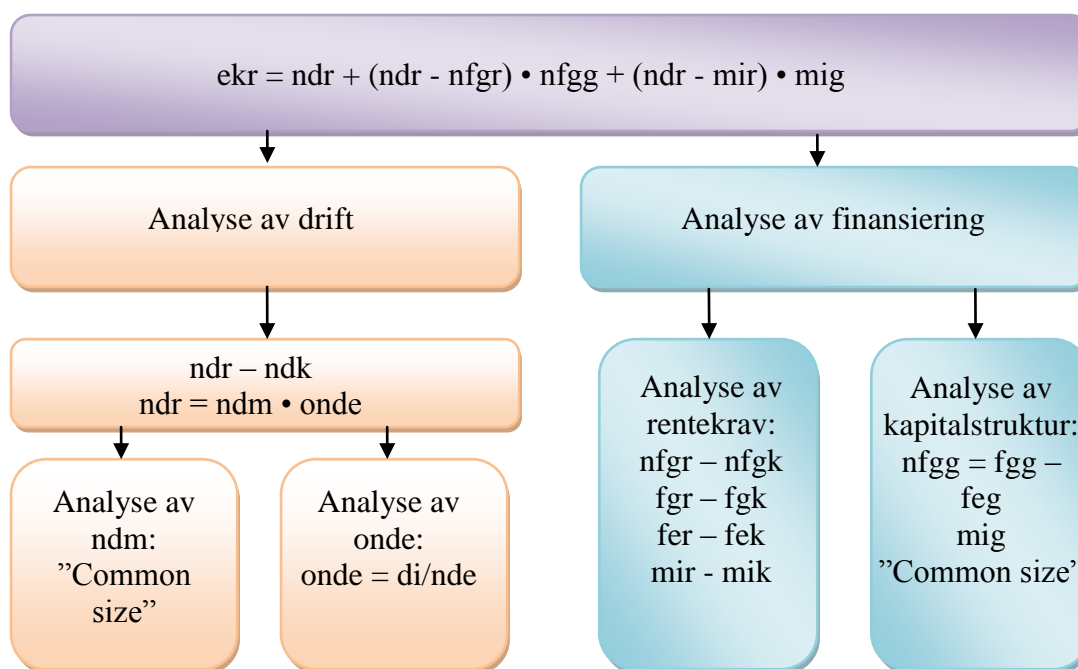
Eigenkapitalrentabiliteten til bransjen har derimot vore stabilt stigande over heile perioden. EK-rentabiliteten i bransjen har gått frå i underkant av 0,5% i 2002 til vel 11% i 2007. Vi ser også at det kun er i 2003 at Synnøve har høgare eigenkapitalrentabilitet enn bransjen, og då er den til gjengjeld nesten 20% høgare. 2003 peikar seg ut som unormalt godt med tanke på eigenkapitalrentabilitet for Synnøve. Bakgrunnen for dette er eit godt driftsresultat kombinert med god finansinntekt.

Eigenkapitalrentabiliteten har vore positiv i åra frå 2003 til 2005 og negativ i dei resterande åra av analyseperioden. Det tidsvekta gjennomsnittet er på minus 1,27%. Vi kan ut i frå desse resultatata trygt konkludere med at Synnøve Finden i eit normalår ikkje har greidd å utnytte dei konkurransefortrinna dei, i følgje den strategiske analysa, innehar. Kun i år 2003 har dei greidd å nytte desse til å skape superprofitt, og då var den til gjengjeld på 13,36%. Frå 1993 til 2004 var median eigenkapitalrentabilitet på Oslo Børs på 8,5%⁹⁴. Dette viser at Synnøve Finden historisk sett har prestert langt dårlegare enn den mediane verksemda på Oslo Børs.

8.2.1 Dekomponering av eigenkapitalrentabiliteten

For å få ytterlegare innsikt i og for å analysere drivarane til eigenkapitalrentabiliteten, vil vi no dekomponere den i drift og finansiering. Denne dekomponeringa er ei viktig brikke i estimeringa av framtidsrekneskapan der ein legg eit tilsvarande skilje til grunn ved budsjetteringa. Rammeverket for dekomponeringa vert presentert i figuren under.

⁹⁴ Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 11, slide 23



Figur 31 Rammeverk for dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

I det lilla feltet, som er trinn 1 i dekomponeringa, vert egenkapitalrentabiliteten dekomponert på eit overordna plan. Den normaliserte egenkapitalrentabiliteten kan visast som summen av tre hovudeffektar. Dette er rentabiliteten frå drifta, verknad av netto finansiell gearing og verknad av minoritetsinteresser. I formelen under kjem dette tydeleg fram.

$$ekr = ndr + \underbrace{(ndr - nfggr) \cdot nfgg}_{\text{Verknad finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) \cdot mig}_{\text{Verknad minoritetsinteresser}}$$

I det rosa feltet, som er neste steg i dekomponeringa, vert drifta analysert med omsyn på netto driftsrentabilitet og dei underliggende kjeldene til lønnsemd, som hovudsakleg er netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedeler.

Til slutt vil vi sjå på verksemda si finansiering og verknad av finansiell gearing og minoritetsinteresser, som vert illustrert i det blå feltet i figuren ovanfor. Synnøve Finden har kun minoritetsinteresser i to av åra i analyseperioden. I 2004 er dei på 76 tusen og i 2005 på 194 tusen, som vi i denne samanhengen meiner er uvesentlege storleikar. Vi vel difor å sjå på minoritetsinteressene som finansiell gjeld og antek difor vidare i oppgåva at Synnøve ikkje har minoritetsinteresser.

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Netto driftsrentabilitet	ndr	5,54 %	7,89 %	2,62 %	6,90 %	0,91 %	-0,19 %
+ Verknad av netto finansiell gearing	(ndr-nfgr)*nfgg	-6,78%	15,34 %	0,48 %	-3,33 %	-10,71 %	-8,82 %
= Eigenkapitalrentabiliteten	ekr	-1,24%	23,22 %	3,10 %	3,57 %	-9,80 %	-9,02 %
Vekt		5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 22 Dekomponering av eigenkapitalrentabiliteten på eit overordna plan

Oppsplittinga av eigenkapitalrentabiliteten viser at netto driftsrentabiliteten er positiv i alle, utanom det siste, åra i analyseperioden. Netto driftsrentabilitet ligg mellom 7,75% og -0,2% over perioden og den tidsvekta gjennomsnittlege netto driftsrentabiliteten er på 3,12%. Med unntak av i 2003 og 2004 er verknaden av netto finansiell gearing med på å redusere eigenkapitalrentabiliteten. Verknaden av netto finansiell gearing er også veldig volatil og varierer frå 15,33% i 2003 og -14,52% i 2007. Tidsvekta gjennomsnittleg verknad av netto finansiell gearing er på -5,22%. Generelt kan vi dermed seie at det er verknaden av netto finansiell gearing som er hovudforklaringa bak utviklinga i eigenkapitalrentabiliteten.

8.3 Analyse av driftsrentabiliteten

Netto driftsrentabiliteten er eit uttrykk for kor mykje netto driftseigedelane kastar av seg. Netto driftsrentabiliteten kan dekomponerast i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseigedeler, og det vil vere naturleg å måle den opp i mot netto driftskravet. Likninga under viser dekomponeringa av netto driftsrentabiliteten.

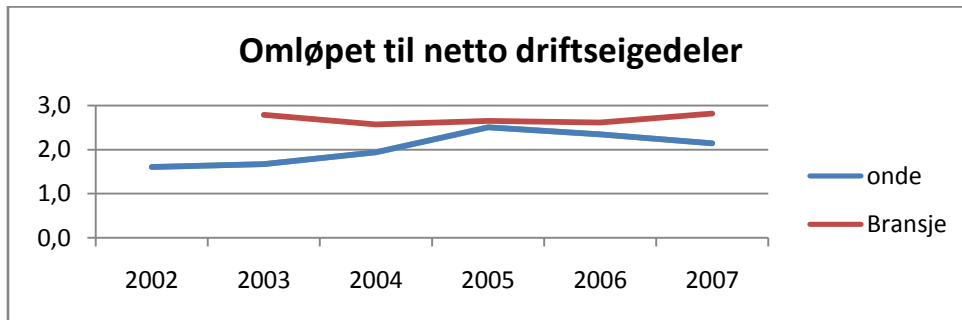
$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2} = \underbrace{\frac{NDR_t}{DI_t}}_{ndm} \cdot \underbrace{\frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}}_{onde}$$

Tabell 23 dekomponering av netto driftsrentabiliteten til Synnøve Finden

Dekomponering ndr		2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Vekt		5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Omløpet til netto driftseigedeler	onde	1,6066	1,6730	1,9371	2,5068	2,3481	2,1405	
* Netto driftsmargin	ndm	0,0345	0,0471	0,0135	0,0275	0,0039	-0,0009	
= Netto driftsrentabilitet	ndr	0,0554	0,0789	0,0262	0,0690	0,0091	-0,0019	
- Netto driftskrav	ndk	0,09	0,08	0,05	0,04	0,03	0,05	
= Superrentabilitet		-0,0394	-0,0008	-0,0272	0,0314	-0,0245	-0,0533	-0,0193

Synnøve hadde sin høgaste netto driftsrentabilitet med 7,89% i 2003. Det vekta snittet over analyseperioden er på 3,02%, medan medianen for netto driftsrentabiliteten på Oslo Børs er 4,6%. Omløpet til netto driftseigedeler stig fram til 2005 og avtek deretter dei to siste åra i

perioden. Hovedårsaka bak utviklinga i netto driftsrentabilitet er endringar i netto driftsmargin. Denne har variert mellom 4,71% og -0,09%, og har eit vekta snitt på 1,47%.



Figur 32 Omløpet til netto driftseigedeler

Så lenge verksemda oppererar med ein positiv driftsmargin, som er tilfelle i alle åra i analyseperioden utanom 2007, er det ynskjeleg med høgast mogleg omløp på netto driftseigedeler. Som vi ser av figuren ovanfor er omløpet til netto driftseigedeler først stigande og deretter falande over perioden. Likevel er omløpet klart høgare siste år i perioden enn første. Gitt positiv netto driftsmargin er dette ei god utvikling. Vi registrerer likevel at omløpet til netto driftseigedeler ligg under nivået i bransjen, men over snittet på Oslo Børs på 1,67.⁹⁵

Trass i den gode utviklinga på omløpet til netto driftseigedeler er det likevel eit raudt flagg at verksemda ikkje greier å oppnå superrentabilitet i meir enn eitt av åra i analyseperioden, og at det tidsvekta gjennomsnittet for superprofitten er på -1,93%. Hovedforklaringa på den negative superrentabiliteten er den dårlige utviklinga i netto driftsmargin.

8.3.1 Analyse av netto driftsmargin

For å få betre innsikt i netto driftsmargin kan det vere illustrativt å setje opp eit "common size"-resultat. Dette gjer vi ved å stille opp resultatpostane i forhold til driftsinntektene, som gir oss eit bilete på korleis desse utvikla seg over tid. For fullsetendig analyse av netto driftsmargin og analyse av omløpet til netto driftseigedeler sjå vedlegg 7. Konklusjonen av analysa er at det hovudsakleg er auka varekostnad og tildels auka avskrivningar som dreg netto driftsmargin i feil retning. Samtidig meiner vi omløpet til netto driftseigedeler er bra.

⁹⁵ Knivsflå, Kjell H (2005): BUS 425 Forelesning 11, slide 41

8.4 Analyse av finansiering

I den dekomponerte eigenkapitalrentabiliteten finst det også påverknad frå finansiell gearing, som vi skal sjå nærmare på no. Som nemnt tidlegare ser vi vekk i frå Synnøve Finden sine minoritetsinteresser, slik at analysa av finansieringa vil vise korvidt verksemda si bruk av netto finansiell gjeld (NFG) har ein positiv eller negativ innverknad på verksemda si eigenkapitalrentabilitet. Netto finansiell gjeldsrentabilitet (nfgr) og netto finansiell gjeldsgrad (nfgg) vert estimerte etterskotsvis etter følgjande uttrykk:

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

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

Verknaden av netto finansiell gearing finn vi ved å multiplisere netto rentemargin (ndr - nfgr) med netto finansiell gjeldsgrad, som vi har gjort i tabellen under:

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Netto driftsrentabilitet	ndr	5,54 %	7,89 %	2,62 %	6,90 %	0,91 %	-0,19 %
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet	nfgr	8,70 %	0,20 %	1,09 %	9,45 %	13,24 %	9,06 %
= ndr-nfgr		-3,16 %	7,69 %	1,53 %	-2,55 %	-12,33 %	-9,26 %
* Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	254 %	203 %	170 %	69 %	173 %	41 %
= Verknad av finansiell gearing		-8,02 %	15,59 %	2,60 %	-1,75 %	-21,35 %	-3,77 %

Tabell 24 Verknad av netto finansiell gearing

Tabell 24 ovanfor viser at Synnøve Finden opererer med ei veldig høg finansiell gjeldsgrad. Spesielt gjeld dette byrjinga av analyseperioden, der gjeldsgraden er over 2,5. Denne netto finansielle gjeldsgraden plasserer Synnøve blant den øvste persentilen når det gjeld bruk av netto finansiell gjeld på Oslo Børs. Vi ser vidare at trenden er klart fallande over perioden, som indikerar at verksemda reduserer risikoen ved å nytte mindre netto finansiell gjeld. Den høge gjeldsgraden fører også til at ein får veldig volatile resultat på verknaden av den finansielle gearinga, avhengig av korvidt netto rentemargin er positiv eller negativ. Verknaden av finansiell gearing er positiv i 2003 og 2004 og negativ dei resterande åra, og varierar frå 15,59% i 2003 til -21,35% i 2006.

For å få betre innsikt i effekten netto finansiell gearing har hatt på eigenkapitalrentabiliteten vil vi no dekomponere netto finansiell gjeldsrentabilitet og netto finansiell gjeldsgrad ytterlegare. Dette gjer vi ved å sjå på korleis finansielle egedeler og finansiell gjeld påverkar

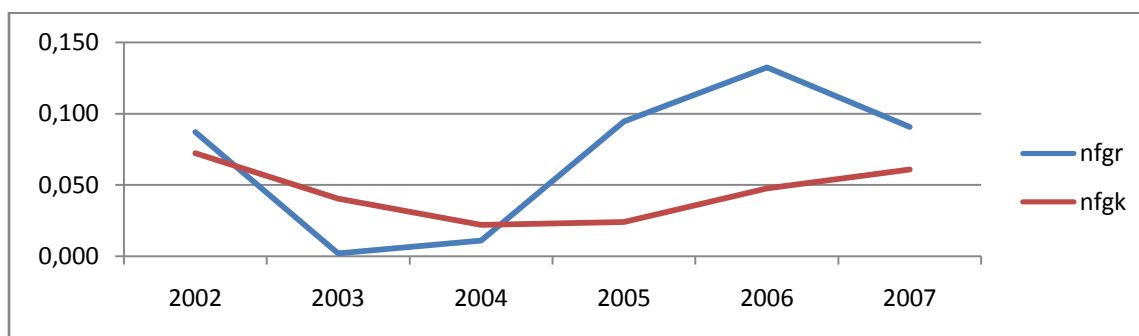
netto finansiell gjeld. Renta på desse kapitalane, finansiell gjeldsrente og finansiell egedelsrente, bør verte målt opp i mot dei respektive krava. Netto finansiell gjeldsrentabilitet kan dekomponerast ved følgjande uttrykk:

$$nfgr = \frac{NFK - NFI}{NFG} = \frac{NFK}{FG} \cdot \frac{FG}{NFG} - \frac{NFI}{FE} \cdot \frac{FE}{NFG}$$

Netto finansiell gjeldsrente		2002	2003	2004	2005	2006	2007	02-07
Nettorente på finansiell gjeld	fgr	0,063	0,059	0,037	0,056	0,100	0,056	
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	FG/NFG	1,402	1,549	1,927	2,093	1,694	1,932	
- Nettorente på finansielle egedeler	fer	0,004	0,162	0,066	0,021	0,053	0,019	
* Finansielle egedeler/netto finansiell gjeld	FE/NFG	0,402	0,549	0,927	1,093	0,694	0,932	
= Netto finansiell gjeldsrente	nfgr	0,087	0,002	0,011	0,094	0,132	0,091	0,070
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,072	0,046	0,027	0,024	0,048	0,061	0,046

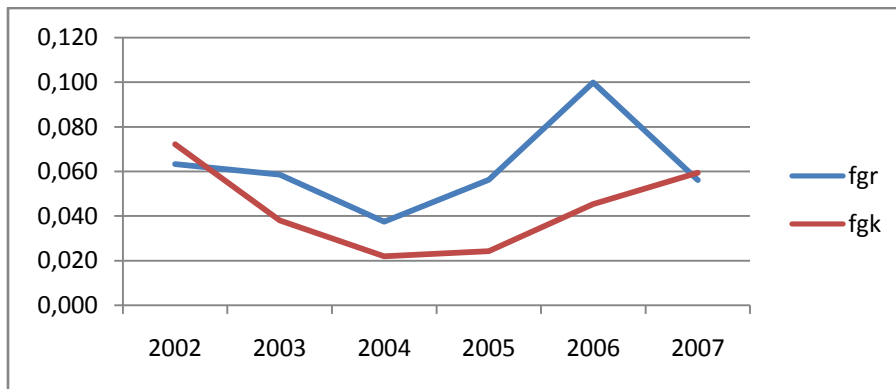
Tabell 25 Netto finansiell gjeldsrente

Medianen for netto finansiell gjeldsrente på Oslo Børs ligg på 4,2%, og som vi ser av tabellen ovanfor har Synnøve ei gjennomsnittleg netto finansiell gjeldsrente på 7%. Vi ser vidare at volatiliteten til netto finansiell gjeldsrente er relativt høg. Netto finansiell gjeldsrente er enten langt under eller høgt over medianen på børsen. Den høge netto finansielle gjeldsrenta i 2006 skuldast i hovudsak ei nesten dobling av nettorenta på finansiell gjeld. Sjølv om ein hadde ei reduksjon i finansiell gjeld var ikkje dette nok til å vege opp for auken i nettorenta. I figuren under vil vi samanlikne netto finansiell gjeldsrente med netto finansielt gjeldskrav for Synnøve.



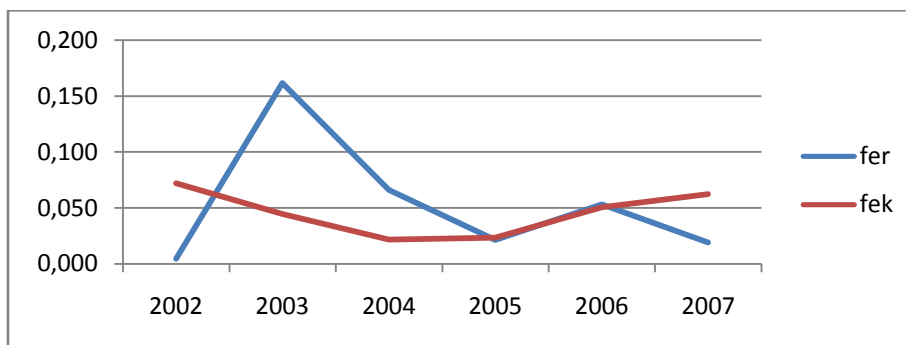
Figur 33 Netto finansiell gjeldsrente vs. netto finansielt gjeldskrav

Som vi ser av figuren ovanfor er netto finansiell gjeldsrentabilitet kun under kravet i 2003 og 2004. Når gjennomsnittleg netto finansiell gjeldsrentabilitet er på 7% og gjennomsnittleg netto finansielt gjeldskrav er på 4,4% er dette eit klart raudt flagg, ettersom verksemda har ein positiv netto finansiell gjeldsgrad. Ved negativ finansiell gjeldsgrad hadde ei rente som var høgare enn krav på netto finansiell gjeld vore eit grønt flagg, men dette er altså ikkje tilfelle for Synnøve Finden.



Figur 34 Finansiell gjeldsrente vs finansielt gjeldskrav

I figuren ovanfor ser vi at den finansielle gjeldsrenta har vore over kravet i alle utanom det første og siste året i analyseperioden. At rentabiliteten har vore over kravet i så store delar av perioden er klart negativt. Samtidig er det positivt at rentabiliteten er knapt under kravet i siste året i perioden. Vi observerar vidare at det finansielle gjeldskravet utviklar seg på linje med det generelle rentenivået over perioden. Dette ser vi med fallande krav fram til og med 2004 og deretter ei auke i det finansielle gjeldskravet.



Figur 35 Finansiell egedelsrente vs finansielt egedelskrav

Den finansielle egedelsrentabiliteten har i løpet av perioden vore både over og under det finansielle egedelskravet. Det er eit grønt flagg at gjennomsnittleg finansiell egedelsrentabilitet er høgare enn det gjennomsnittlege finansielle egedelskravet, med 5,4% mot 4,6%. Den fallande trenden, og at kravet var høgare enn rentabiliteten i 2007 er derimot eit raudt flagg. Generelt sett er det vanskeleg å skape superrentabilitet i finansmarknaden, slik som Synnøve har greidd over perioden frå 2002 til 2007.

Til slutt vil vi no sjå på netto finansiell gjeldsgrad, som vi kan dekomponere ved følgjande formel:

$$nfgg = \frac{FG - FE}{EK} = \left(\frac{FG}{NDK} - \frac{FE}{NDE} \right) \cdot \frac{NDE}{EK}$$

\Downarrow
 Finansiell
gjeldsdel

\Downarrow
 Finansiell
eigedel

\Downarrow
 Analyse av EK-
prosenten

Netto finansiell gjeldsgrad		2002	2003	2004	2005	2006	2007
Finansiell gjeld/Netto driftskapital	FG/NDK	1,01	1,04	1,21	0,85	1,07	0,56
- Finansielle egedeler/Netto driftseigedeler	FE/NDE	0,29	0,37	0,58	0,45	0,44	0,27
= Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	NFG/NDK	0,72	0,67	0,63	0,41	0,63	0,29
* Netto driftskapital/Eigenkapital	NDK/EK	3,54	3,03	2,70	1,68	2,73	1,41
= Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	2,54	2,03	1,70	0,69	1,73	0,41

Tabell 26 Dekomponering av netto finansiell gjeldsgrad

Synnøve har hatt ein tidsvekta finansiell gjeldsdel og – eigedelsdel på høvesvis 96% og 40% over analyseperioden. Frå 2006 til 2007 har verksemda nesten halvert både den finansielle eigedels- og gjeldsdelen. Reduksjonen av gjeldsdelen kjem som følgje av kapitalinnhentinga som blei gjennomført i midten av 2006. Endringane har motsette effektar på den finansielle risikoen. Nedgangen i finansiell gjeldsandel reduserar, og nedgangen i finansiell eigedelsdel aukar den finansielle risikoen.

8.5 Oppsummering av analyse av lønnsemd

I perioden frå 2002 til 2007 har Synnøve Finden kun oppnådd superprofitt i eitt av åra.

Trenden er klart negativ, og det tidsvekta gjennomsnittet er på -7,46%. Rentabiliteten er langt dårlegare enn vi hadde forventa ut i frå den strategiske analysen. Hovudfokuset til verksemda over analyseperioden har vore vekst, som kan vere ein av grunnane til att dei samla sett ikkje har greidd å oppnå lønnsam drift.

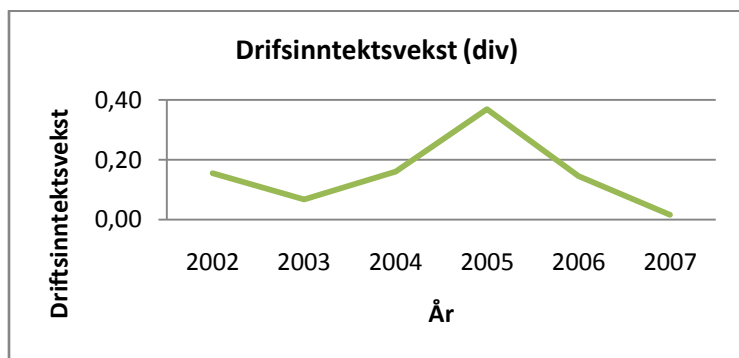
Når vi ser på faktorane som påverkar eigenkapitalrentabiliteten ser vi at både driftsrentabiliteten og verknaden av netto finansiell gearing påverkar eigenkapitalrentabiliteten i negativ retning. Likevel er det verknaden av netto finansiell gearing som har den klart største negative effekten på eigenkapitalrentabiliteten. I 2006 og 2007 er til dømes verknaden av netto finansiell gearing på -9,7% og 14,52% som er eit klart raudt flagg. Bakgrunnen for den negative verknaden av netto finansiell gjeld ligg i den høge finansielle gjeldsrenta og den tilhøyrande låge finansielle eigedelsrenta. For driftsrentabiliteten var den høge varekostnaden ein faktor som til å redusere lønnsemda.

9 Analyse av vekst

Vekst kan definerast som ”den prosentvise endringa i eit rekneskapstal over tid”, der kapitalvekst er vekst i ein balansepost, til dømes eigenkapitalen, og resultatvekst er vekst i ein post i resultatrekneskapen, til dømes i driftsinntektene. I dette kapittelet skal vi gjere ei vekstanalyse som danner eit viktig grunnlag når vi seinare skal utarbeide framtidsrekneskap for Synnøve Finden. I vekstanalysa vil vi legge på bordet dei viktigaste momenta som styrer vekstutviklinga til Synnøve Finden og gje eit godt estimat på den framtidige veksten. Som så med mykje anna i framtida er framtidig vekst vanskeleg å spå. Di lenger fram i tid ein skal estimere ein veksten, di meir utfordrande er det. I og med at vi har meir informasjon om dei første åra enn tida lenger fram, vil vi kunne gje eit meir presist estimat tidleg i budsjettperioden. Det er difor fornuftig å dele vekstanalyse opp slik at vi skil mellom vekst på kort og lang sikt.

9.1 Vekst på kort sikt

Synnøve Finden har etter millenniumsskiftet hatt stor fokus på vekst og har godt over dobla omsetnaden sidan 2002.



Figur 36 Driftsinntektsvekst over analyseperioden

Ønske om å bli ein betydeleg aktør har langt på veg gått på bekosting av lønsemd og finansiell stabilitet. Dette ser vi mellom anna i utviklinga i den normaliserte eigenkapitalveksten som er både volatil og avtakande over analyseperioden. Fullstendig analyse av historisk vekst finst i vedlegg 8. Verksemda har difor tydeleg signalisert at dei skal roe ned vekstambisjonane og heller satse på lønsam drift i åra som kjem. Dette ser vi allereie i 2007 då driftsinntektsveksten var på låge 1,6%. Det er altså ingen grunn til å budsjettere med særleg høg vekst dei nærmaste åra. Vi ser det likevel som rimeleg at veksten vil auke frå 2007-nivået når dei viktigast

effektivitetstiltaka etterkvart er gjennomførde. Vi forventar at det sterke fokuset på lønsemd vil gradvis avta dei neste fem åra, parallelt med at fokuset på vekst gradvis aukar. Resultatet av dette gjev ein låg og jamn auke i vekstraten. Vi meiner driftsinntektsveksten vil ligge rundt 2,3% i 2008 og auke jamt mot underkant av 5% i 2012.

9.2 Vekst på lang sikt

Den langsiktige veksten til Synnøve Finden kan ikkje overstige den langsiktige veksten i verdsøkonomien. Dette hadde i tilfellet medført at Synnøve Finden måtte ekspandere i alle marknader og etter kvart utkonkurrert alle andre verksemder. Synnøve Finden ville tilslutt vorte den einaste verksemda i verda. Det er difor ein rimeleg føresetnad at veksten til Synnøve Finden vil konvergere mot veksten i verdsøkonomien i steady state. Med steady state meiner vi det året T det er rimelig å anta at det vil vere konstant evig vekst i frå.

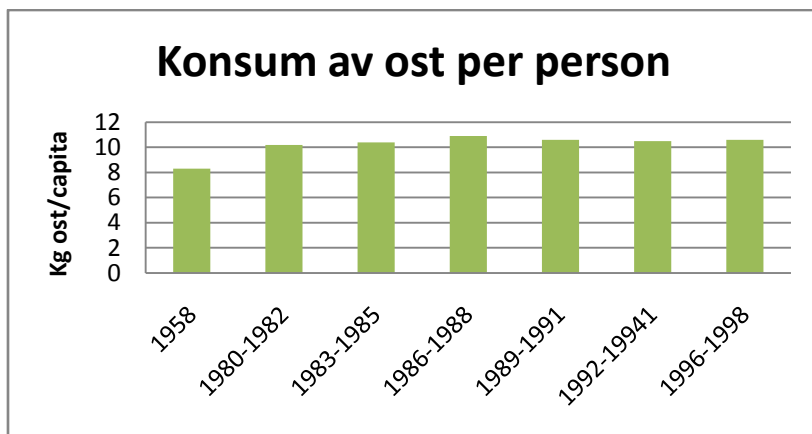
I Noreg har vi i perioden 1865 til i dag hatt ein gjennomsnittleg realvekst i BNP på ca 3%⁹⁶. Den historiske veksten er eit naturleg utgangspunkt for å estimere framtidig vekst. Dersom vil legg på Noregs Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 %, kan 5,5%⁹⁷ vere eit rimeleg estimat for langsiktig nominell vekst i økonomien. Dette er gitt at det historiske snittet tilbake til 1865 vil vere representativt for framtida. Trenden er derimot at den gjennomsnittlege veksten er stigande. Enkelte meiner at framtida bringer ein ”ny økonomi”, altså at veksten forblir høgare enn den har vore. Det kan i tilfellet argumenterast for å sette den maksimale framtidige langsiktige veksten noko høgare, for eksempel maksimalt rundt 7,5%. Vi har eit nøkternt syn, men vel likevel å legge noko vekt på at den stigande veksten. Eit estimat på 6% meiner vi er rimeleg.

Meieribransjen har eksistert veldig lenge, og produkt som mjølk, ost og smør er veletablerte med lite vekstpotensiale i seg sjølv. I perioden 1980-82 var gjennomsnittleg forbruk av ost 10,2 kg per person per år⁹⁸. I perioden 2004-06 var same talet på 11,7 kg.

⁹⁶ www.ssb.no

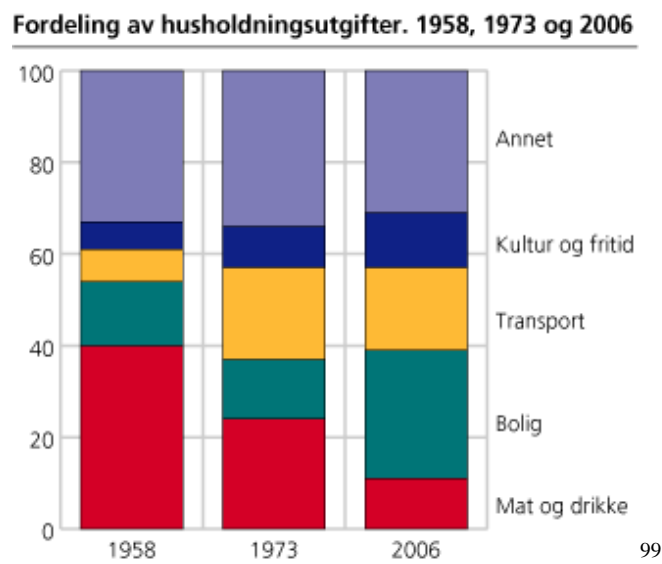
⁹⁷ 3%+2,5%

⁹⁸ http://www.ssb.no/emner/historisk_statistikk/aarbok/ht-0502-222.html



Figur 37 Historisk utvikling i osteforbruk per person

Dei siste 25 åra har det altså vore ein jamt låg vekst av osteforbruk per hovud. Det er grense for kor mykje ost ein person kan konsumere per år og det er difor naturleg at veksten er låg. Dersom det ikkje blir utvikla revolusjonerande nye bruksområde til osten, ser vi ingen grunn til at trenden skal endre seg i uoverskueleg framtid. Dette, saman med det faktum at mat stadig blir ein mindre del av folks konsum (ref. figur under), tyder på at vi kan vente ein langsiktig vekst i meieribransjen som er svakare enn verdsøkonomien.



Vi budsjetterer difor med ein langsiktig vekst for Synnøve Finden 0,5% under forventa vekst i verdsøkonomien. Dette gjev ein forventa langsiktig vekst for Synnøve Finden på 5,5%.

⁹⁹ www.ssb.no

10 Budsjettering og framskriving

Det er no klart for å lage framtidsrekneskapen til Synnøve Finden. Framtidsrekneskapen vert utarbeida med utgangspunkt i dei betraktningane vi har gjort om strategi og vekst i tidlegare kapittel. Første fase i framtidsrekneskapen er budsjettperioden. Den startar tidspunkt $t=1$ og blir avslutta på budsjettthorisonten som er det året T der vi går frå fullstendig budsjettering av rekneskapen til enkel framskriving¹⁰⁰. Det er to forhold som er avgjerande for val av budsjettthorisont:

1. Tid til steady state

Di nærare verksemda er konstant vekst, di kortare treng det vere til budsjettthorisonten T inntreff. Synnøve Finden er inne i ein periode med låg vekst, altså ein vekst som er under det vi ventar i steady state. Kor lang tid det tek før steady state- vekst er ein rimeleg føresetnad kjem an på kor lang tid det tek å effektivisere drifta og når ønska lønsemd er oppnådd. Vi meiner mesteparten av denne jobben er gjort i løpet av ein 5 års periode, men det vil ta ytterlegare nokre år før vi kan anta at Synnøve Finden vil vere i steady state. 7-10 år er ein rimeleg budsjettthorisont.

2. Kvaliteten på rekneskapsføringa

Di betre rekneskapsføringa er, di kortare treng budsjettthorisonten vere for å fange opp verdiane.

Generelt er kan dette vere rettleiande T etter kvalitet i rekneskapsføringa:

- Objektiv verdibasert rekneskap $T = 0$
- Subjektiv verdibasert rekneskap $T = 0-6$
- Korrekt historisk kost $T = 4- 10$
- God rekneskapsskikk $T = 6- 16$
- Kontantprinsipp $T = 8- 24$

Synnøve Finden baserar seg i hovudsak på god rekneskapsskikk, noko som impliserar ein budsjettthorisont på mellom 6 og 16 år. Dersom Synnøve Finden hadde hatt mykje immateriell verdiskaping ville rekneskapen vore mindre sikkert. I så tilfellet ville det ha krevst ein lenger budsjettperiode. Dette er ikkje tilfellet, og vi kan budsjetter med ein middels lang periode.

¹⁰⁰ Kjell Henry Knivsflå

Utifrå argumentasjonen over har vi valt budsjettthorisont til 10 år med steady state i 2017.

10.1 M-punkt

I budsjettperioden vil vi også operere med mellomlang sikt, og definerer dette til å vere i 2012. Året 2012 kallar vi difor M-punktet. Dette punktet er nyttig i budsjetteringa. Sidan vi veit meir om dei fem første åra enn dei fem siste i budsjettperioden vil vi ved dei fleste høve late budsjettdrivarane konvergere frå M-punktet mot den langsiktige budsjettdrivaren. M-punktet kjem også til nytte seinare då vi skal gjere sensitivitetsanalysar av verdiestimatet på kort, mellomlang og lang sikt.

10.2 Budsjetteringa

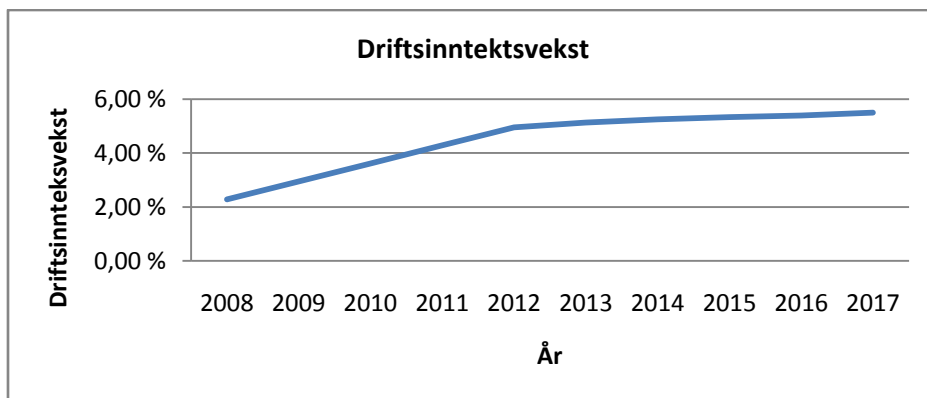
For å lage framtidsrekneskapen nyttar vi ein fem-stegsmodell. I denne modellen budsjetterar vi sju viktige budsjettdrivarar og nyttar dei i sjølve utarbeidinga av framtidsrekneskapen. Dei fem stega blir presentert i det følgjande.

Steg 1: Budsjettering av driftsinntektene

Den første budsjettdrivaren er vekst i driftsinntektene. Driftsinntektsveksten finn ein ved følgjande formel:

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

Som diskutert i kapittelet om vekst kan ikkje den langsiktige steady state-veksten til Synnøve Finden overstige den langsiktige veksten i verdsøkonomien. Vi konkluderte med at ein steady state-vekst på 5,5% ville vere rimeleg. Det vil sei at veksten konvergerar mot denne prosentsatsen i 2017. Vi ser det som sannsynleg at veksten vil auke til 4-5% rimeleg fort når dei strukturelle grepa for å sikre lønsemd er gjennomført. Vi antek difor ei konkav utvikling der vi nærmar oss steady state-vekst allereie i 2012 og med lineær utvikling mot endeleg steady state i 2017.



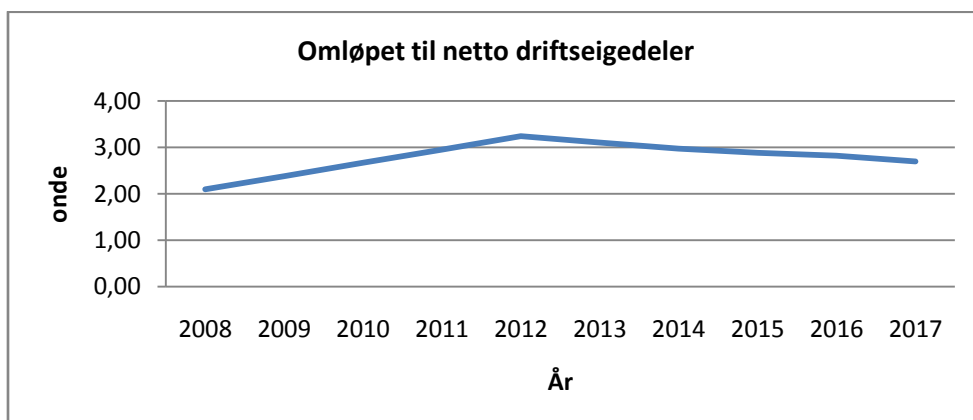
Figur 38 Forventa driftsinntektsvekst

Steg 2: Budsjettering av netto driftseigedeler

Budsjett drivaren for netto driftseigedeler er onde, omløpet til netto driftseigedeler. Dette blir kalkulert gjennom denne samanhengen:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_{t-1}}$$

Onde viser kor effektivt Synnøve Finden brukar netto driftseigedeler, og ein høg onde impliserar at tilgjengelege netto driftseigedelar skapar høg omsetnad. Vekta gjennomsnittleg onde for Synnøve Finden var i perioden 2001-2007 på 2,24. Det vil sei at omsetnaden er i snitt 2,24 gonger gjennomsnittleg netto driftseigedeler. Vi forventar at onde aukar dei første åra i budsjettperioden. Sidan Synnøve Finden har sterkt fokus på å effektivisere drifta er auka onde rimeleg å rekne med. Vi budsjetterar med at onde aukar til om lag 3,25 på i 2012 for å så konvergere mot snittet i bransjen på horisonten. Vekta historisk bransjesnitt har vi berekna til å vere 2,70.



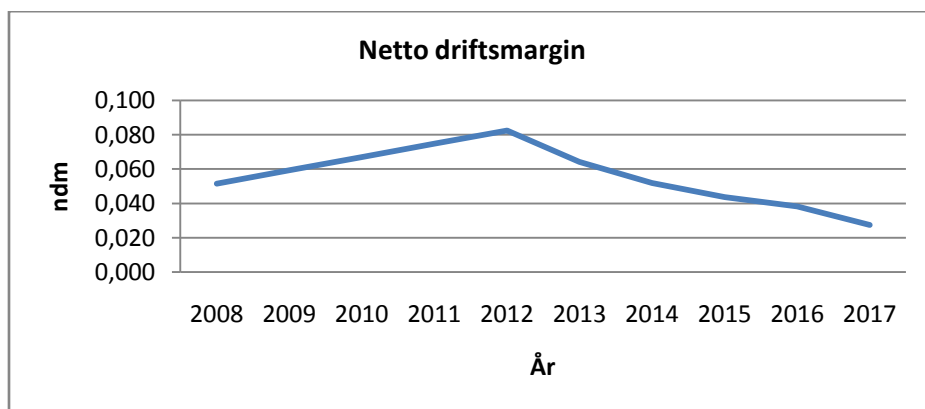
Figur 39 Forventa omløp til netto driftseigedeler

Steg 3: Budsjettering av netto driftsresultat

For å estimere framtidig netto driftsresultat budsjetterar vi først netto driftsmargin og deretter multipliserar den med driftsinntektene som vi allereie har estimert. Netto driftsmargin finn ein ved hjelp av følgjande formel:

$$NDR = ndm_t \times DI_t, \quad \text{eller } ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Historisk vekta gjennomsnitt for Synnøve Finden er om lag 1,4%. Som konsekvens av lønsemdfokuset vil Synnøve Finden sin netto driftsmargin antakeleg stige kraftig dei neste åra. Vi budsjetterar difor med jamn vekst i netto driftsmarginen mot 8,25% i 2012. Den høge netto driftsmarginen vil ikkje kunne oppretthaldast på lengre sikt utan å at konkurrentar vil prøve å få ein del av kaka. Netto driftsmarginen vil difor naturleg bli pressa ned igjen. Eit rimeleg utgangspunkt er at den vil konvergere mot bransjesnittet på 2,1%. På bakgrunn av den strategiske analysa ser vi det likevel som sannsynleg at Synnøve Finden vil kunne halde ein betydeleg høgare netto driftsmargin på horisonten enn bransjesnittet. I motsetnad til Tine har Synnøve Finden ein strategisk fordel gjennom å kunne snu organisasjonen raskt og sette i gang tiltak som får umiddelbar effekt. Dette gjev eit heilt anna utgangspunkt for å kunne maksimere lønsemd enn tungrodde Tine. Vi har difor satt Synnøve Finden sin langsiktig netto driftsmargin til 2,75%, noko vi meiner er eit rimeleg estimat. Vi let netto driftsmarginen konvergere i ei avtakande kurve frå 2012 til 2017. Bakgrunnen for dette at den høge netto driftsmarginen i 2012 vil skape hardare konkurransen, samt at fokuset går over frå lønsemd til vekst. Dette vil skape raskt fall i netto driftsmarginen dei første åra etter 2012.



Figur 40 Forventa netto driftsmargin

Steg 4: Budsjettering av netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er finansiell gjeld minus finansielle egedeler. Vi vel å analysere finansiell gjeld og finansielle egedelar separat i standefor samla. Som budsjett drivarar nyttar vi finansiell gjeldsdel (fgd) og finansiell egedelsdel (fed).

Finansiell gjeldsdel får ein frå følgjande samanheng:

$$FG_t = fgd_t \times NDE_t, \quad \text{eller } fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$$

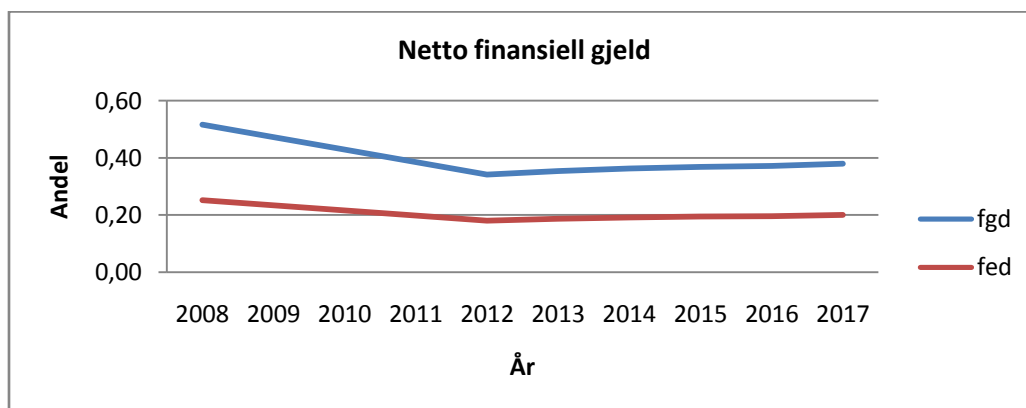
Finansiell gjeldsdel er andel finansiell gjeld av netto driftsegedeler. Bruk av finansiell gjeld vil på generell basis gje ekstra avkastning på eigarane sin eigenkapital, ved lønnsom drift. Dette er gitt at gjelda ikkje er så stor at det skapar finansielt stress. Synnøve Finden opplevde dette i 2007 då det var brot på covenants overfor Sparebank1. Det vart gjennomført emisjon sumaren 2007 og finansiell gjeldsdel var ved utgangen av året på historisk låge 56%. Vekta gjennomsnitt i perioden 2001-2007 var 89%. Ein rimeleg antakelse er at den finansielle gjeldsdelen til Synnøve Finden vil konvergere mot bransjesnittet på lang sikt. Bransjesnittet er 38%, noko som betyr at Synnøve Finden sin finansielle gjeldsdel skal vidare ned.

Finansiell egedelsdel blir rekna ut ved denne formelen:

$$FE_t = fed_t \times NDE_t, \quad \text{eller } fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Finansielle egedelsdel er andel finansiell egedeler av netto driftsegedeler. Synøve Finden si historiske finansielle egedelsdelen er ganske høg etter at vi har klassifisert selde verksemdar som finanspost i justeringa. Vekta gjennomsnitt i perioden 2001 – 2007 er på 0,4, noko som er betydeleg større enn bransjesnittet på 0,08. I 2007 har Synnøve Finden ein finansiell egedelsdel på 0,27. Mykje av dette er eigarposten i Cardinal Foods. Per i dag har vi ikkje valt å rekne denne eigarposten som driftsrelatert. Vi meiner Synnøve Finden ikkje er nok inne i Cardinal Foods til det. Det er likevel ikkje utenkeleg at Cardinal Foods vil bli ein viktig bidragsytar i drifta etter nokon år. Vi ser på denne moglegheita som ein opsjon og tek omsyn til dette i kapittelet om opsjonsprising. Difor vel vi å behalde ein høg finansiell egedelsdel og let denne konvergere mot 0,2.

Oppsummering av finansiell gjeldsdel og finansiell egedelsdel er gjort ved denne figuren:



Figur 41 Forventa utvikling i netto finansiell gjeld

Steg 5: Budsjettering av netto netto finanskostnad

Netto netto finanskostnad er netto finanskostnad minus netto finansinntekt vist ved denne formelen:

$$NFK_t - NFI = ngfr_t \times NFG_t - 1$$

Budsjettdrivaren til netto netto finansiell finanskostnad er netto finansiell gjeldsrentabilitet (ngfr). Det er vanlig praksis i verdsetjing å anta at framtidig netto netto finanskostnad vil vere lik kravet. Denne føresetnaden vil halde dersom kapitalmarknadane er velfungerande, samt at netto finansiell gjeld er balanseført til verkeleg verdi i finansrekneskapan. Vi antek altså i det følgjande at $ngfr = nfgk$. Vi vel også her separat budsjettering og handsamar difor netto finanskostnad og netto finansinntekt kvar for seg.

Netto finanskostnad og netto finansinntekt blir rekna ut på følgjande måte:

$$NFK_t = fgr_t \times FG_t - 1, \quad \text{der } fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_t - 1}$$

Netto finansinntekt

$$NFI_t = fer_t \times FE_t - 1, \quad \text{der } fer_t = \frac{NFI_t}{FE_t - 1}$$

, der fgr er finansiell gjeldsrentabilitet og fer er finansiell egedelsrentabilitet. Vi set fer og fgr lik respektive avkastingskrav og kan vidare rekne ut NFI og NFK ved å multiplisere med høvesvis FE og FG. Avkastingskrava blir rekna ut seinare i kapitlet.

10.3 Oppsummering av budsjettdrivarane

Gjennom fem steg har vi estimert sju budsjettdrivarar. Desse er presentert i tabellen under:

		2008	2009	2012	2017
Driftsinntektsveksten	div	0,023	0,029	0,050	0,055
Omløpet til netto driftseigedelar	onde	2,100	2,385	3,241	2,701
Netto driftsmargin	ndm	0,0516	0,0594	0,0825	0,0275
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,516	0,472	0,341	0,379
Finansiell egedelsdel	fed	0,252	0,234	0,180	0,200
Finansiell gjeldsrente	fgr	0,065	0,064	0,051	0,052
Finansiell egedelsrentabilitet	fer	0,056	0,057	0,052	0,052

Figur 42 Budsjettdrivarar

På grunnlag av desse budsjettdrivarane kan vi no rekne ut framtidsrekneskapen.

11 Framtidsrekneskapen

Framtidsrekneskapen inneholdt framtidresultat, framtidbalanse og framtidig fri kontantstrøm fra 2008 til 2020. Vi tek også med perioden 2018-2020 fordi desse åra blir nytta i verdsetjinga for å vere heilt sikker på at verksemda er i steady state. Framtidsrekneskapen er presentert i det følgjande.

11.1 Resultatrekneskapen i budsjettperioden

Framtidresultat

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
DI Driftsinntekter	849330	874362	905968	944766	991531	1042430	1097216
NDR = Netto driftsresultat	43860	51898	60764	70654	81801	66889	56994
NFI Netto finansinntekt	6149	5244	4045	3546	3124	3128	3583
NRS = Nettoresultat til sysselsatt kapital	50009	57142	64808	74201	84925	70017	60577
NFK - Netto finanskostnad	-14694	-12195	-9140	-7037	-5976	-5719	-7095
NRE = Nettoresultat til egenkapital	35315	44947	55669	67164	78949	64298	53482
FNR = Fullstendig nettoresultat til egenkapital	35315	44947	55669	67164	78949	64298	53482
NBU - Netto betalt utbytte	52812	56351	62408	70105	46208	38249	28547
= Endring i egenkapital	-17497	-11404	-6740	-2941	32741	26050	24935
UB EK	269803	258399	251660	248719	281460	307510	332445

Framtidresultat fortsetjing

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
DI Driftsinntekter	1155774	1218086	1285081	1355760	1430327	1508995
NDR = Netto driftsresultat	50619	46731	35340	37283	39334	41497
NFI Netto finansinntekt	4000	4388	4864	5235	5523	5826
NRS = Nettoresultat til sysselsatt kapital	54618	51119	40204	42518	44857	47324
NFK - Netto finanskostnad	-7768	-8356	-9152	-9850	-10391	-10963
NRE = Nettoresultat til egenkapital	46850	42762	31052	32669	34465	36361
FNR = Fullstendig nettoresultat til egenkapital	46850	42762	31052	32669	34465	36361
NBU - Netto betalt utbytte	22620	7264	11261	10011	10561	11142
= Endring i egenkapital	24230	35498	19790	22658	23904	25219
UB EK	356675	392173	411963	434621	458526	483744

11.2 Balansen i budsjettperioden

Framtidbalanse

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NDE NETTO DRIFTSEIGEDELAR	366583	339271	319663	305964	335656	369356	401227
FE +FINANSIELLE EIGEDELAR	92379	79390	69047	60581	60418	68946	76679
SSE =SYSSELSETTE EIGEDELAR	458962	418661	388710	366545	396074	438302	477906
EK Eigenkapital	269803	258399	251660	248719	281460	307510	332445
FG +Finansiell gjeld	189159	160261	137050	117826	114614	130792	145461
SSK =SYSSELSETT KAPITAL	458962	418661	388710	366545	396074	438302	477906

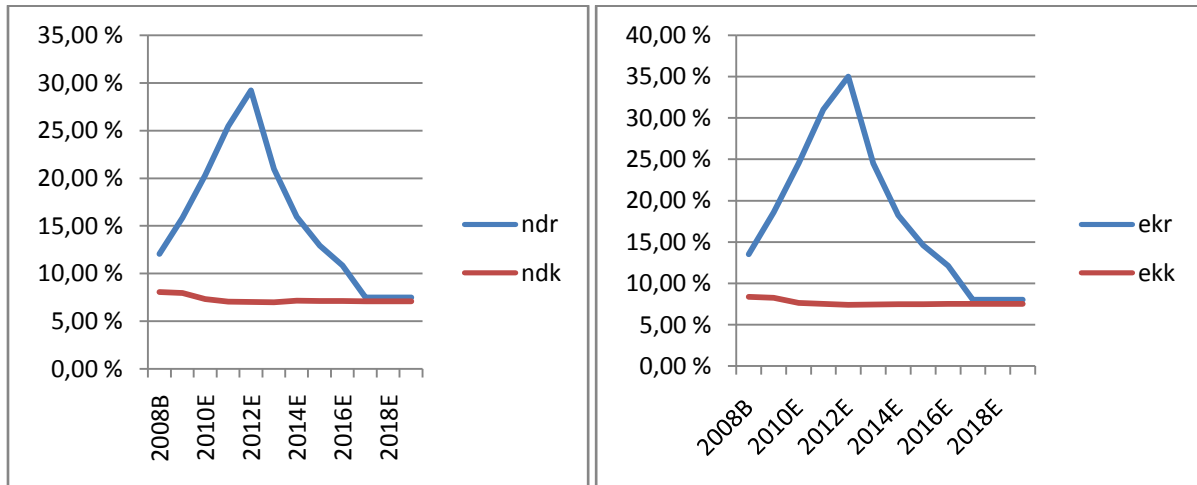
Framtidsbalanse forts.		2015E	2017E	2016E	2018E	2019E	2020E
NDE	NETTO DRIFTSEIGEDLAR	431855	475857	502029	529640	558771	589503
FE	+FINANSIELLE EIGEDLAR	83812	93291	100406	105928	111754	117901
SSE	=SYSSELSETTE EIGEDLAR	515667	569148	602435	635568	670525	707404
EK	Eigenkapital	356675	392173	411963	434621	458526	483744
FG	+Finansiell gjeld	158992	176975	190471	200947	211999	223659
SSK	=SYSSELSETT KAPITAL	515667	569148	602435	635568	670525	707404

11.3 Fri kontantstrøm i budsjettperioden

CASH FLOW		2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
NDR	Netto driftsresultat	43860	51898	60764	70654	81801	66889	56994
ΔNDE	-Endring i netto driftseigedlar	-37860	-27312	-19608	-13698	29692	33700	31871
FKD	=Fri kontantstrøm frå drift	81720	79210	80372	84353	52109	33190	25123
NFI	+Netto finansinntekter	6149	5244	4045	3546	3124	3128	3583
ΔFE	-Endring i finansielle eigedlar	-16821	-12990	-10342	-8466	-163	8528	7732
FKS	=Fri kontantstrøm til sysselsett kapital	104690	97443	94759	96366	55396	27789	20974
NFK	-Netto finanskostnad	-14694	-12195	-9140	-7037	-5976	-5719	-7095
ΔFG	+Endring i finansiell gjeld	-37184	-28897	-23211	-19224	-3212	16178	14669
FKE	=Fri kontantstrøm til eigenkapital	52812	56351	62408	70105	46208	38249	28547
NBU	=Netto betalt utbyte	52812	56351	62408	70105	46208	38249	28547

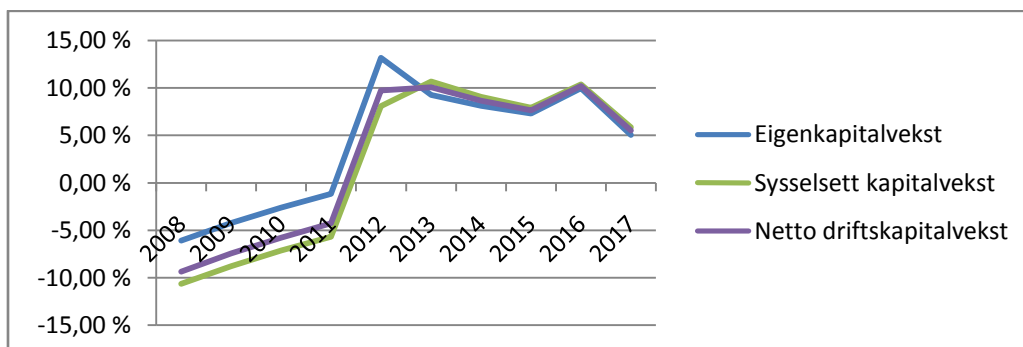
CASH FLOW forts.		2015E	2017E	2016E	2018E	2019E	2020E
NDR	Netto driftsresultat	50619	46731	35340	37283	39334	41497
ΔNDE	-Endring i netto driftseigedlar	30629	44001	26172	27612	29130	30732
FKD	=Fri kontantstrøm frå drift	19990	2730	9168	9672	10204	10765
NFI	+Netto finansinntekter	4000	4388	4864	5235	5523	5826
ΔFE	-Endring i finansielle eigedlar	7133	9479	7114	5522	5826	6146
FKS	=Fri kontantstrøm til sysselsett kapital	16857	-2362	6917	9384	9900	10445
NFK	-Netto finanskostnad	-7768	-8356	-9152	-9850	-10391	-10963
ΔFG	+Endring i finansiell gjeld	13531	17983	13496	10476	11052	11660
FKE	=Fri kontantstrøm til eigenkapital	22620	7264	11261	10011	10561	11142
NBU	=Netto betalt utbyte	22620	7264	11261	10011	10561	11142

11.4 Rentabilitetar



Som vi ser av rentabilitetane som er presentert i figurane ovanfor vil Synnøve Finden skape kraftig superrentabilitet i dei førstkomande åra både i drifta og til eigenkapitalen. Medan både netto driftskravet og eigenkapitalkravet held seg rimeleg stabilt, vil respektive rentabilitetar stige kraftig dei første åra for å så tilnærme seg kravet i steady state. Ndr gå mot nesten 30% i toppåret 2012, medan ekr vil stige til 35% same året. Denne gode lønsemda vil komme som ein konsekvens av restrukturering og effektivisering av drifta. Betre innkjøpsbetingelsar, betre samansett produktmiks og meir effektiv produksjon vil vere viktig bidragsytarar til å redusere driftskostnadene og dermed skape lønsemd. I tillegg vil ein betre gjeldsstruktur bidra til lønsemd. Dette ser vi ved at eigenkapitalrentabiliteten er høgare enn driftsrentabiliteten i heile perioden. Synnøve Finden vil altså klare å skape positiv effekt av gjeldsbruken (netto finansiell gearing). Fullstendig analyse av framtidig rentabilitet er vedlagt i vedlegg 9.

11.5 Vekst i framtidsrekneskapen



Figur 43 Framtidig vekst

I Figur 43 er veksten i egenkapitalen, sysselsett kapital og netto driftskapital presentert. Alle kapitalane har negativ vekst dei fire første åra. Bakgrunnen for dette er for det første neddimensjonering av netto driftseigedeler som følge av effektivisering og rasjonalisering. For det andre vil Synnøve Finden fokusere på vidare nedbetaling av gjeld. I 2013 er Synnøve Finden igjen moden for vekst og vil investere i nye netto driftseigedelar samt ta opp meir gjeld for å finansiere auka vekst.

11.6 EPS

EPS er "Earnings Per Share" eller forventta fortjeneste per aksje. Dette er eit veldig vanleg forholdstal blant finansanalytikarar og er nyttig ved fundamental verdsettjing.

$$EPS = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Tidsvege gjennomsnitt av utestående aksjar}}$$

Finansavisen presenterar til ei kvar tid konsensusestimat for kommande to års EPS. I tabellen under er konsensusestimata og våre estimat for 2008 og 2009 er samanlikna:

	2008E	2009E
Konsensusestimat	1,59	2,73
Vårt estimat	1,64	2,09
Differanse	-0,05	0,64

Tabell 27 EPS-estimat; vårt vs konsensus

Vi ser at per 19.mars 2007 har vi omtrent det same estimatet som konsensus for 2008, medan estimatet vårt for 2009 er noko lågare. Dette underbygger i det store og heile vårt estimat.

12 Framskriving av avkastingskrav

Før vi kan starte med verdsettjninga må vi nå framskrive avkastingskrava. Nærare bestemt treng vi krava til eigenkapitalen, netto finansiell gjeld, netto driftskapital, sysselsett kapital og driftseigenkapitalkravet. Sidan krava skal nyttast for framtida må dei vere framoverskodande. Framtidskrava blir rekna ut på same måte historiske tal, men nokre variablar må handterast forskjellig for å blir framoverskodande. Dette vil vi komme tilbake til undervegs.

Avkastingskrava blir framskrive til steady state i 2017 og vil vere uendra etter dette i evig tid.

12.1 Eigenkapitalkravet

For å estimere eigenkapitalkravet nyttar vi kapitalverdimodellen (CAPM) som blei presentert i kapittelet om avkastingskrav. For å berekne historiske krav nytta vi følgjande formel:

$$ekk = r_f + (r_m - r_f) * \beta + (\lambda)$$

, der

R_f = risikofri rente

$(r_m - r_f)$ = marknadspremien

β = betaverdi

λ = illikviditetspremie

Frå og med 2006 blei det i Noreg innført utbyteskatt på utbyte betalt til personlege skatteytarar. For framtida må vi også ta omsyn til utbyteskatt. Sidan dette ikkje blir teke omsyn til i rekneskapen må eigenkapitalkravet justerast. Formelen under viser kapitalverdimodellen justert for effektive utbyteskatt:

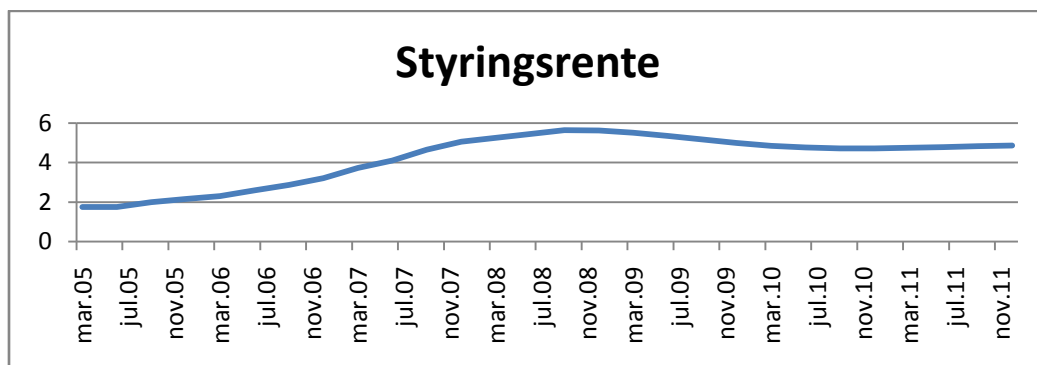
$$ekk = ((r_f + (r_m - r_f) * \beta + (\lambda)) / (1-t)), \text{ der } t \text{ er effektiv utbytesats}$$

Vi vil i det følgjande analysere dei enkelte delane som inngår i eigenkapitalkravet, altså forventa utvikling i risikofri rente, risikopremien i marknaden, betaverdi, illikviditetspremie og effektiv utbyteskatt.

12.1.1 Risikofri rente

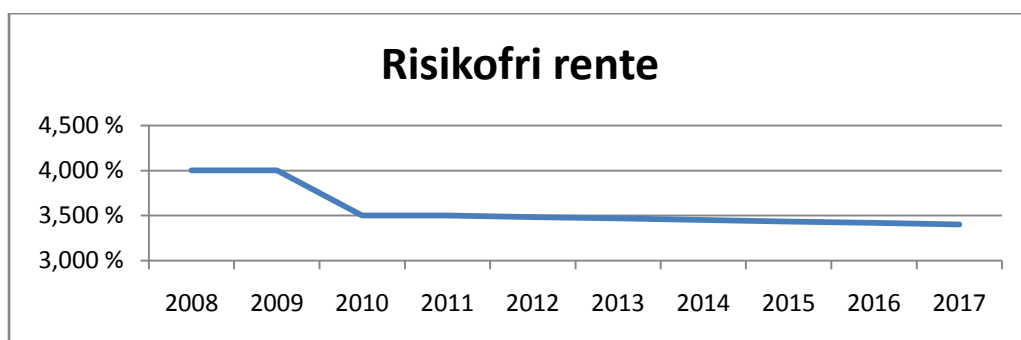
Dei norske rentene har stige kraftig dei siste to-tre åra som konsekvens av Noregs Bank sine hevingar av styringsrenta. Figuren under viser Noregs Bank si forventa rentebane på

styringsrenta fram til utgangen av 2011. Det er forventa at rentene skal fortsette å stige fram til september 2008 med ei styringsrente på 5,63% som toppnivå. Nivået på styringsrenta er deretter estimert til å synke jamt til rundt 4,75% i juni 2010 for å så halde seg rimeleg stabilt ut 2011.



Figur 44 Noregs bank si forventa styringsrente

Risikofri rente estimerast som 90% av 3 månadars NIBOR etter 28% skatt. I 2007 var den risikofrie renta på 3,21%. Vi føreset at vidare at utvikling i risikofri rente vil følgje Noregs Bank sine predikasjonar på styringsrenta. På dette grunnlaget set vi risikofri rente til 4% i 2008 og 2009, og 3,5% i 2010 og 2011. Etter 2011 må den risikofrie renta framskrivast mot ein fornuftig verdi i steady state. Vi antek at risikofri rente returnerar lineært til det historiske 10-års gjennomsnittet som er berekna til å vere 3,4%. Til oppsummering får vi altså denne utviklinga i risikofri rente:



Figur 45 Forventa risikofri rente

12.1.2 Eigenkapitalbeta

Best practice for å estimere historisk gjennomsnitt blir gjort ved å analysere kursdata dei fem siste åra. Denne har vi estimert til 0,63 etter Merill Lynch-justering. I eit framoverskodande perspektiv vil beta basert på fem år tilbake i tid legge for mykje vekt på historia og for lite på dagens risikobilete. Beta estimert på bakgrunn av månadlege observasjonar 36 månadar bak i

tid gjev oss eit betre framoverskodande estimat¹⁰¹. Også her blir beta justert med ein tredjedels vekt mot 1. Utrekna framoverskodande eigenkapitalbetaen for Synnøve Finden er 0,67. Utrekningane i SPSS og i Excel er presentert i vedlegg 10.

12.1.3 Risikopremien i marknaden

Historisk er gjennomsnittleg risikopremie i Noreg om lag 5,1% etter skatt¹⁰². Dette er lågt samanlikna med internasjonale marknader. Når ein fjernar dei 10% høgaste og 10% lågaste åra i analysen får ein gjennomsnittleg historisk risikopremie på Oslo Børs på 6,5%¹⁰³. Det er naturleg å tru at risikopremien i Noreg vil auke i framtida som konsekvens av internasjonal påverknad og diversifisering. Vi nyttar difor det historiske trimma gjennomsnittet på 6,5% som beste estimat på framtidig risikopremie. Dette meiner vi er framoverskodande og mest relevant for framtida.

12.1.4 Illikviditetspremie

Vi drøfta Synnøve Finden sin illikviditetspremie i eit historisk perspektiv i kapittelet om avkastingskrav. Der konkluderte vi med at det var ingen grunn for illikviditespremie med bakgrunn i omsetningstala i aksjen. Aksjen til Synnøve Finden er lista på OB Match. Aksjar på OB Match er dei som har fleire enn ti handlar i gjennomsnitt kvar dag¹⁰⁴. Vi ser i skrivande stund ingen grunn til at Synnøve Finden sin posisjon i finansmarknaden skal endre seg merkbar i framtida. Dette vil vidare sei at vi også i framtida ikkje vurderar grunn til å legge på illikviditetspremie på eigenkapitalkravet.

12.1.5 Utbyteskatt

Frå og med 2006 blei det innført utbyteskatt på 28% på utbyte betalt til personlege skatteytarar. Det vil sei at total skatt etter regelen blei innført blir selskapsskatt + utbyteskatt, altså $28\% + (100-28\%) \times 28\% = 48,16\%$. Sidan dette ikkje blir ivareteke gjennom finansrekneskapen må ein som tidlegare nemnt justere kravet med utbyteskatten. Sidan denne regelen kun gjeld for personlege skatteytarar og ikkje selskap, vil den effektive utbyteskattesatsen blir langt lågare enn 28%. Sidan selskap ofte reinvesterer utbyte i staden for å ta det ut på personleg hand umiddelbart, vil skatten bli utsett og soleis effektivt bli

¹⁰¹ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

¹⁰² Thore Johnsen

¹⁰³ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

¹⁰⁴ www.dn.no

reduisert. Det var utstrakt grad av skattetilpassing i forbindelse med at regelen blei innført i 2006 i form av oppretting av holdingselskap. For ein marginal investor vil difor effektiv utbyteskatt i steady state antakelege ligge i intervallet 0% til 6%, der 3% er ein rimeleg antakelse¹⁰⁵. Vi let konvergeringa skje lineært frå 0% i 2008 til 3% i steady state-året 2017.

12.1.6 Oppsummering eigenkapitalkrav

I Tabell 28 er dei framtidige eigenkapitalkrava oppsummert.

Eigenkapitalkrav- ekk	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Risikofri rente etter skatt	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
+Justert beta	0,67	0,65	0,63	0,61	0,59	0,59	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
x risikopremie etter skatt	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+Likviditetspremie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=Eigenkapitalkrav før eus	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
/(1- effektiv utbyteskatt)	1,000	0,997	0,993	0,990	0,987	0,983	0,980	0,977	0,973	0,970	0,970	0,970
= Eigenkapitalkrav etter eus	0,084	0,082	0,076	0,075	0,074	0,074	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075

Tabell 28 Framtidig eigenkapitalkrav

12.2 Andre framtidskrav

I Tabell 29 er framtidig rating og forskjellige avkastingskrav presentert. Sidan vi allereie har vist metodikken for rekne ut dei forskjellige avkastingskrava i kapitlet om avkastingskrav, går vi ikkje grundig gjennom dette her. Fullstendige utrekningar og presentasjon er derimot å finne i vedlegg 11.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	A	AA/A	A	A/BBB	A/BBB	A/BBB	BBB
Eigenkapitalkrav etter eus	8,36 %	8,24 %	7,63 %	7,52 %	7,41 %	7,44 %	7,47 %	7,49 %	7,51 %	7,54 %
Finansielt gjeldskrav	6,49 %	6,45 %	5,70 %	5,13 %	5,07 %	4,99 %	5,42 %	5,34 %	5,26 %	5,17 %
Finansielt eignedelskrav	5,63 %	5,68 %	5,09 %	5,14 %	5,16 %	5,18 %	5,20 %	5,22 %	5,24 %	5,21 %
Netto finansielt gjeldskrav	7,31 %	7,20 %	6,32 %	5,13 %	4,98 %	4,78 %	5,68 %	5,48 %	5,28 %	5,12 %
Netto driftskrav	8,08 %	7,99 %	7,35 %	7,08 %	7,02 %	7,00 %	7,16 %	7,14 %	7,12 %	7,10 %
Krav til sysselsett kapital	7,59 %	7,55 %	6,95 %	6,75 %	6,73 %	6,71 %	6,85 %	6,83 %	6,81 %	6,79 %
Driftseigenkapitalkrav	9,78 %	9,38 %	8,58 %	8,29 %	8,02 %	8,10 %	8,15 %	8,19 %	8,22 %	8,28 %

Tabell 29 Framtidig rating og avkastingskrav

Kravet til eigenkapital, netto driftskapital, sysselsett kapital og driftseigenkapitalkrav blir i verdsetjinga nytta til å diskontere ned kontantstraumar til respektive kapitalar. Dette kjem vi vidare inn på i neste kapittel. Finansielt gjeldskrav, finansielt eignedelskrav og netto finansielt gjeldskrav nyttast til å rekne ut kravet til netto driftskapital og sysselsettkapital, samt blir nytta

¹⁰⁵ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

som estimat på framtidig finansiell gjeldsrentabilitet, finansiell egedelsrentabilitet og netto finansiell gjeldsrentabilitet (ref. kapitlet om budsjettering og framskrivning steg 5).

Av tabellen kan vi sjå at alle krava synk i løpet av dei første åra for å så stige igjen frå rundt 2013. Forklaringa av fallet fram mot 2012 er først og fremst fallande risikofri rente, men også gjeldsreduksjon og betre rating. Grunnen til at krava stig noko igjen mot 2017 er at Synnøve Finden må ta opp meir gjeld for å finansiere vidare vekst. Dermed vil risiko (beta) auke, og ratinga bli svakare.

13 Fundamental verdsetjing

13.1 Kapital

Når vi skal foreta ei fundamental verdsetjing er det forskjellige kapitalar å ta utgangspunkt i; eigenkapital, sysselsett kapital og netto driftskapital. For å få best mogleg grunnlag for det endelege verdiestimatet vil vi verdsette Synnøve Finden ved bruk av alle dei nemnde kapitalane. Ved eigenkapitalmetoden blir eigenkapitalen verdsett direkte. Sysselsett kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden er to forskjellige totalkapitalmetodar. Ved totalkapitalmetodane blir eigenkapitalen verdsett indirekte. Det vil sei at vi først finn verdien på selskapskapitalen for å så trekke i frå tilhøyrande gjeld. I tillegg til dei tre nemnde metodane vil vi også føye til ein fjerde metode; driftseigenkapitalmetoden. Alle metodane vil gje same verdi dersom avkastingskrava til totalkapitalen er vekta med verkelege verdier. Sidan vi ikkje har informasjon om kva dei verkelege vektene er, har vi brukt budsjetterte vekter. Dette vil slå skeivt ut, og verdsetjing ved hjelp av dei forskjellige kapitalane vil gje forskjellige estimat. Vi må difor gjere ei sekvensiell oppdatering av vektene etter verdsetjinga er gjennomført.

13.2 Verdsetjingsmodellar

Det er fleire modellar som nyttast i fundamental verdsetjing, mellom anna dei fire som er presentert under. Det er verdt å merke at alle metodane tek utgangspunkt i dei same tala, men brukar dei på forskjellig måte og har forskjellig fokus. Dersom modellane blir brukt konsistent skal dei altså gje nøyaktig same svar.

1. Netto betalt utbytte-modellen

NBU-modellen verdset eigenkapital ved å diskontere forventa netto betalt utbytte i framtida med eigenkapitalkravet.

2. Fri kontantstraum-modellen

Fri kontantstraum-modellen verdset ein kapital ved å diskontere til høyrande forventa fri kontantstraum i framtida. For fri kontantstraum til eigenkapitalen blir eigenkapitalen verdsett direkte. For fri kontantstraum til totalkapital verdset vi først totalkapitalen for å så finne verdien av eigenkapitalen ved å trekke frå tilhøyrande gjeld.

3. Superprofitt-modellen

Superprofitt-modellen tek utgangspunkt i ein balanseførd kapital (for eksempel eigenkapital i EK-metoden) og finn i tillegg verdien av framtidige superprofittar, altså resultat utover kravet til kapitalen. Ved superprofitt til eigenkapitalen blir eigenkapitalen verdsett direkte. Ved superprofitt til total Kapital blir eigenkapitalen verdsett indirekte gjennom å trekke frå tilhøyrande gjeld.

4. Superprofittvekst-modellen

I superprofittmodellen blir første års nettoresultat til ein kapital (for eksempel NRE i EK-metode) kapitalisert ved å dividere på avkastingskravet. I tillegg blir framtidig kapitalisert vekst i superprofitt addert. Også her blir eigenkapitalen funne direkte gjennom eigenkapitalmetode og indirekte gjennom total Kapitalmetode.

Netto betalt utbytte er identisk med fri kontantstrøm til eigenkapitalen. Dette gjer at desse to modellane vil bli identiske både i utforming og i resultat. Vi presenterar difor berre fri kontantstrøm til eigenkapitalen i denne oppgåva.

13.3 Oppsummering av metodar og kapital

Gjennom tre forskjellige metodar skal vi altså verdsette eigenkapitalen gjennom tre forskjellige kapitalar. I tillegg kjem driftseigenkapitalmetoden som berre blir verdsett gjennom fri kontantstrømmodellen. Totalt gir dette oss ti metodar vist i tabellen under:

	Fri kontantstrøm	Superprofitt	Superprofittvekst
Eigenkapital	EK-metoden	SPE-metoden	Δ SPE-metoden
Netto driftskapital	NDK-metoden	SPD-metoden	Δ SPD-metoden
Sysselsett kapital	SSK-metoden	SPS-metoden	Δ SPS-metoden
Driftseigenkapital	DEK-metoden		

Som tidlegare presisert skal vi nå verdsette Synnøve Finden ved hjelp av fleire teknikkar og kapitalar, noko som gjev totalt 10 verdsetjingar. Sidan alle metodane er forholdsvis like i utforming viser vi kun verdsetjing med kontantstrøm og superprofitt frå eigenkapitalen. Dei andre utrekningane er å finne i vedlegg 12 .

13.4 Fri kontantstrøm til egenkapital- modellen

I FKE- modellen blir egenkapitalen verdsett gjennom å diskontere framtidige

kontantstrømmer til egenkapitalen (FKE). Verdien blir kalkulert ved følgende formel:

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

I første leddet blir kontantstrømmene til EK fram til T diskontert og summert. Det andre leddet er horisontverdien. I horisontleddet kapitaliserer vi fri kontantstrøm til egenkapitalen med steady state-kravet justert for steady state-vekst, og diskonterer uttrykket til dagens verdi. Vi bruker periode T+1 som horisont for å være heilt sikker på at Synnøve Finden er i steady state. Verdsettjninga er presentert i Tabell 30.

EK- metoden (frå egenkapital)													
År	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cash flow		52812	56351	62408	70105	46208	38249	28547	22620	7264	11261	10011	10561
Krav (ekk)		0,084	0,082	0,076	0,075	0,074	0,074	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075
Vekst (ekk)													0,055
Diskonteringsfaktor		1,084	1,173	1,262	1,357	1,458	1,566	1,683	1,810	1,945	2,092	2,250	2,419
Horisontverdi													518728
Diskontert		48738	48045	49439	51651	31696	24419	16958	12500	3734	5383	4450	230578
Verdi av EK	527590												
Ingen fråtrekk	0												
Tal aksjar	21 500 000												
Verdi per aksje	24,54												

Tabell 30 EK-metoden

Med egenkapitalmetoden for vi eit verdiestimat på Synnøve Finden på 24,54.

13.5 Superprofitt til egenkapital-metoden

Vi finn verdien av egenkapitalen ved SPE-metoden gjennom denne formelen:

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

Første leddet er bokført egenkapital. Andre leddet er noverdien av superprofitt fram til steady state. Tredje og siste leddet er horisontverdien som er diskontert uendeleg superprofitt

frå periode T+1. Også her brukar vi T+1 som horisont for å vere sikker på at Synnøve Finden er i steady state.

SPE-metoden gjev følgjande verdiestimat:

SPE- modellen (Superprofittmodellen frå eigenkapital)													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NRE		35315	44947	55669	67164	78949	64298	53482	46850	42762	31052	32669	34465
EK t-1	287300	269803	258399	251660	248719	281460	307510	332445	356675	392173	411963	434621	
ekk		0,084	0,082	0,076	0,075	0,074	0,074	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075
Disknteringsfaktor		1,084	1,173	1,262	1,357	1,458	1,566	1,683	1,810	1,945	2,092	2,250	2,419
Superprofitt		11299	22715	35963	48234	60523	43345	30505	21940	15976	1498	1623	84107
Vekst													0,055
Diskontert verdi		10427	19367	28489	35537	41516	27672	18121	12125	8212	716	721	37386
Bokført EK	287300												
Verdi SPE	240290												
VEK	527590												
Tal aksjar	21 500 000												
Verdi per aksje	24,54												

Verdiestimatet er som venta lik det vi fekk ved fri kontanstrømmetoden, altså 24,54. Det bekreftar at vi har konsistent bruk av modellane.

13.6 Superprofittvekst- modellen (Δ SPE-modellen)

Verdiestimatet på eigenkapitalen ved Δ SPE-modellen finn vi ved denne formelen:

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

Det første leddet er kapitalisering av NRE_1 . Dette er den teoretisk rette verdien av Synnøve Finden under føresetnad av ingen vekst i nettoresultatet i all framtid. Dette blir i finansverda kalla Assets in place. Det andre leddet inneheld framtidig vekst. Dette leddet blir i finansteorien kalla PVGO (Present value of Growth Opportunities). PVGO er kapitalisert framtidig vekst i superprofitt, eller avkastning utover kravet til eigenkapitalen.

I Δ SPE- modellen brukar vi T+2 som horisont for å sikre at vi er i steady state. I tabellen under er utrekningane presentert.

Superprofittvekstmodellen													
ΔSPE													
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NRE	35315	44947	55669	67164	78949	64298	53482	46850	42762	31052	32669	34465	36361
EK T-1	287300	269803	258399	251660	248719	281460	307510	332445	356675	392173	411963	434621	458526
ekk	0,084	0,082	0,076	0,075	0,074	0,074	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075
Diskonteringsfaktor	1,084	1,173	1,262	1,357	1,458	1,566	1,683	1,810	1,945	2,092	2,250	2,419	2,602
Superprofitt	11299	22715	35963	48234	60523	43345	30505	21940	15976	1498	1623	1712	1807
ΔSuperprofitt justert for endring i ekk		11441	13492	12647	12826	-16809	-12588	-8388	-5838	-14467	138	102	5305
Vekst													0,055
Diskontert verdi av Δsuperprofitt		10559	11504	10019	9449	-11530	-8036	-4983	-3226	-7436	66	46	2358
Asset in place	422464												
PVGO	105126												
VEK	527590												
Tal aksjar	21 500 000												
Verdi per aksje	24,54												

Tabell 31 Superprofittmodellen

Verdien per aksje på 24,54 er lik med verdiestimatet som er estimert gjennom EK-modellen og SPE- modellen. Dette er som venta og viser konsistent bruk av alle tre modellane.

13.7 Oppsummering av alle verdiestimata

I Tabell 32 oppsummerar vi alle verdiestimata. Dei forskjellige metodane gjev forskjellig estimat sidan vi bruker budsjetterte vektorer i avkastingskrava, og vi må difor konvergere verdiestimata gjennom å iterativt oppdatere vektene.

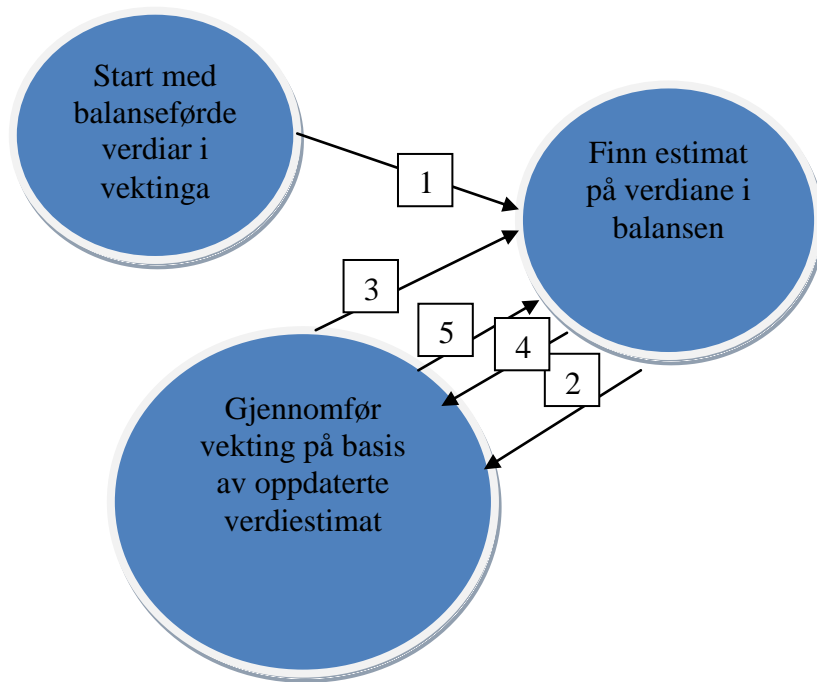
Verdiestimatet				
	FK- modell	SP- modell	ΔSP-modell	Snitt
Eigenkapitalmetoden	24,54	24,54	24,54	24,54
Netto driftskapitalmetoden	25,21	25,21	25,21	25,21
Syssetsett kapitalmetoden	26,02	26,02	26,02	26,02
FKED- modellen	23,62			23,62
Snitt				24,85

Tabell 32 Oppsummering av verdiestimata

13.8 Konvergering av verdiestimata

Dersom dei forskjellige verdsettjingsmetodane er brukt konsistent skal dei i utgangspunktet gje same svar. Dette gjeld likevel berre dersom avkastingskrava er vekta på bakgrunn av verkelege vektorer og ikkje budsjetterte. Som tidlegare presisert har vi brukt budsjetterte vektorer. For å kompensere for dette må vi gjennomføre i sekvensiell oppdatering av vektene. Når vi gjennomfører dette vil verdiestimata frå dei forskjellige verdsettjingsmetodane konvergere mot kvarandre og vi vil til slutt sitte igjen med kun eitt verdiestimat. Vi nyttar

eigenkapitalestimatet vi har komme fram til i verdsetjinga så langt og erstattar bokført eigenkapital med det nye estimatet. Dette er eit godt estimat på verkeleg verdi og er mykje nærare enn den bokførte kapitalen. Vidare kan vi oppdatere resten av framtidsrekneskapen på bakgrunn av den ”nye” eigenkapitalen. Dette gjev så nye krav med meir korrekte vektor. Prosessen blir så gjenteken fleire gonger til dei forskjellige metodane gjev likt verdiestimater. Prosessen er vist under.



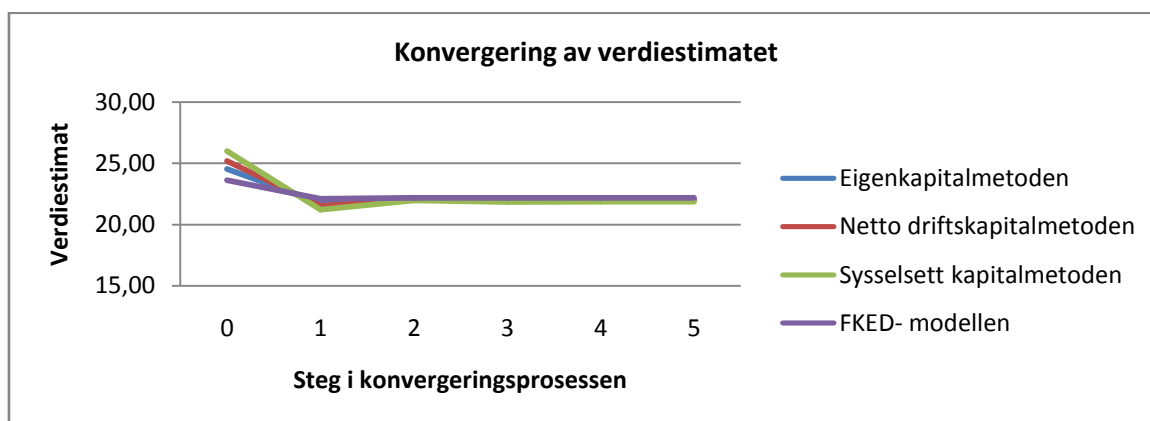
Sekvensiell oppdatering av vektene

1. Bruk estimert verdi av eigenkapitalen og oppdater framtidsrekneskapen i år 0. Dette er altså gjennomsnittleg verdi av alle metodane som er brukt.
2. Auken/minken i eigenkapitalen blir også lagt til netto driftskapital.
3. Netto driftsresultat i år 1 i framtidsrekneskapen blir rekna ut ved multiplisere NDE_{t-1} med ndk_t . Endring i netto driftseigedeler er driftsresultat minus fri kontantstraum frå drift.
4. Netto driftseigedelar i år 1 er inngåande verdi minus endring i netto driftseigedelar.
5. Eigenkapitalen år 1 er lik balanseført eigenkapital pluss meirverdi i nettodriftseigedelar.

Denne prosessen gjennomførast så over heile budsjettperioden. Når dette er gjort får vi nye verdiestimater på dei forskjellige metodane. Gjennomsnittet av verdiestimata blir så den nye eigenkapitalen i år 0. Så blir heile prosessen gjenteke på nytt.

13.9 Konvergering av verdiestimatata til Synnøve Finden

Vi har gjennomført prosessen som er beskrevet over på Synnøve Finden sine verdiestimat. Som estimat på verkeleg verdi på eigenkapitalen nytta vi gjennomsnittet av alle metodane. I første steg er det med andre ord kroner 24,85 per aksje. I Figur 46 er konvergeringsprosessen illustrert.



Figur 46 Konvergering av verdiestimatet

Verdiestimatet i alle metodane fell raskt og etter steg 2 er alle omlag heilt like. I steg 5 stoppar prosessen sidan gjennomsnittet ikkje endrar seg frå steg 4 til 5. Etter konvergeringsprosessen er eigenkapitalverdien lik 22,03 per aksje per 31.12.2007. Dei oppdaterte vektene og avkastingskrava er presenterte i vedlegg 13.

13.10 Uvisse i verdiestimatet

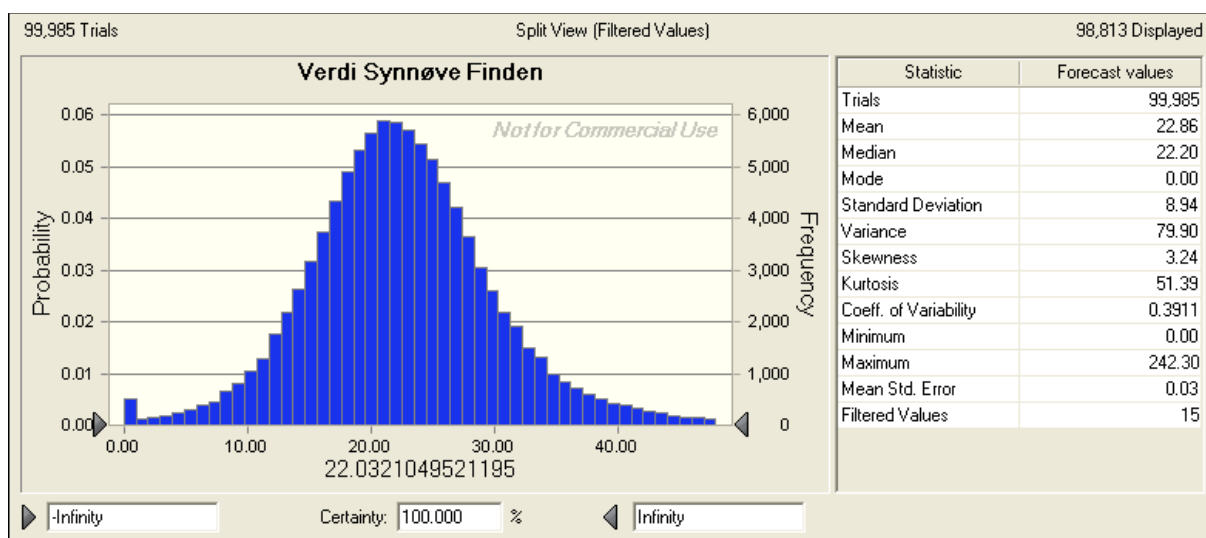
Verdiestimatet på kroner 22,03 (per 31.12.08) for aksjen til Synnøve Finden er høgst usikkert. Verdidirvarane og krava er basert på våre beste estimat utifrå analysar og teoretiske føresetnader, noko som ikkje naudsynt vil stemme med kva det faktisk blir i framtida. For å belyse denne problematikken skal vi i det følgjande analysere uvisse i verdiestimatet. Dette har vi gjort det å utøre sensitivitetsanalysar, både manuelt i Excel og ved å køyre ei Monte Carlo-simulering i Crystal Ball¹⁰⁶. Sensitivitetsanalyse er å synleggjere uvisse i verdiestimatet gjennom å endre kritiske budsjett- og verdidirvarar og sjå korleis dette slår ut i verdiestimatet¹⁰⁷. Med kritiske budsjett- og verdidirvarar meiner vi budsjettidirvarane i framtidrekneskapen og dirvarane av avkastingskrava. Vi har analysert effekten av netto

¹⁰⁶ Tilleggsprogram til Microsoft Excel. www.decisioneering.com

¹⁰⁷ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

driftsmargin, omløpet til NDE, driftsinntektsveksten, risikofri rente, egenkapitalbeta, effektiv utbyteskatt og marknadspremien. Vi skal i det følgende presentere dei mest sensitive faktorane i verdsetjinga. Fullstendig sensitivitetsanalyse i Excel er å finne i vedlegg 14, medan analyse, input og framgangsmåte for Monte Carlo-simulering i Crystal Ball er å finne i vedlegg 15.

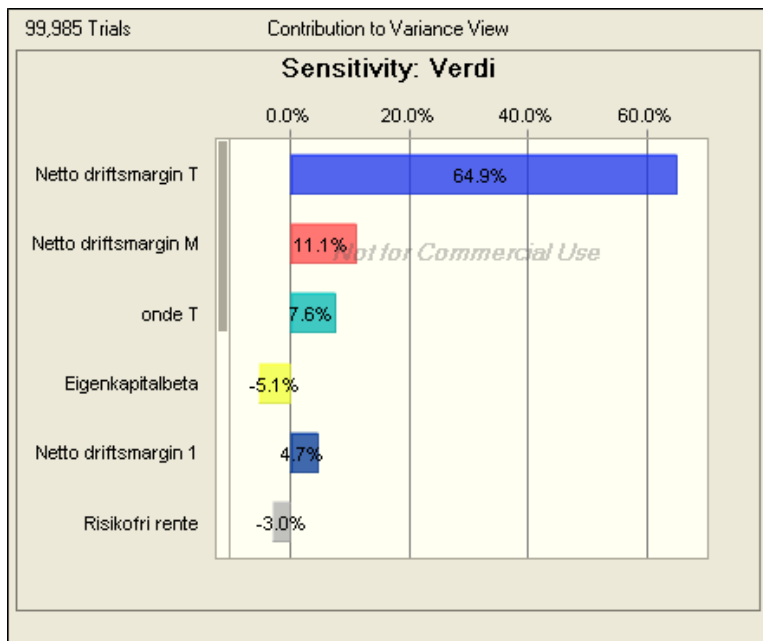
Ved å køyre dei viktigaste verdidrivarane gjennom ei Monte Carlo-simulering kan vi utføre eit stort tal tilfeldige trekningar og vise moglege utfall av prisestimatet. Vi har køyrt 10 000 trekningar på verdidrivarane nemnd ovanfor.



Figur 47 Simulering av verdiestimat

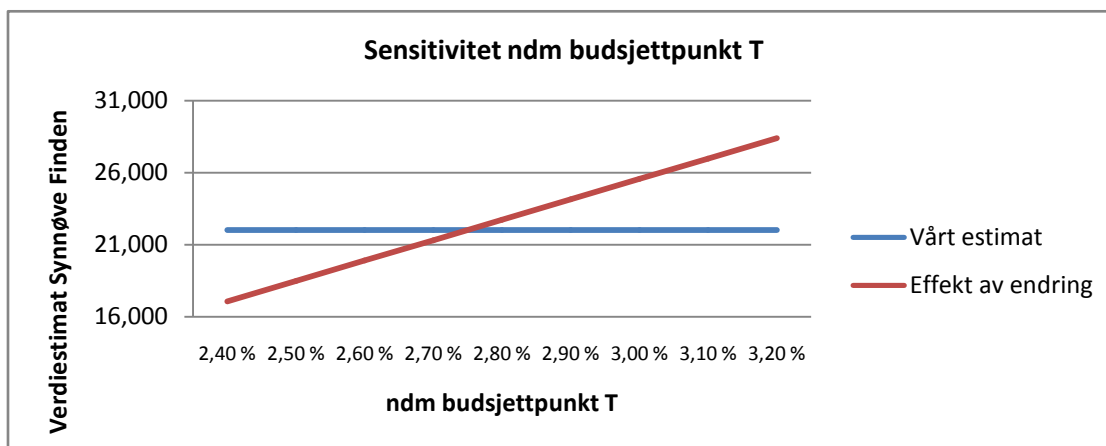
I Figur 47 er resultatet av simuleringa vist. Resultatet frå Crystal Ball gjev ein mean på 22,86 som er den mest sannsynlege verdien på aksjen til Synnøve Finden ifølge Crystal Ball. Dette høver rimeleg bra med vårt estimat på 22,03. Vi har også estimert oppside- og nedsiderisiko. På oppsida er det 20,8% sannsynleg at vi får ein høgare aksjekurs enn 28 kroner. På nedsida er det 13,8% sannsynleg at prisen kryp under 15. Konkursrisikoen har vi berekna til 0,424%. Dette er lik ein rating på BB/BBB, noko som stemmer rimeleg overens med vår rating på BBB for 2008.

Vidare gjev Monte Carlo-simuleringa i Crystal Ball oss ei sensitivitetsanalyse og rangering av dei forskjellige budsjett- og verdidrivarane etter kor sensitive dei er.



Figur 48 Sensitivitetsanalyse Crystal Ball

Netto driftsmarginen på tidspunkt T er heilt klart den faktoren verdiestimatet er mest sensitiv for. Den bestemmer heile 64,9% av variasjonane. Vidare er også netto driftsmargin i år M (2012), altså midt i budsjettperioden viktig for utfallet med sine 11,1%



Figur 49 Sensitivitet ndm budsjettpunkt T

Vi ser av våre egne utrekningar (Figur 49) at endringar i netto driftsmargin på budsjettpunkt T gjev betydelege utslag på verdiestimatet. Verdiestimatet endrar seg 1,4 kroner per 0,1 prosentpoengs vekst ein legg til grunn. På mellomlang sikt er det langt mindre drastiske følger. Dersom ndm blir endra med 0,1 prosentpoeng i budsjettpunkt M vil verdiestimatet endre seg med om lag 0,13 kroner.

Generelt kan vi oppsummere med at verdiestimatet er mykje meir sensitivt overfor langsiktige budsjett- og verdidrivarar enn for kort- og mellomlangsiktige. Dette har med å gjere at dei

langsiktige budsjett- og verdidrivarane gjeld frå år 2017 og til evig tid. Soleis får endring i desse større effekt.

Netto driftsmarginen er den drivaren som gjev dei største utslaga. Verdiestimatet er også ganske sensitivt for endring i omløpet til netto driftseigedelane, i alle høve på lang sikt. Resten av budsjett- og verdidrivarane har moderat effekt på lang sikt.

14 Realopsjon

I moderne verdsetjingsteori er det brei semje om at fundamental verdsetjing i mange tilfeller gjev eit for lågt verdiestimat. Grunnen til dette er at det ikkje blir teke høgde for leiinga sin fleksibilitet til å gjere strategiendringar og tilpasse seg utviklinga i marknaden. I fundamental verdsetjing blir kun verdien av forventa utvikling identifisert, eller også kalla den statiske verdien. Denne verdien er basert på at leiinga held seg passiv og ikkje gjer særlege endringar i prosjektporteføljen. Ei god leiing, derimot, vurderar kontinuerleg både eksisterande og nye prosjekt, og kan velje å gå ut av prosjekt som er lite lønsame og ekspandere der lønsemda er god. Denne fleksibiliteten har ein verdi sidan potensiale for framtidig avkastning er tilstades utan at verksemda forpliktar seg til kostnad i dag. Verdien av fleksibiliteten bør leggest til den fundamentale verdien, slik at den totale verdien av eigenkapitalen blir:

$$VEK = VEK^* + \text{noverdien av særleg fleksibilitet}$$

, der VEK^* er eigenkapitalverdien etter fundamental verdsetjing. Noverdien av særleg fleksibilitet er minimum null sidan leiinga ikkje vil realisere dersom det gjev negativ avkastning.

Fleksibilitet kan tolkast som ein realopsjon. På same måte som ved å inneha ein opsjon, kan leiinga velje å realisere eller avvikle prosjekt dersom det er lønsamt, men late vere dersom det ikkje er det. Vi kan difor nytte opsjonsprisingsverktøy for å verdsetje fleksibiliteten. Vi skal i det følgjande presentere opsjonsteori, opsjonsprisingsverktøy, samt identifisere og verdsetje realopsjonar i Synnøve Finden.

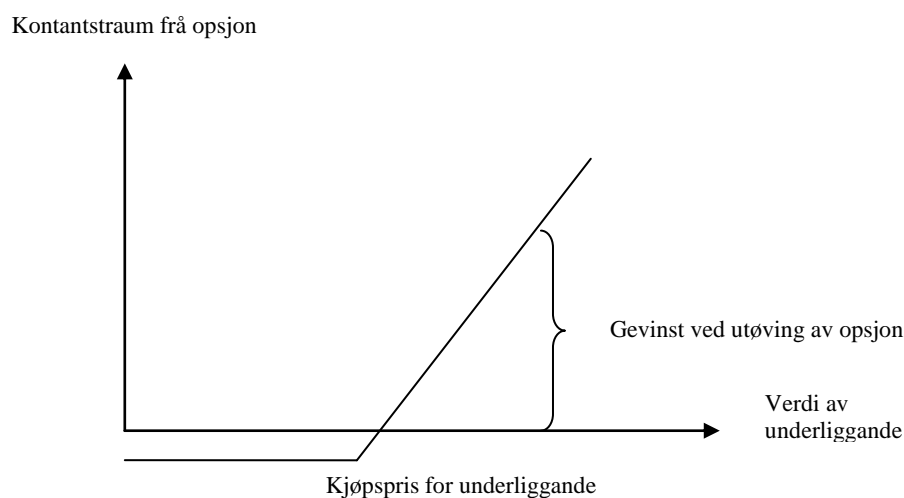
14.1 Opsjonar

Ein opsjon er ein'' rett, men ikkje plikt til å kjøpe eller selje ein underliggande egedel innan eller på eit gjeve tidspunkt i framtida som er avtalt på førehand''¹⁰⁸. Når underliggande er ein finansiell egedel har vi ein finansiell opsjon. Avkastinga i ein slik opsjon beror på utviklinga i aksjar, valuta eller andre finansielle egedelar som ein kjøper i finansmarknaden. Ein realopsjon har ein driftsegedel som underliggande. Dette vere seg maskiner, anlegg og andre egedelar som er knytt til drifta, og avkastning av ein realopsjon blir først ein realitet dersom

¹⁰⁸ Kjell Henry Knivsflå, BUS 425

det er lønsamt å nytte seg av retten til å kjøpe eller selge driftseigedelen. Ein opsjon, både finansiell og real, kan soleis ikkje få negativ verdi. Eigaren av opsjonen vil aldri realisere den dersom dette gjev negativ avkastning.

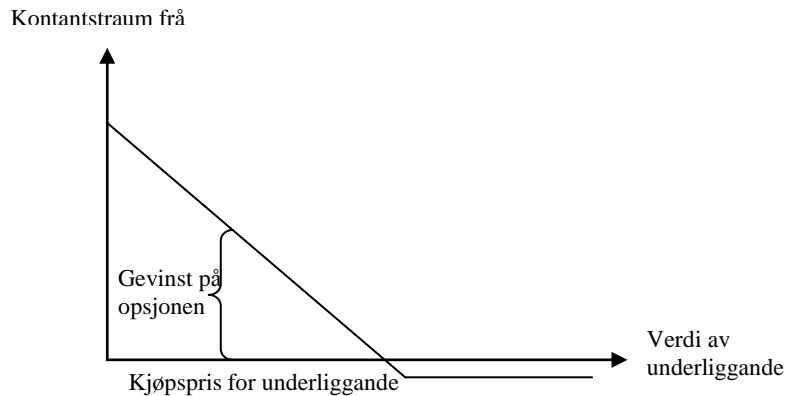
Ein opsjon kan, som tidlegare presisert, både gje rett til å selje og til å kjøpe ein eigedel. Ein kjøpsopsjon (call) medfører at eigaren har rett, men ikkje plikt til å kjøpe ein underliggende eigedel til ein gitt pris innanfor eller på eit tidspunkt. Dette gjev avkastning dersom den underliggende eigedelen stig i verdi, medan ein ikkje risikerar tap dersom underliggende skulle falle. Denne type opsjon er ofte brukt når kjøparen av opsjonen ikkje har råd til å tape, men ynskjer å vere eksponert for den potensielle avkastninga underliggende har. Eit døme på dette er å kjøpe ein realopsjon på eit anlegg i ein marknad som har usikker utvikling. For ein premie sikrar ein seg retten til å kjøpe anlegget dersom marknaden har positiv utvikling, medan ein ikkje risikerer å sitte igjen med eit tapsprosjekt dersom utviklinga blir dårleg. Avkastninga av ein kjøpsopsjon kan illustrerast ved Figur 51:



Figur 50 Kjøpsopsjon

Kontantstrømmen vil vere negativ dersom verdien av underliggende er låg. Dette er fordi ein må betale ein premie for opsjonen. Så lenge verdien av underliggende er lågare enn kjøpsprisen er det ikkje lønsamt å utøve opsjonen. Dette kallast at opsjonen er out of the money. Opsjonen vil først ha positiv kontantstrøm der verdien av underliggende overstiger den avtalte kjøpsprisen for underliggende pluss den betalte opsjonsverdien. Ein opsjon som er lønsam å løyse inn er in the money. Ein opsjon som der verdien av underliggende er lik kjøpspris for underliggende kallast for å vere at the money.

Ein salsopsjon (put) medfører at eigaren av opsjonen har rett, men ikkje plikt, til å selje ein underliggande egedel. Ein salsopsjon vil gje positiv kontantstraum når underliggande egedel fell i verdi. Dersom ein kjøper ein salsopsjon på ein aksje med salspris 100, og aksjen fell til 60, vil du kunne selje med 40 i fortieneste. Avkastinga til ein salsopsjon er illustrert under:



Figur 51 Salsopsjon

Kontantstraumen vil vere positiv så lenge verdien av underliggande er mindre enn kjøpsprisen. Dersom underliggande aukar i verdi vil kontantstraumen bli negativ som følgje av premien som må betalast for salsopsjonen.

Ein realøkonomisk salsopsjon kan til dømes vere leige av eit anlegg der det er inkludert i kontrakten at leigeavtalen kan seiast opp på kort sikt. Dersom anlegget fell i verdi som følgje av dårlegare tider kan innehavaren av opsjonen sei opp kontrakten og forhindre tap som følgje av å måtte behalde anlegget.

14.1.1 Amerikansk vs europeisk opsjon

Ein skil vidare mellom amerikanske og europeiske opsjonar. Ein amerikansk opsjon kan utøvast på eller inntil eit gitt tidspunkt T , medan ein europeisk opsjon må utøvast på eit gitt tidspunkt T . Flexibiliteten i den amerikanske opsjonen i forhold til den europeiske gjer at den er meir verdt. Verdien på den amerikanske opsjonen er likevel lik den europeiske dersom det er mest lønsamt å vente med utøve opsjonen til forfall på tidspunkt T . Verdien på den europeiske er soleis vere ei nedre grense for verdien på den amerikanske.

14.1.2 Opsjonsverdsetjing

Det finst fleire modellar for å verdsetje opsjonar. Vi skal i det følgjande presentere binomisk opsjonsprising.

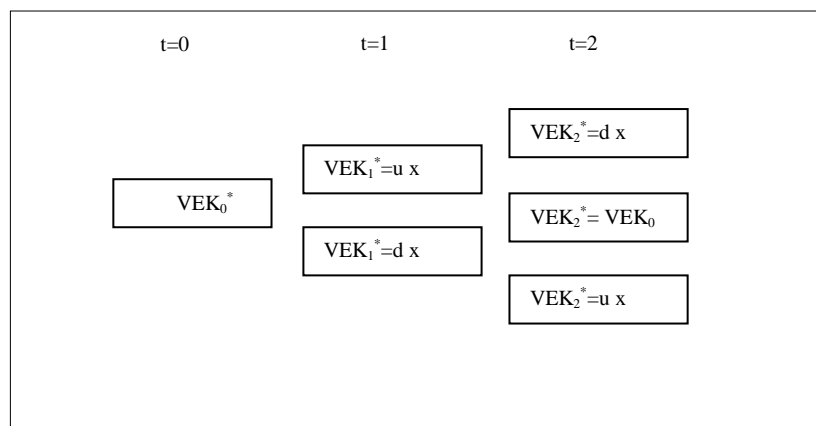
14.1.3 Binomisk opsjonsprising

I binomisk opsjonsprising startar ein med å modellere ulike utviklingsscenarier i verdien til underliggande. Dette kan gjerast ved å sette opp eit binomisk tre, der ein tek utgangspunkt i verdien på underliggande i dag ($t=0$) og estimerar to moglege scenarier i neste periode ($t=1$). Det er to moglege utfall; anten går verdien opp eller så går den ned. For å berekne dei to moglege utfalla blir det estimert ein oppgangs- og nedgangsfaktor basert på volatiliteten, talet på periodar og talet på nodar i treet¹⁰⁹ :

$$\text{Oppgangsfaktor } u = e^{\sigma \cdot \sqrt{T}/N}$$

$$\text{Nedgangsfaktor } d = \frac{1}{u}$$

Treet kan då sjå slik ut, der $T=2$:



Treet skisserar moglege utfall i verdien på underliggande på dei forskjellige tidspunkta t . Dette gjev utgangspunktet for å finne verdien av opsjonen. Opsjonsverdien på tidspunkt t bereknast som maksimale av verdien av utøving, altså verdien av egedelen minus kostnaden ved å utøve (kontraktsprisen), og verdien av å behalde opsjonen.

Verdien av ein kjøpsopsjon med avtalt kontraktspris K blir gitt av dette uttrykket:

$$\text{maks}((p \cdot C_{t+1}(u) + (1 - p) \cdot C_{t+1}(d)) / e^{r_f} ; VEK_t^* - K)$$

, der p er det risikonøytrale sannsynet for oppgang

$$p = \frac{e^{r_f \cdot T/N} - d}{u - d}$$

¹⁰⁹ Sundaresan, Suresh (2002)

$C_{t+1}(u)$ er verdien på opsjonen på tidspunkt $t+1$ dersom det vert oppgang u , og $C_{t+1}(d)$ er verdien på opsjonen på tidspunkt $t+1$ dersom det vert nedgang d . Kjøpsopsjonen er på tidspunkt t verdt maks $(VEK_t^* - K; 0)$.

Verdien av ein salsopsjon med avtalt kontraktspris K blir gitt av dette uttrykket:

$$\text{maks}((p \cdot P_{t+1}(u) + (1 - p) \cdot P_{t+1}(d)) / e^{rf} ; K - VEK_t^*)$$

$P_{t+1}(u)$ er verdien på opsjonen på tidspunkt $t+1$ dersom det vert oppgang u , og $P_{t+1}(d)$ er verdien på opsjonen på tidspunkt $t+1$ dersom det vert nedgang d . Salsopsjonen er på tidspunkt t verdt maks $(K - VEK_t^* ; 0)$. For å løyse treet startar ein bakfrå (Backward Induction) på tidspunkt T og verdset opsjonen på kvart tidspunkt tilbake til $t=0$.¹¹⁰

14.1.4 Realopsjonar i Synnøve Finden

Vi ser to tydelege realopsjonar for Synnøve Finden. Den første er knytt til marknaden for kvit kjøt og egg. Gjennom Den stolte hane blei det satsa hardt i denne marknaden første halvdel av 2000-talet. I dag eig Synnøve Finden om lag 17% av Cardinal Foods, som kjøpte Den Stolte Hane av Synnøve Finden. Dette har vi vurdert som ein finansiell post, men vi ser det som sterkt mogleg at Synnøve Finden vil kjøpe seg opp igjen når den finansielle situasjonen gjev rom for det. Gjennom aktivt eigarskap og eventuelle synergieffektar ser vi stort potensiale i dette. Sjølv om Synnøve Finden ikkje har legale rettar til å kjøpe seg opp i Cardinal Foods, vurderar vi det likevel som ein realopsjon. Synnøve Finden vil ha så gode moglegheiter til å kjøpe seg opp i løpet av dei ti kommande åra at det er belegg for dette. Vi vurderar at aksjen til Synnøve Finden vil auke om lag 20% i verdi dersom dei kjøper seg betydeleg opp i Cardinal Foods og kan vere med å påverke drifta og utvikle synergieffektar.

Den andre realopsjonen er knytt til den austuropeiske marknaden, primært til dei baltiske landa. Her har Synnøve Finden erfaringar frå før, som er ein stor fordel dersom det skulle vere aktuelt å ekspandere der. Aust-Europa er i frammarsj og ved å ekspandere i denne marknaden kan dei ta del i potensiell høg vekst. Vi vurderar at aksjen til Synnøve Finden vil auke om lag 10% i verdi dersom ein vellukka ekspansjon blir gjennomført i dei baltiske landa.

¹¹⁰ Hull, John: Options, Futures, and Other Derivates (2006)

14.1.5 Prising av realopsjon i Synnøve Finden

Ved hjelp av binomisk opsjonsprisinde modell skal vi nå finne verdien av dei identifiserte realopsjonane i Synnøve Finden. For å kunne verdsette opsjonane må vi først fastsette desse faktorane: ekspansjonsfaktor, innløysingspris, levetid og volatilitet.

Ekspansjonsfaktoren er verdien av ekspansjonen i dag gitt som ein andel av Synnøve Finden sin verdi frå den fundamentale verdsetjinga. Vi meiner at 20% er eit rimeleg ekspansjonsfaktor for ekspansjon i marknaden for egg og kvit kjøt. Det vil sei at ein eventuell ekspansjon hadde auka verdien til Synnøve Finden med 20%, altså verdien av ekspansjon er lik 20% ganger 18,97 som er lik 3,79. For ekspansjon i dei baltiske landa set vi ekspansjonsfaktoren til 10%. Dette gjev ein verdi på ekspansjonen lik 1,9.

Innløysingsprisen er kostnaden ved å realisere realopsjonen. Ein rimeleg innløysingspris føreset vi er noko høgare enn dagens verdi på underliggende og vi set innløysingsprisen 30% høgare enn ekspansjonsverdien.

Levetida på opsjonen set vi til 10 år for begge opsjonane. Vi meiner at potensialet i begge desse markedene er kraftig redusert dersom Synnøve Finden ikkje handlar i løpet av 10 år. Andre aktørar vil ta marknadsandeler og marknaden vil bli tøffare å lukkast i.

For å berekne volatiliteten nyttar vi standardavviket til dei logaritmiske avkastingsstala for Synnøve Finden dei siste fem åra. Dette standardavviket er på 35,6%. Framoverskodande volatilitet for realopsjonar er ofte høgare enn for historiske avkastingsstal, men Synnøve Finden har vore såpass volatil dei siste åra på grunn av ekspansjon og høg gearing at den historiske volatiliteten likevel er eit godt estimat.

Det er nå klart for verdsetjing. Vi vel å verdsetje begge realopsjonane samla sidan det berre er ekspansjonsfaktoren av dei fire faktorane som er ulike mellom dei. Verdien blir den same om vi verdset dei samla eller separat.

For å berekne dei forskjellige verdiane i det binomiske treet treng vi oppgangs- og nedgangsfaktoren:

$$\text{Oppgangsfaktor } u = e^{\sigma \cdot \sqrt{T}/N} = e^{0,356 \cdot \sqrt{10}/10} = 1,428$$

$$\text{Nedgangsfaktor } d = \frac{1}{u} = \frac{1}{1,428} = 0,7$$

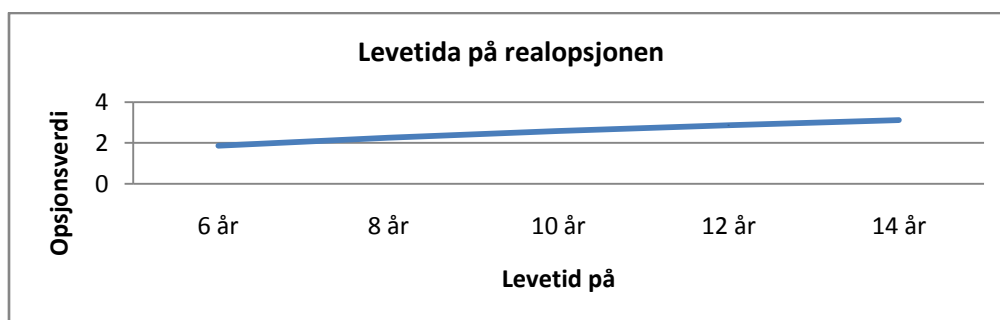
Vi kan nå utarbeide det binomiske treet for å så finne opsjonsverdien ved å løyse det bakfrå. Dei binomisk trea er presentert i vedlegg 16. Med risikofri oppgangssannsyn lik 0,459 er verdien på realopsjonane 2,59 kr per Synnøve Finden aksje.

14.1.6 Uvisse i resultatet

Som i den fundamentale verdsetjinga, er opsjonsprising basert på usikre faktorar. Det er vanskeleg å vurdere prosjekt og marknader langt fram i tid og det er lett å bomme på føresetnadene. For å synleggjere uvissa i resultatet skal vi også her gjere ei sensitivitetsanalyse på dei usikre faktorane.

14.1.6.1 Levetid på opsjonen

Dersom levetida aukar, aukar også verdien på realopsjonen. Å kunne vente litt lenger med å løyse inn opsjonen gjev ekstra fleksibilitet og dermed høgare verdi. Av figuren under ser vi utviklinga i prisen på realopsjonen alt etter kor mang år det er til forfall. Dersom levetida hadde blitt redusert til 6 år hadde verdien blitt redusert med 0,72 til 1,86. I prosent vil det tilsvare at ein reduksjon på 40% i levetida reduserar prisen på realopsjon med 28%.

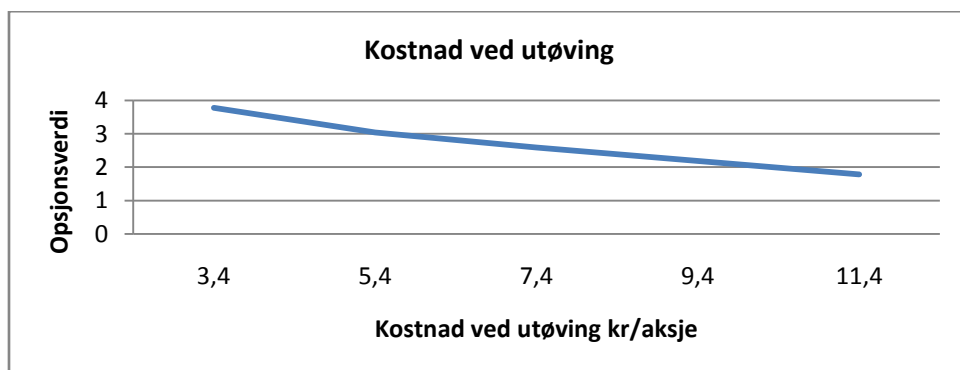


Figur 52 Levetid realopsjon

Dersom ein aukar levetida til 14 år vil prisen på realopsjonen auke til 3,12, altså ein auke på 21%. Vi ser at prisen er meir sensitiv for reduksjon i levetida enn for auke. Funksjonen for levetida er dermed konkav.

14.1.6.2 Kostnad ved utøving

Kostnaden ved utøving vil også variere. Sidan vi naturleg nok ikkje har noko avtalt kjøpspris må vi anta eit rimeleg estimat. I figuren under ser vi utviklinga i prisen på realopsjon alt etter kostnaden ved utøving.

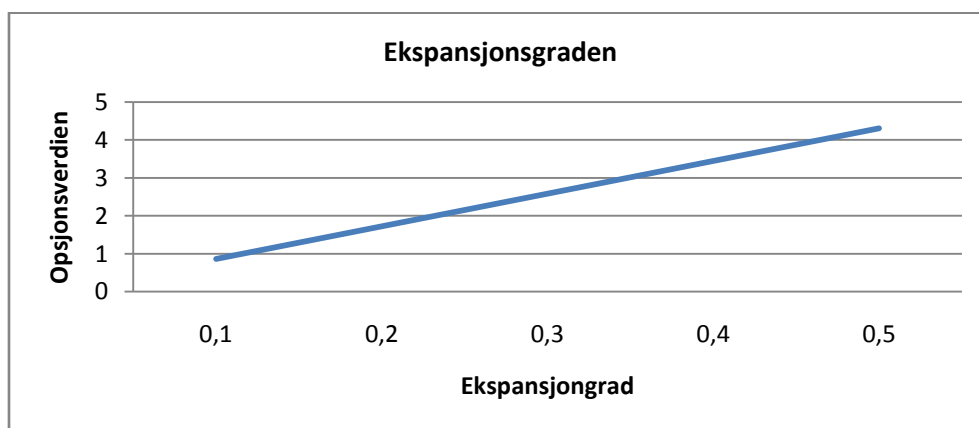


Figur 53 Kostnad ved utøving av opsjon

Ein reduksjon på kostnaden frå 7,4 til 5,4 gjev ein auke i verdien på realopsjonen på 0,45. I prosent tilsvarar det at dersom ein reduserar kostnaden ved innløysing med 27%, vil verdien av realopsjonen auke med 17,4%. Ei auke av kostnaden frå 7,4 til 9,4 (27%) gjev ein reduksjon i realopsjonsverdien på 0,40, tilsvarande 15,5%.

14.1.6.3 Ekspansjonsgraden

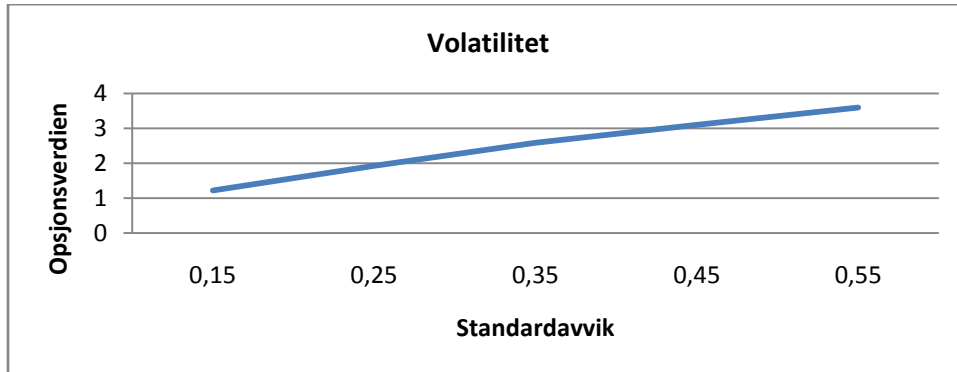
Ekspansjonsgraden er eit anna uvisst moment. Di meir ekspansjon Synnøve Finden greier for den gitt kostnaden for utøving, di meir verdt er opsjonen. Ei auke på ekspansjonsfaktoren frå 30% til 40% gjev ei auke i opsjonsverdien på 0,86 eller 33,3%



Figur 54 Ekspansjonsgrad

14.1.6.4 Volatilitet

Volatiliteten er også ein usikker faktor. Vi ser av figuren under realopsjonen synk i verdi dersom volatiliteten blir redusert. Når standardavviket blir satt til 0,25 i staden for 0,35 synk verdien på realopsjonen til 1,93, noko som tilsvarar ein prosentvis reduksjon på 25,5%.

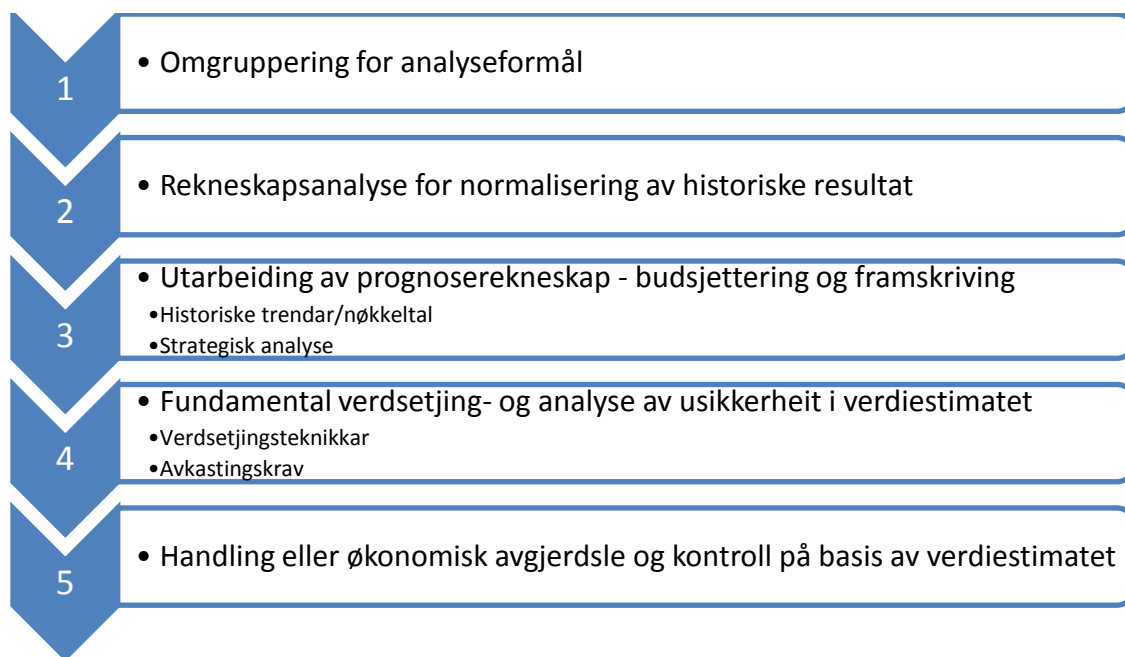


Figur 55 Volatilitet

15 Alternativ verdsetjingsmetode

Så langt i oppgåva har vi basert verdsetjinga vår på forelesingsmaterialet til Kjell Henry Knivsflå frå både BUS 424 og BUS 425. Etter hausten 2005 har Finn Kinserdal teke over faget BUS425. Sidan forfattarane av denne oppgåva har hatt dette faget med forskjellige forelesarar, finn vi det interessant å presentere den forskjellige innfallsvinkelen desse to har på faget. Metoden til Kinserdal skil seg frå Knivsflå sin metode på enkelte punkt og kan generelt sett seiast å vere mindre detaljert. Modellar som er lik eller tilnærma lik Kinserdal sin metode er nok også, på grunn av dens enkelheit, dei som er mest nytta i praksis.

Utgangspunktet for dei to metodane er det same, nemleg all offentleg tilgjengeleg informasjon og då spesielt rekneskapsinformasjon. Kinserdal deler den fundamentale verdsetjinga inn i fem steg, som vert illustrert av figuren under.



111

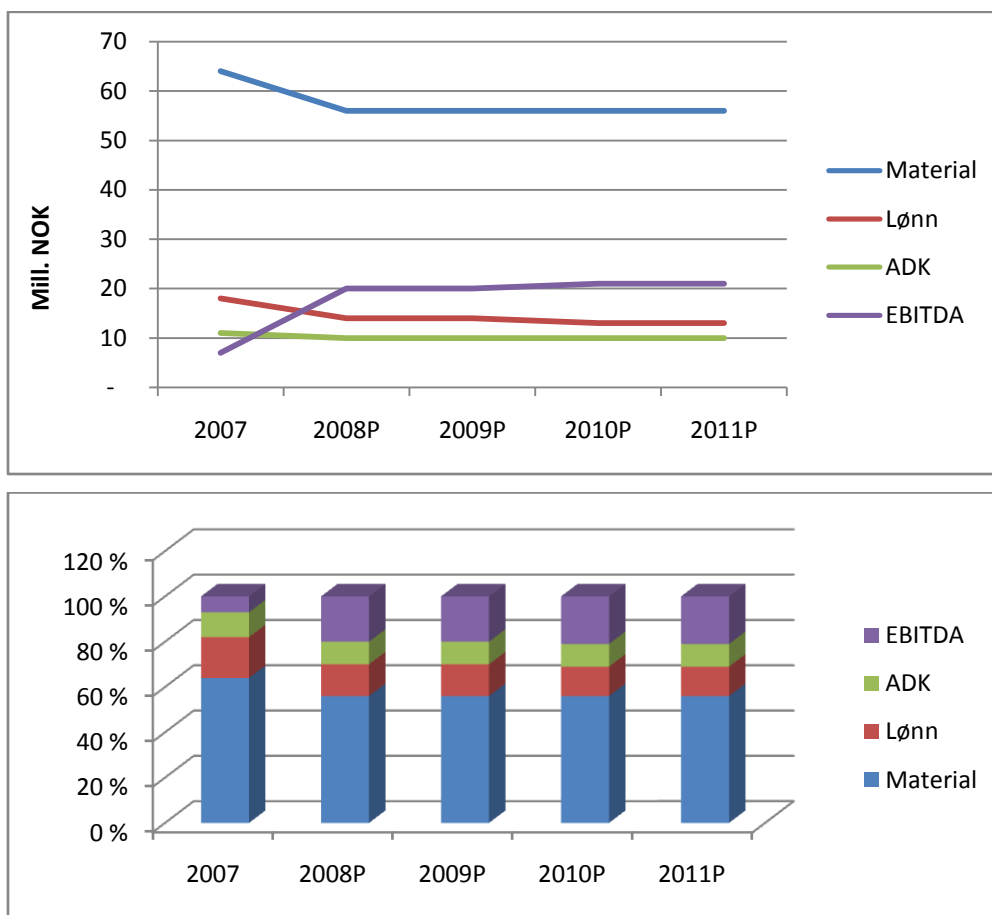
Figur 56 Fundamental verdsetjing i 5 steg

Steg 1 og 2 i analysa er lik for dei to metodane. Begge legg opp til at vi må omgruppere rekneskapen til å skilje mellom finansiering og drift. Metodane legg også opp til at ein må normalisere rekneskapane for unormale postar ettersom dette er postar ein ikkje kan rekne med vil gjenta seg i framtida, og som dermed ikkje skal vere med når vi verdset verksemda.

¹¹¹ Kinserdal, Finn (2007), Bus 425 – 2b

Vidare legg dei begge opp til å justere for målefeil på grunn av GRS¹¹² eller rekneskapsmanipulasjon.

Når vi kjem til utarbeiding av prognoseresultat, budsjettering og framskriving er derimot dei to metodane ikkje fullstendig like. Kinserdal har som hovudfokus å komme fram til eit normalisert EBITDA, som reflekterer normal kontantstraum frå drift. Ut i frå tidlegare årsrekneskap vert det med bakgrunn i historiske trendar og den strategiske analysen utarbeida framtidsprognosar. Desse framtidsprognosane vert uttrykte som prosentar av omsetning eller gjennom reine talverdiar, og reflekterer dei trendane og den utviklinga ein som analytikar har tru på at verksemda vil ha. Prognosane er delt opp i store grupper som t.d. materialkostnad, lønn, andre driftskostnader og EBITDA. Døme på ei slik framtidsprognose ser vi av figurane under.



Figur 57 Framtidsprognose

¹¹² God Rekneskap Skikk

I figurane ovanfor har vi valt ein budsjettthorison på fire år, og antek at verksemda etter år 2011 går over i "steady state". Lengda på budsjettthorisonen vil variere frå analyse til analyse, men vil normalt ligge mellom 3-5 år. Når verksemda har gått over i "steady state" føl verksemda ein valt vekstrate som vi antek vil vare i all framtid.

Etter utarbeiding av framtidsprognosar går vi over i steg 4 i analysen. Der nyttar vi framtidsprognosane vi kom fram til under steg 3 til å verdsetje verksemda. Resultatet av desse er at vi kjem fram til eit EBITDA resultat for dei 3-5 kommande åra og som vi deretter antek vil vare i all framtid. Ved å trekke frå forventa investeringar, auke i arbeidskapital og skatt i frå EBITDA får vi forventa kontantstraum frå drift. Kontantstraum frå drift er det talet som viser verdiskapinga i verksemda og som dermed må danne grunnlaget når vi skal vi skal sette ein verdi på føretaket.

Når vi har rekna oss fram til kontantstraum frå drift nyttar vi dette til å berekne ein "enterprise value" etter DCF¹¹³ metoden. Dette vert gjort ved å diskontere dei framtidige kontantstraumane på eit avkastingskrav. Avkastingskravet (WACC¹¹⁴) er eit vekta krav ut i frå andelen gjeld og eigenkapital verksemda har og avkastingskravet til desse.

Eigenkapitalkravet vert rekna ut ved å ta utgangspunkt i risikofri rente etter skatt og legge til ein risikopremie og ein konkurrisikopremie. Dette gir nominelt eigenkapitalkrav som vi gjer reelt ved å trekke frå forventa inflasjon. Eigenkapitalkravet vert rekna ut ved følgjande likning, der r_f er risikofri rente, MP er marknadspremie, β_i er verksemda sin betaverdi, BP er konkurrisikopremie og i er inflasjon: $r_{EK}=(r_f+MP\cdot\beta_i+BP)-i$

Gjeldskravet vert rekna ut ved å ta risikofri rente, legge til ein risikopremie, justere for skatt og trekke frå for inflasjon. Gjeldskravet kan då uttrykkast ved følgjande formel:

$r_g=((r_f+RP)(1-t))-i$. Der RP er risikopremie, r_f er risikofri rente, t er skattesats og i er inflasjon.

WACC blir då uttrykt av følgjande likning der ekg er eigenkapitalgrad og gg er gjeldsgrad:

$$WACC=r_{EK}\cdot ekg + r_g\cdot gg$$

¹¹³ Discounted Cash Flow

¹¹⁴ Weighted Average Cost of Capital

Etter å ha rekna oss fram til ”enterprise valuen” må vi justere for netto finansiell gjeld og for eventuell skattefordel eller skattegjeld for å finne ”equity value” som er verdien på eigenkapitalen til selskapet. Ved å dividere denne eigenkapitalverdien på antall aksjar får vi den aksjeverdien vi meiner verksemda er verdt.

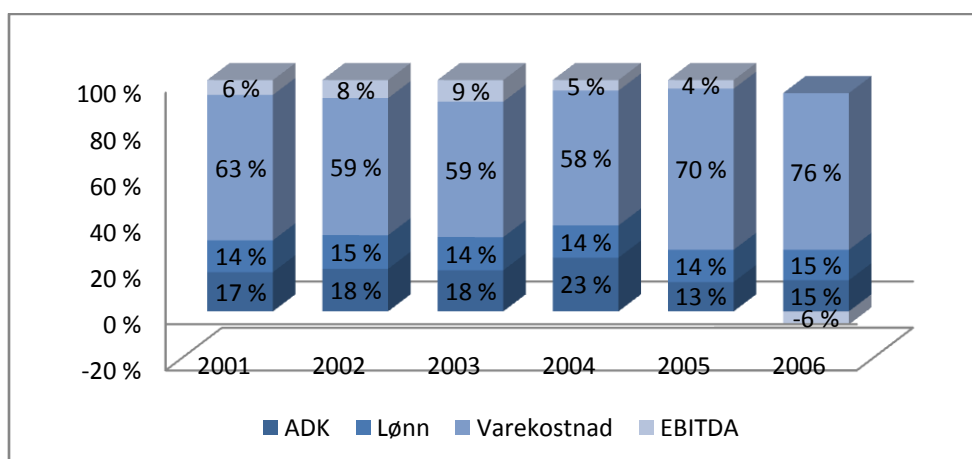
Steg 5 i analysa blir så å utarbeide ein handlestrategi på bakgrunn av det verdiestimatet vi rekna oss fram til under steg 4. Dette kan enten vere ein kjøp-, hold- eller salsstrategi alt etter korleis verdiestimatet er i forhold til dagens marknadsverdi.

15.1 Verdsetjing av Synnøve Finden ved hjelp av ”alternativ verdsetjingsmetode”

Utgangspunktet for denne verdsetjinga er Synnøve Finden ASA sine siste års kvartals- og årsrapportar. Det første ein vil starte med er å omgruppere rekneskapane frå 2002 til 2007 for å skilje mellom drift og finansiering.

Ettersom alt fram til budsjetteringa samsvarar meir eller mindre hundre prosent med det vi har gjort tidlegare i oppgåva, vel vi å ikkje gjenta oss sjølve og hoppar direkte til budsjetteringa.

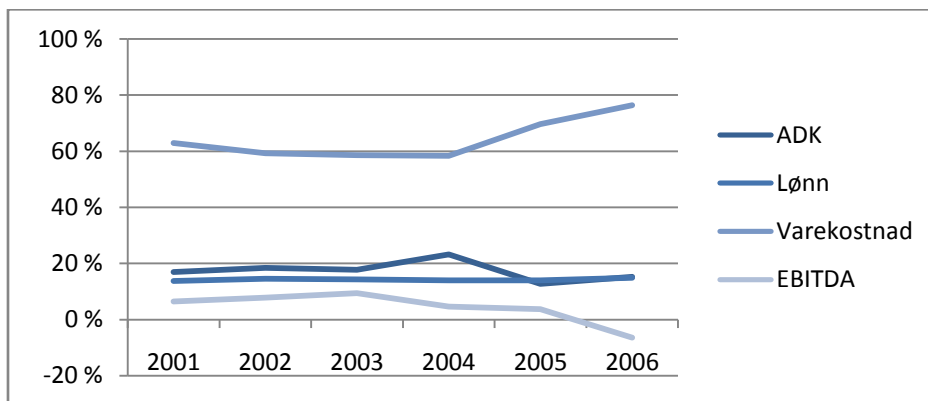
Når vi skal budsjettere er det fleire modellar å velje mellom, men vi vel å nytte oss av ein enkel modell. Vi byrjar med å gjere ei analyse av historie og strategisk posisjon.



Figur 58 % av driftsinntekter

Vi ser av dei historiske tala i figuren ovanfor at lønnsutgiftene er relativt stabile som andel av omsetning dei siste åra. Vidare ser vi at andre driftskostnader hadde eit unormalt høgt år i 2004 og deretter har lagt seg på eit nivå litt under ”normalen” frå dei 3 første åra i perioden. Det som i hovudsak har påverka EBITDA dei siste åra er endringar i varekostnad, som

varierer med å utgjere frå 58% til 76% av salsinntektene. Som vi også ser av grafen under er trenden for varekostnader først fallande fram til år 2004 og deretter sterkt stigande. Dette tyder på at Synnøve Finden ikkje har greidd å velte auka råvareprisar over på kundane og dermed sit att med prisauken sjølv. Trenden for lønnskostnader og andre driftskostnader er relativt jamn og flat.



Når vi skal gå over til å lage eit framtidsbudsjet er det fleire måtar å gjere dette på. Ein måte er å nytte seg av scenariobudsjettering ved at ein lagar eit budsjett for ulike utvalte scenario. Eit døme er at ein lagar eit budsjett for dårligare enn forventa, mest sannsynlig og betre enn forventa utvikling. Deretter vektar ein dei ulike scenarioa etter kor sannsynlege ein meiner at dei er. Den måten vi kjem til å nytte oss av, og som også er mest vanleg i praksis, er å utarbeide eitt framtidsrekneskap som viser den mest forventa utviklinga. I utgangspunktet kan ein seie at dette er summen av dei ulike scenarioa i scenarioanalysen. Den generelle grunngevinga for å nytte seg av ei slik framtidsprognose er at fundamentale verdsetjingsmodellar nyttar seg av forventa storleikar for å komme fram til forventa verdi.

I praksis pleier analytikarar ofte å lage for positive framtidsbudsjet. Årsaker til dette er at verksemdene ofte ynskjer å ha noko å strekke seg etter internt og å "selje" seg eksternt til aksjemarknaden og difor gir for positive signal. Vidare kan analytikarane vere opptekne etter å identifisere potensial samtidig som dei ofte er seljarar.

I arbeidet med framtidsbudsjet er det også viktig å passe på at det er realistisk. Til dømes er det ikkje realistisk å tru at dersom ei verksemd kuttar kostnadane med 50 millionar dei neste åra at resultatet vil auke med 50 millionar over den same perioden. Det er heller ikkje realistisk å tru at verksemdar i commodity marknaden skal ha vedvarande superprofitt eller å

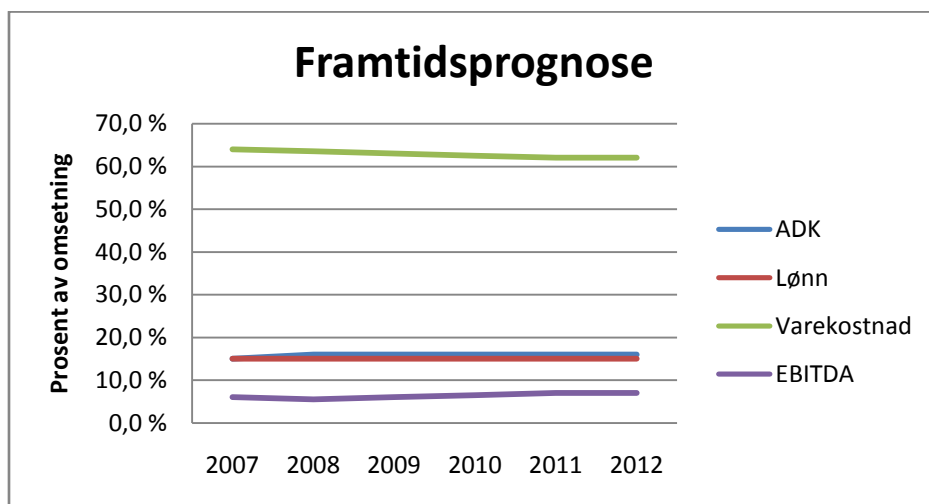
anta at ei verksemd er vorten så stor at den kan styre marknaden. Å legge til grunn eit framtidsbudsjett som viser høgare vekst enn marknadsveksten samtidig som bruttomarginane skal auke og verksemda skal kutte kostnadar meir enn konkurrentane er heller ikkje realistisk.

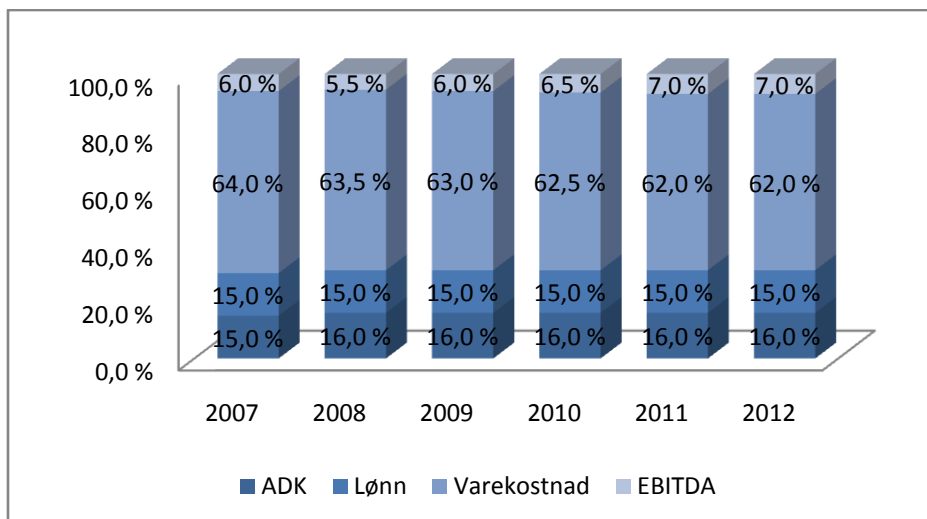
15.2 Strategisk analyse

For å få eit betre utgangspunkt for framtidsbudsjetteringa har vi gjennomført ei strategisk analyse, som granskar verksemda sin strategiske posisjon, prestasjonsevne og risiko. Denne er på lik linje med den som er gjennomgått tidlegare i oppgåva, og vi vel å ikkje gå igjennom denne på nytt her.

15.3 Framtidsprognose

På grunnlag av historiske trendar og den strategiske analysen har vi no utarbeida ei framtidsprognose. Denne viser forventa utvikling for Synnøve Finden som vi legg til grunn for den vidare verdsetjinga.

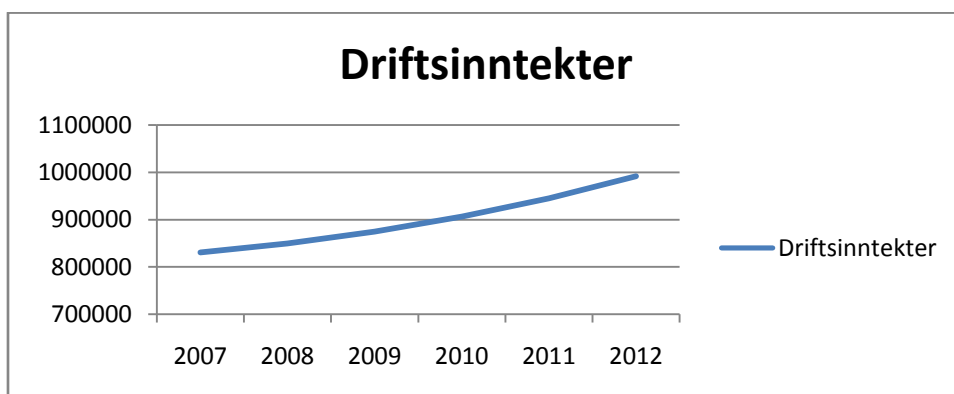




Figur 59 Framtidsprognose

Vi forventar at lønnskostnaden vil holde seg stabilt rundt 15% av driftsinntektene, som er på det same nivået som dei historiske tala. Vidare forventar vi at andre driftskostnader vil gå mot og deretter stabilisere seg på rundt 16% av omsetninga. Dette er ein liten oppgang frå 2005 og 2006, men likevel litt under nivået for dei tre første åra i analyseperioden. Ettersom varekostnaden har vore unormalt høg dei to siste åra og at staten har gitt Synnøve ei avgiftslette på mjølkeprisen gjer at vi forventar eit fall i desse. Vi forventar at varekostnaden gradvis vil gå mot å utgjere rundt 62% av driftsinntektene.

For driftsinntektene legg vi følgjande utvikling til grunn:



Figur 60 Forventa driftsinntekter

På 5 års sikt forventar vi ein omsetning på rett i underkant av ein milliard kroner for Synnøve Finden. Utviklinga i driftsinntekter er identisk med den utviklinga vi har forventa i den fundamentale analysa, slik at grunnlaget for dei to verdsetjingsmetodane er det same.

15.4 Fundamental verdsetjing

Den fundamentale verdsetjinga kan gjennomførast ved bruk av ulike modellar. Vi kan nytte diskonterte kontantstraumar ved til dømes bruk av dividendemodellar, cashflow til totalkapitalen, cashflow til egenkapitalen eller såkalla superprofitt eller residual income modellar. Alternativt til diskontering av kontantstraumar kan ein nytte substansverdimodellar. Vi skal som nemnt tidlegare i kapitelet nytte oss av kontantstraum frå drift i forhold til totalkapitalen til å rekne ut ein såkalla enterprise value. Verdien av egenkapitalen er verdien av totalkapitalen minus verdien av finansielle eigedeler og gjeld.

$$V_{EK} = V_{\text{totalkapitalen}} - nfg_{\text{markedsverdi}}$$

Enterprise valuen reknar vi ut ved følgjande likning:

$$\text{Verdi verksemd} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF \text{ til verksemda}}{(1 + WACC)^t}$$

Der CF er cashflow og WACC er det vekta avkastingskravet til verksemda.

Metoden ovanfor legg til grunn at vi må rekne ut kontantstraumane for kvart år så lenge verksemda er i live og så diskontere på eit vekta avkastingskrav for kvart år. I praksis er dette ein veldig arbeidskrevjande metode og difor sjeldan nytta i praksis. Den beste praktiske tilnærminga er difor å rekne ut ein enterprise value basert på normalisert EBITDA og så justere for netto finansiell gjeld og eventuelle skatteeffektar. EBITDA må normaliserast ved å justere for normalinvesteringar og endring i arbeidskapital. Etter å ha justert for normalinvesteringar og endring i arbeidskapital sit ein att med kontantstraum frå drift før skatt. Ved å trekke frå driftsskattesatsen får vi justert kontantstraum etter skatt. Ved å diskontere og summere dei diskonterte kontantstraumane får vi enterprise value på verksemda. Enterprise value blir då:

$$\text{Enterprise value} = \frac{X_1}{(1+r)^1} + \frac{X_2}{(1+r)^2} + \frac{X_3}{(1+r)^3} + \frac{X_4}{(1+r)^4} + \dots + \frac{X_n}{(1+r)^n} + \frac{X}{(r+g)}$$

der X er kontantstraumane for kvart år, r er avkastingskravet og g er veksten.

EBITDA finn vi ved å multiplisere prosentsatsane vi fann under framskrivinga med forventade framtidige driftsinntekter. Fullstendig oppsett og oversikt over normalinvesteringar, endring i arbeidskapital og avkastingskrav (WACC) ligg i vedlegg 17. Driftsskattesatsen er den same som vi har nytta oss av tidlegare i oppgåva, nemleg 25%. På bakgrunn av desse tala får vi følgjande enterprise value (alle tal i millionar NOK):

Prognose:	2008	2009	2010	2011	2012
EBITDA	47	52	59	66	69
Normalinvesteringar	34,0	35,0	36,2	37,8	39,7
Endring AK	12	17	15	8	9
Cash flow	0,7	0,5	7,6	20,3	20,7
Effektiv skatt drift	0,2	0,1	1,9	5,1	5,2
Justert CF etter skatt	0,6	0,4	5,7	15,3	15,6
Noverdi	0,5	0,3	5,0	12,7	707,4
Enterprise value	725,95				

Tabell 33 Enterprise value

For å finne verdien av egenkapitalen må vi justere for finansielle egedeler og gjeld og eventuelle skatteposisjonar. For Synnøve Finden sin del er det kun snakk om finansielle egedeler og gjeld. Når desse justeringane er gjort får vi ein equity value på verksemda. Denne må vi dividere på antall uteståande aksjar for å finne aksjeverdien. Justeringane og resultatet av desse er vist i tabellen nedanfor.

Enterprise value	725,95
Finansielle egedeler	73
Pensjons egedeler	0
Renteberande gjeld	229
Verdi utsett skattefordel	0
Equity value	569,95
Verdi per aksje	26,51

Den alternative verdsetjingsmetoden gir oss eit veridestimat på Synnøve Finden på 26,51 kroner per aksje. Inklusive opsjonspremien frå realopsjonar vert veridestimatet på 29,10 kr per aksje.

15.5 Kritikk av Kinserdal og Knivslå sine tilnærmingar

Vi til slutt i dette kapitlet vurdere fordeler og ulemper med dei to forskjellige fundamentale tilnærmingane. Den største forskjellen mellom dei er at Knivslå sin metodikk, som i stor grad byggjer på Penman si lærebok, er særst detaljert og teoretisk anlagt. Kinserdal si tilnærming er meir inspirert av kva som praksis ute i finanshusa, og difor atskillig mindre detaljert enn Knivslå sin meir akademiske modell. Enkelt sagt er Knivslå teoretikaren medan Kinserdal er praktikaren. Metodar allà Kinserdal sin er også mest nytta i praksis. Bakgrunnen for dette er at den nyttar meir grovkorna variablar i framskrivinga og eit verdsetjingsverktøy som er raskare å bruke. I ei hektisk finansverd må ein gjere beslutningar raskt før eventuelle gevinstar er fanga opp av andre. Eit anna argument til fordel for den praktiske metoden er at verdsetjing ikkje er ein eksakt vitenskap og ein kan diskutere om finrekning på usikre tal har noko føre

seg. På ei anna side så ser vi at analysen av Synnøve Finden ga ei viss forskjell mellom metodane, med kroner 26,51 (før opsjonspremie) i den alternative metoden til Kinserdal og kroner 22,03 (før opsjonspremie) i den fundamentale analysa til Knivsflå etter oppdatering av vektene. Dette er stor nok forskjell til at at den kunne komme ut med ulik kjøp- eller salsanbefaling. Bakgrunnen for den store forskjelen er først og fremst at vi i analysa til Knivsflå har oppdatert vektene og avkastingskrava, medan dette er ikkje er gjort i Kinserdal si tilnærming. Netto driftskapital- metoden i Knivsflå si fundamentale verdsetjing er den metoden som er mest lik Kinserdal sin. Denne metoden ga eit estimat på 25, 21 før vektene vart oppdaterte. Dette er mykje nærare estimatet på 26,51 som kom ut av den alternative verdsetjinga. Vi ser difor den største svakheiten til den alternative metoden at vektene i avkastingskravet ikkje er oppdatert.

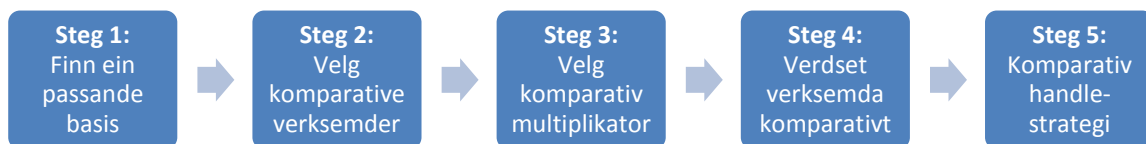
16 Komparativ verdsetjing

Komparativ verdsetjing er ei verdivurdering basert på samanliknande prising, og ein metode vi vil nytte som eit supplement til den fundamentale verdsetjinga.

Komparativ verdsetjing kan gjennomførast etter to metodar. Den eine er ved bruk av såkalla multiplikatormodellar. Dette er ein direkte metode ved at verdien av føretaket vert funne ved å multiplisere nøkkeltal i verksemda med multipliar funne frå same nøkkeltal til samanliknbare verksemdar. Den andre, meir indirekte, metoden er substansverdimodellen. Her finn vi verdien av verksemda ved å summere enkelte eigedeler og gjeld. Verdien av dei enkelte eigedelane finn vi ved å sjå på marknadsverdien på samanliknbare eigedeler.

Substansverdimodellen forutset at ein kan identifisere alle eigedeler og gjeld og dei tilhøyrande marknadsverdiane. Det vert som regel vanskeleg å finne gode substansverdiar når verksemda har mykje gjeld og immaterielle eigedeler. Difor er substansverdimodellen mest aktuell når viktige eigedelar har klare samanliknbare verdiar og når andelen immaterielle eigedeler er låg, som til dømes når ei verksemd er nær konkurs. Vi vel difor å fokusere på multiplikatormodellen.

Figuren under presenterer rammeverket for multiplikatormodellen. Vi vil ta utgangspunkt i dette for den komparative verdsetjinga av Synnøve Finden.



Figur 61 Rammeverk for komparativ verdsetjing¹¹⁵

16.1 Val av basis

Det første vi må gjere er å finne ein passende multiplikatormodell for å verdsetje verksemda. Multiplikatoren vert uttrykt som $m = P/B$ der P er aksjekursen og B er ein verdsetjingsbasis. For at vi skal ha nytte av modellen må B i multiplikatoren vere positiv og konsistent med P . Dette betyr at dersom til dømes netto resultatet til per aksje er negativt, må ein finne ein anna basis for verdsetjinga. I tillegg må basisen for verdsetjinga vere eit mål på resultat til eigenkapital per aksje, kontantstraum til eigenkapital per aksje eller eigenkapital per aksje. Ein er også avhengig av at det er konsistens mellom teljar og nemnar. Har ein til dømes nytta

¹¹⁵ Knivsflå, Kjell Henry (2005); Bus 425 – 20-11

netto driftsresultat per aksje som basis i nemnaren, må ein også nytte netto driftskapital i teljaren.¹¹⁶

For å unngå at unormale forhold skal påverke prisinga bør ein også normalisere basisen ved å trekke desse ut. Då oppnår ein også at basisen vert framoverskodande. Med normalisert og framoverskodande basis bør ein også velje siste observerte pris i teljaren.

Multiplikatorane kan vere baserte på ulike grunnlag. Dei kan vere balanseorienterte, resultat- og kontanstraumorienterte og ikkje finansielt orienterte.¹¹⁷ Vi vel å nytte oss av både balanseorienterte og resultat- og kontantstraumorienterte multiplikatorar ved å sjå på; Pris/Fortjeneste, Pris/Bok og Pris/Sal.

Pris/Fortjeneste-forholdet er eit uttrykk for prisen på verksemda basert på nettoresultatet til eigenkapitalen per aksje, og måler kva pris investorane er villege til å betale per krone av verksemda si fortjeneste. Pris/Bok-forholdet er eit uttrykk for prisen på verksemda i forhold til den balanseførte eigenkapitalverdien per aksje.¹¹⁸ Medan Pris/Sal uttrykkjer prisen som eit forhold mellom prisen på verksemda og sal. Vi baserar den komparative verdsetjinga på gjennomsnittlege tilhøve i bransje for å berekne prisen.¹¹⁹

16.2 Val av komparative verksemder

Komparative verksemder er verksemder i same bransje og som helst er børsnoterte. Ein vanleg definisjon på bransje er ei gruppe verksemder som tilbyr produkt eller tenester som er nære substitutt. Ved å nytte verksemder frå same bransje oppnår ein at ein samanliknar verksemder med like vekst- og driftsutsikter. Eitersom meieribransjen i Noreg hovudsakleg består av Tine og Synnøve Finden, og Tine ikkje er børsnotert, har vi valt å nytte fire utanlandske komparative verksemder. Rekneskapsinformasjon har vi henta frå dei respektive verksemder sine års- eller delårsrapportar. Dei komparative verksemdene er:

¹¹⁶ Damodaran (2001)

¹¹⁷ Soffer & Soffer (2003)

¹¹⁸ Brealy & Myers (2006)

¹¹⁹ Soffer & Soffer (2003)

Parmalat¹²⁰ – som er ein stor italiensk meieriprodusent. Parmalat er også kjent for ein av Italia sine største finansskandalar då dei i 2003 blei avslørt for å ha enorme, belånte, bokførte verdiar som ikkje eksisterte.

Glanbia¹²¹ – som er eit irsk meierikonsern.

Rokiskio¹²² – som er eit tradisjonsrikt og det leiande meierikonsernet i Litauen.

Bongrain¹²³ – som er ein fransk produsent av ost og mjølk.

Ved fastsetjinga av multiplikatoren vil vi justere for ulik kapitalstruktur mellom verksemdene. Når det gjeld estimat på den komparative multiplikatoren kan det argumenterast for at denne bør finnast som eit snitt over analyseperioden. Etersom denne metoden ikkje tek tilstrekkeleg omsyn til verksemdene sin organsike vekst over perioden vel vi å nytte oss av data i frå 2007 rekneskapane.

16.2.1 Pris/Bok

Pris/Bok forholdet vert definert ut i frå følgjande formel:

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført ek per aksje}}$$

I utrekningane har vi nytta aksjekurs per 15.05.08.¹²⁴ P/B forholdet vert påverka av kapitalstrukturen. Difor har vi først rekna ut det ujusterte P/B forholdet til dei komparative verksemdene, og deretter det same forholdet med fokus på netto driftskapital. Deretter finn vi det komparative P/B forholdet til Synnøve Finden ved å vekte den gjennomsnittlege VNDK/NDK-multiplikatoren for bransjen med Synnøve Finden si finansielle gjeldsgrad. Vi har inkludert Synnøve i bransjesnittet og forutset at netto finansiell gjeld er bokført til verkeleg verdi.

Tabell 34 VNDK/NDK- multiplikator

VNDK/NDK	Parmalat	Glanbia	Rokiskio	Bongrain	Bransje	Synnøve
Pris/Bok multiplikator per aksje	1,34	6,39	1,01	0,91	2,29	1,80
VNDK/NDK multiplikator	1,50	3,78	1,01	0,94	1,76	0,94

¹²⁰ www.parmalat.com

¹²¹ www.glanbia.com

¹²² www.rokiskio.com

¹²³ www.bongrain.com

¹²⁴ www.ose.no – Oslo Børs

Den justerte komparative Pris/Bok- multiplikatoren blir då 1,76 medan den ujusterte vert 2,29.

16.2.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste forholdet kan definerast ut i frå følgjande formel:

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Forteneste per aksje}}$$

Også her har vi justert for kapitalstruktur ved å fokusere på netto driftskapital i berekninga for multiplikatoren. Synnøve Finden er inkludert i bransjesnittet og vi forutset at netto finansiell gjeld er balanseført til verkeleg verdi. Etersom Synnøve ikkje har minoritetsinteresser er desse utelatne frå utrekningane.

$$\frac{VNDK_0}{NDR_0} = \frac{\text{Verkeleg verdi EK} + \text{Marknadsverdi NFG}}{\text{Netto driftsresultat}}$$

Tabell 35 VNDK/NDR- multiplikator

VNDK/NDR	Parmalat	Glanbia	Rokiskio	Bongrain	Bransje	Synnøve
Pris/forteneste - multiplikator	5,34	18,03	6,30	5,97	10,35	16,12
VNDK/NDR multiplikator	10,15	19,76	6,84	14,50	13,14	14,44

Den komparative VNDK/NDR- multiplikatoren til Synnøve Finden vert dermed 13,14 og den ujusterte Pris/Forteneste- multiplikatoren vert 10,35.

16.2.3 Pris/Sal

Utgangspunktet for Pris/Sal forholdet er dagens Pris/Fortjeneste forhold og kan definerast ut frå følgjande formel:

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{\text{netto res. margin} \cdot (1 + g_0) \cdot u}{k - g}$$

der, g = egenkapitalvekst, k = avkastingskrav og u = utdelingsforholdet

Eit problem med Pris/Sal metoden er at den ikkje justerer for skilnader i kostnadsstruktur. Tabellen under viser Pris/Sal multiplikatoren. Også her er Synnøve inkludert i bransjesnittet.

Tabell 36 Pris/Sal- multiplikator

Pris/Sal	Parmalat	Glanbia	Rokiskio	Bongrain	Bransje	Synnøve
Pris/Sal- multiplikator	0,92	0,68	0,32	0,29	0,57	0,61

Den komparative Pris/Sal- multiplikatoren vert, som vi ser av tabellen ovanfor, på 0,57.

16.3 Komparativ verdsetjing

Vi vil no nytte multiplikatorane vi har rekna ut ovanfor og den valde basisen til å bestemme eit verdiestimat på Synnøve Finden. Dette vert gjort etter følgjande formel: $P_K = m_K \cdot B$

Pris/Bok

Verdiestimatet på Synnøve Finden ved komparativ verdsetjing basert på Pris/Bok- forholdet vert som følgjer:

$$\begin{aligned} \text{VEK} &= m_K \cdot \text{Balanseført NDK per aksje} - \text{NFG per aksje} \\ &= 1,76 \cdot 18,81 - 5,45 = 27,65 \end{aligned}$$

Ujustert Pris/Bok:

$$\begin{aligned} P_0 &= m_K \cdot B \\ &= 2,29 \cdot 13,36 = 30,6 \end{aligned}$$

Pris/Fortjeneste

Verdiestimatet på Synnøve Finden basert på komparativ verdsetjing på Pris/Fortjeneste- forholdet vert:

$$\begin{aligned} \text{VEK} &= m_K \cdot \text{NDR per aksje} - \text{NFG per aksje} \\ &= 13,14 \cdot 2,04 - 5,45 = 21,35 \end{aligned}$$

Ujustert Pris/Fortjeneste:

$$\begin{aligned} P_0 &= m_K \cdot E \\ &= 10,35 \cdot 1,49 = 15,41 \end{aligned}$$

Pris/Sal

Verdiestimatet på Synnøve Finden basert på komparativ verdsetjing på Pris/Sal- forholdet vert:

$$\begin{aligned} P_0 &= m_K \cdot S \\ &= 0,57 \cdot 39,5 = 22,32 \end{aligned}$$

Multiplikator:	Verdiestimat:
Pris/Bok	30,60
VNDK/NDK	27,65
Pris/Fortjeneste	15,41
VNDK/NDR	21,35
Pris/Sal	22,32
Gjennomsnitt	23,47

Verdiestimatet på Synnøve Finden frå den fundamentale analysa er på 25,25 kr per aksje. Dei ulike komparative estimata varierar mellom 15,41kr og 30,60kr per aksje. Vi observerar at det, som forventa, er dei ujusterte estimata som gir dei mest ekstreme verdiane. Som vi ser er snittet av alle dei komparative metodane på 23,47kr per aksje, som er 7% under det fundamentalt baserte prisestimatet. Dersom vi tek ut dei ujusterte Pris/Bok og Pris/Forteneste samt Pris/Sal estimata vert snittet på 24,5, som berre er 3% under det fundamentale prisestimatet. Vi observerar likevel at prisestimatet med og utan dei ujusterte estimata ikkje ligg så veldig langt frå kvarandre. Avvik på 7% og 3% er ikkje avskrekkande mykje teke i betraktning at vi arbeidar med estimerte tal og verksemder frå forskjellige land.

16.4 Oppsummering komparativ verdsetjing

Etter å ha gjennomført ei komparativ verdsetjing av Synnøve Finden kom vi fram til eit verdiestimat på 24,5kr per aksje. Estimatet er noko lågare enn det fundamentale verdiestimatet, men samtidig ca 4kr høgare enn marknadsverdien. Vi vil nytte oss av det komparative verdiestimatet vidare i oppgåva når vi i siste kapittel går over til å utarbeide ein handlestrategi.

17 Oppsummering og handlestrategi

Etter å ha gjennomført ei fundamental-, opsjonsbasert-, komparativ- og alternativ verdsetjing vil vi no nytte dei verdiestimata vi har komme fram til i presentasjonen av ein kort handlestrategi. Først vil vi komme med ei kort oppsummering.

17.1 Oppsummering

Gjennom den strategiske analysa og rekneskapsanalysa opparbeida vi oss innsikt om dei underliggjande forholda i Synnøve Finden. Resultatet av den strategiske analysa var at Synnøve hadde moglegheit til å oppnå superrentabilitet på kort sikt, men at denne på kort sikt ville bli eliminert. I rekneskapsanalysa kom det fram at verksemda har hatt ei ”turbulent” fortid med svært varierende driftsresultat. Enkelte år hadde god superrentabilitet medan det i brorparten av åra var negativ superrentabilitet. Bakgrunnen til dei varierende resultatata er i stor grad eit resultat av stort fokus på vekst og mindre på lønnsemd. Eit fokus som blei snudd på hovudet med ny konsernleiing i 2007.

Vidare anvendte vi innsikta vi opparbeida oss frå den rekneskapsmessige- og strategiske analysa til å budsjettere og utarbeide eit framtidsrekneskap. På grunnlag av dette gjennomførte vi ei fundamental verdsetjing som gav oss eit verdiestimat på 24,54 kr per aksje frå eigenkapitalmetoden, på 25,21 kr per aksje frå netto driftskapitalmetoden, på 26,02 kr per aksje frå sysselsett kapital metoden og på 23,62 kr per aksje frå driftseigekapital metoden. Ved hjelp av verdibasert framtidsrekneskap og tilhøyrande konvergering kom vi fram til eit verdiestimat på eigenkapitalen i Synnøve Finden på 22,03 kr per aksje.

Vi har undersøkt usikkerheita knytta til verdiestimatet på kr 22,03 per aksje ved å gjennomføre ei sensitivitetsanalyse av dei viktigaste drivarane. Frå simuleringa kan vi lese at det er 13,8% sannsynlegheit for at veridestimatet vil bli under 15 kr og 20,8% sannsynleg at det går over 28 kr. I tillegg har vi gjennomført ei opsjonsbasert verdsetjing som gir oss ein verdi på realopsjon knytta til vekst på 2,59 kr per aksje. Denne vel vi å inkludere i det fundamentale verdiestimatet slik at dette då vert på 24,62.

Vi har også gjennomført ei komparativ- og ei alternativ verdsetjing som gav oss verdiestimat på henholdsvis 23,47 kr og 29,1 kr per aksje (inkludert opsjonspremie).

17.2 Handling

Vi vil no utarbeide ein handlestrategi som er basert på ein passiv fundamental strategi, som vil seie at ein driv kjøp og sal av aksjar der det fundamentale verdiestimatet tilseier det, og ikkje forsøker å endre verksemda sin strategi. Ein antek då at informasjonen ein har tilseier at aksjen er verdt meir enn det som vert reflektert i marknadsprisen, og kjøper aksjen. Når motset er tilfelle vil aksjen vere overvurdert, og ein sel aksjen.

Vidare i utarbeidinga av handlestrategien tek vi utgangspunkt i aksjekursen til Synnøve Finden per 30.05.08 som er på 21,30 kr per aksje. Vi framskriv vidare verdiestimata vi har rekna ut til juni 2008. Då får vi fundamentalt estimat på 25,64 kr per aksje, komparativt estimat på 24,44 kr per aksje og alternativt verdiestimat på 30,30 kr per aksje. Sidan den fundamentale teknikken er hovudteknikken vel vi å vekte det fundamentale estimatet med 70%, det komparative med 20% og det alternative med 10%. Til saman gir dette oss eit vekta verdiestimat på 25,86 kr per aksje per 01.06.2008.

Ein bør vere merksam på at prisestimatet vi har komme fram til er befengt med relativt stor usikkerheit. Vi har blant anna i sensitivitetsanalysa sett at små endringar kan vere kritiske faktorar og til dels store utslag på den fundamentale verdien. Vi vel difor å ha eit handlingsrom på $\pm 10\%$ rundt det fundamentale prisestimatet, som inneber at det vil vere best å holde aksjen når den ligg mellom 23,08 kr og 28,20 kr per aksje. På kursar over 28,20 kr bør ein selje og på kursar under 23,08 kr bør ein kjøpe. Kursen på Synnøve Finden per 30.05.08 er på kr 21,30, som gjer at den ligg under grensa for hold anbefaling på 23,08 kr, og dermed resulterer i ein kjøpsanbefaling. Det same gjeld også for det vekta verdiestimatet som ligg eit godt stykke over den siste børskursen. På bakgrunn av dette kjem vi med ein **KJØP** anbefaling på Synnøve Finden ASA.

Med bakgrunn i dei analysane vi har gjennomført føler vi at vi har komme fram til eit fornuftig prisestimat. Ein treng ikkje gå lenger tilbake enn til 20.07.07 for at kursen var oppe i 25 kr. Det er også verdt å merke seg at aksjonærane i Synnøve Finden i oktober 2007 sa nei til eit oppkjøpstilbod på 25 kr per aksje. Etter våre analysar ville dette per dags dato vore eit for lågt tilbod, og at det burde vore over 28,20 kr for at aksjonærane burde godta det. Vi meiner difor aksjonærane handla korrekt ved å avvise tilbodet frå Scandza på 25 kr per aksje.

18 Vedlegg

18.1 Vedlegg 1: Trussel frå rivalar

Faste kostnader og lagerkostnader

Høge faste kostnader og/eller lagerkostnader fører til at aktørane i bransjen vil prøve å utnytte kapasiteten sin fullt ut. Dette av di at dei vil redusere høge einingskostnader som oppstår på grunn dei høge faste kostnadane. Det same gjeld dei som har liten verdiskaping per eining. I slike bransjar vil det verte stort tilbod, med påfølgjande låge prisar. Fokus på omsetnad karakteriserar desse bransjane.

Største delen av kostnadane til meieriverksemdene er variable. Største kostnadspostane er varekostnader, lønskostnader og andre driftskostnader. Det er forholdsvis lite kapitalkostnader og avskrivningar.

Det er avgrensa kor lenge ferskvare kan lagrast, og det er soleis små lagerkostnader.

Strategisk satsing

Når mange bedrifter satsar stort på spesifikke marknader skjerpar dette konkurransen. Ofte kan selskap etablere seg i bransjar av strategiske årsaker. Dersom det er strategisk sett viktig nok, er dei villege til å gå med underskot over tid utan å gå ut av marknaden. Døme på ei slik strategisk satsing kan vere mobilselskapa sine budrundar for å sikre seg tilgang til det såkalla 3G (3. generasjon) nettet. Sjølv om kostnadane var så høge at satsinga på 3G ikkje kunne dekke inn kostnadane ved kjøp av rettane, valde selskapa likevel å fortsette med satsinga fordi dei ved å ikkje vere med på 3G heller ikkje ville fått tilgang til 4G og 5G i framtida. Difor var det ei strategisk satsing å investere i 3G teknologien. Ein forventa at kostnadane ein hadde ved å investere i 3G skulle verte dekkja inn ved inntekter frå 4G og 5G ein gong i framtida. I meieribransjen kan ei slik strategiske satsing til dømes vere å lansere eit produkt og prise dette lågt, med mål om å sikre seg marknadsandelar, og på eit seinare tidspunkt auke prisane for å tene inn det ein tapte ved å ”prise seg inn” i marknaden. Med dagens samansetning i den norske meieribransjen er dette ikkje særleg utbreidt eller sannsynleg.

Avviklingshinder

Høge irreversible kostnader (sunk cost) kan skape tilsvarende høge avviklingsbarrierar. Med irreversible kostnader meinast at kostnadane er tapt dersom ein legg ned verksemda. Når ein eigedel ikkje har salsverdi eller alternativ bruk er den irreversible. Avviklingshinder kan vere av strategisk karakter. Når ei verksemd har fleire forretningsområder, kan strategiske hinder vanskeleggjere å legge ned eitt av forretningsområda. Når det er slike forhold i ei verksemd legg det føringar for til dømes marknadsføring, finansiering, administrasjon og bedriftsprofilen generelt. Den norske meieribransjen er ikkje i stor grad prega av høge avviklingshinder. Dette ser vi også ved at største delen av kostnadane er variable og ikkje faste.

18.2 Vedlegg 2: Etableringsbarrierar

Etableringstrusselen i ein marknad vert bestemt av eksisterande etableringshindringar. Etableringshinder er dei barrierane ein inntrengar står overfor når han skal gå inn i ein marknad. Normalt skil vi mellom tre typar etableringshindringar. Dette er strukturelle, endogene og strategiske.¹²⁵ Strukturelle og endogene barrierar vert normalt antekt å ligge utanfor verksemda si kontroll, men har likevel klare strategiske effektar. Døme på dette kan vere store faste kostnader knytte til marknadsføring for å etablere seg i ein bransje. Dette er kostnader som er nødvendige å ta for å etablere seg i bransjen, og verksemda har såleis liten anledning til å påverke desse sjølv. Samtidig har det klare strategiske implikasjonar.

Strukturelle etableringsbarrierar¹²⁶

Stordriftsfordeler

Dersom einingskostnadane for eit produkt synk etter kvart som produksjonsvolumet aukar er det stordriftsfordeler tilstades. I slike tilfeller må nye aktørar satse stort eller innfinne seg i ei kostnadsulempe som følgje av at ein satsar i liten skala. Ein kan ha stordriftsfordeler knytte til alle aktivitetane i ei verksemd, ikkje berre i produksjonen. Stordriftsfordeler kan oppstå i tilknytning til ein aktivitet eller eitt produkt, men det kan og oppnåast gjennom produksjon av fleire produktvariantar. Gjennom deling av kunnskap og kompetanse vil produktseriar og – variantar gje skalafordeler. Dette kallast breiddefordelar.

¹²⁵ Fjell, Kenneth (2006) - Bus 401

¹²⁶ Fjell, Kenneth (2006) – Bus 401

I meieribransjen er det viktig med produktseriar, og aktørane satsar på å skape breiddefordelar. Læringseffekten av å ha mange liknande produkt skapar stordriftsfordeler, og marginalkostnaden går ned når nye produkt er lik dei etablerte. Dette skapar barriere for nye aktørar. Ein nykommar må rekne med store investeringar og raude tal dei første åra for å ta att dei stordriftsfordelane som finst i bransjen. Som bransjeleiar er det Tine som har den største fordelene.

Produktdifferensiering

Ofte kan etablerte produkt opparbeide seg lojalitet hjå kundane. Sjølv om inntrengaren lanserar eit tilnærma likt produkt, vil den etablerte likevel ha eit konkurransefortrinn i form av merkenamn. Dette kan skuldast tidlegare annonsering, kundeservice, særtrekk ved produktet eller fordi ein var først ute i ein bransje. Nykommaren må gjerne investere mykje i å kompensere for denne ulempa. Ofte vil dette føre til svake resultat for nykommaren den første tida.

I meieribransjen er det viktig å ha eit godt merkenamn. Forbrukaren er oppteken av kvalitet, både på smak og ikkje minst på matsikkerheit. I denne bransjen har både Tine og Synnøve Finden sterke merkenamn og det er dermed kostnadskrevjande for nye konkurrentar å etablere seg i meieribransjen.

Kapitalbehov

Når ein skal etablere seg i ein marknad krevst det kapital. Behovet for å investere store summer for å vere konkurransedyktig, vil vere eit viktig etableringshinder. Dette gjeld særleg dersom kapitalen skal brukast til reklame eller forskning og utvikling (FoU) i startfasen, og desse investeringane er sjansebetonte eller vanskelege å få dekkja på eit seinare tidspunkt. Storleiken på etableringshinderet vil variere frå bransje til bransje etter kor stor kapital det krevst for å etablere seg på marknaden. I enkelte kapitalkrevjande bransjar er det leverandørar som hjelper til med å finansiere nye einingar som etablerer seg, for på den måten å auke eige sal.¹²⁷

¹²⁷ Michael E. Porter (1998)

Tabell 37 Varige driftsmiddel

Varige driftsmidler	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Fast eiendom	61178	63 312	67 514	81 159	82 383	82 199	
Maskiner	65232	76 332	85 990	109 859	151 692	141 377	
Biler	4476	7 015	7 672	15 480	12 145	2 323	
Inventar	3495	1 658	837	240	241	95	
Sum varige driftsmidler	134381	148317	162013	206738	246461	225994	255100

Tabellen ovanfor viser ein oversikt over varige driftsmiddel i Synnøve Finden. Dei største investeringane er maskiner på rundt 150 millionar og fast eigedom på rundt 80 millionar. Fast eigedom i konsernet er i hovudsak meierianlegget i Alvdal, som er på 8000 m². Synnøve Finden nyttar heile anlegget i eigen produksjon. Totalt sett er ikkje dette avskrekkande store investeringar for å bli ein betydeleg aktør i den norske meieribransjen.

Bytekostnader

Bytekostnader er eingangskostnader ein detaljist eller produsent må ta ved byta frå ein leverandør sitt produkt til ein annan sitt. Bytekostnader kan omfatte opplæring av personell i det nye produktet, kostnader for naudsynt utstyr som trengs i tilknytning til produktet, kostnad og tid som går med til å teste og dyktiggjere ein ny leverandør, behov for teknisk assistanse frå selgarfirma, produktendringar og i ytterste fall psykiske kostnader i form av forretningsforhold som tek skade. Nye aktørar må gjerne bære heile kostnaden ved dette. Dersom desse kostnadane er høge må inntrengjaren tilby eit vesentleg betre produkt eller ein vesentleg kostnadsbesparing for at kjøparen skal vere villeg til å byte leverandør.

For kundane til meieriverksemdene, som i hovudsak er dei stor matvarekjedene, er det ikkje store kostnader knytte til bytte av leverandør. Ofte er det heller ikkje snakk om eit reint byte, men eit supplement til eksisterande produkt. Bytekostnader er difor ikkje noko betydeleg etableringshinder i meieribransjen.

Tilgang til distribusjonskanalar

I visse bransjar, særleg dei med få engros- eller detaljistkanalar, har verksemdene forplikta seg til å distribuere produkta til dei som allereie er i bransjen. Dette kan gjere det vanskeleg for nykommaren å få leveransar til konkurransedyktige prisar. Dette gjer ofte til at dei må opprette nye leveransekanalar og eigne grossistar.

Fabrikanten av eit nytt matvareprodukt må til dømes overtale detaljisten til å gi vara hylleplass, noko det allereie er stor kamp om i dagens butikkjeder. Produsenten kan då bruke løfter om salsfremmande tiltak, drive intens salsinnsats ovanfor detaljisten eller eventuelle andre verkemiddel.

Dei etablerte verksemdene kan meir eller mindre ha lagt beslag på ein distribusjonskanal på grunn av til dømes: mangeårig forbindelse, god service eller til og med eksklusivavtalar. Ofte er etableringshinderet så høgt at ein nykommar må etablere ein eigen distribusjonskanal.

Norsk daglegvaresektor endra seg dramatisk i perioden 1985 til 1995. Frå å ha ein fragmentert struktur på detaljistleddet, der produsentane sat i førarsetet, fekk vi ein situasjon der fire detaljistorganisasjonar dominerte totalt. Marknaden består i dag av 4 kjeder som til saman har bortimot 100% marknadsandel.¹²⁸ Dette gjer at kampen om hylleplassen i utgangspunktet er hard og større innslag av såkalla ”private label”, som er detaljistane sine egne merkevarer, gjer den ennå hardare. Tilgang til distribusjonskanalar er eit klart etableringshinder for eventuelle inntrengjarar i meieribransjen.

Kostnadsulempar som er uavhengige av storleik

Det finst kostnadsulempar som ikkje er styrt av storleiken på verksemda. Dømer på dette er einerett på produksjon, patentar, statssubsidiering, gunstig lokalisering, kunnskap og erfaring, fordel ved råstofftilgang osv.

Tine har gjennom lang tid som monopolverksemd hatt tid til å opparbeide både merkenamn, kunnskap og organisasjon, i tillegg til storleik. Dette kan skape etableringsbarrierer for eventuelle inntrengjarar i marknaden. Dei har også tilnærma einerett på råstofftilgang ved at flesteparten av bøndene leverer mjølka si til Tine. Dei er likevel pålagd å vidare selje mjølk til andre produsentar, som gjer at dette etableringshinderet minkar.

Politiske rammer

Dette er barrierar som vert skapt av myndigheitene i eit land. Myndigheitene kan avgrense eller til og med stanse moglegheitene til å etablere seg i visse bransjar. Virkemiddela dei då nyttar kan vere lisens eller løyving, og avgrensingar på tilgang til råstoff. Andre

¹²⁸ Lars Sjørgard (2003)

etableringshindringar gitt av myndigheitene kan vere reglar for utslepp i vatn og luft, produktsikkerheit og anna verksemdsregulering. Tine har ikkje lengre monopol i Noreg og har soleis heller ikkje lenger den fordelten dei hadde. Dei har likevel konkurransefordel som tidlegare monopolmakt i form av å hatt tid til å bygga organisasjonen i ro og mak. Ei anna sak som har vore viktig for Synnøve dei siste åra er mjølkeprisen. Synnøve har i fleire år klaga på for høg pris på mjølka dei får frå Tine. Dette er eit resultat av at råvareproduksjonen er regulert i Tine, og er i same selskap som foredlingsdelen til selskapet. I dag er det ikkje store etableringsbarrierar som er skapt av dei politiske rammer. Det kan fortsett vere innarbeidingsproblem etter avviklinga monopolet, men dette påverkar ikkje etableringa i stor grad.

Endogene etableringsbarrierar

Handlingsvariabelen ved endogene etableringshindringar er ein fast kostnad, som til dømes reklame eller forsking og utvikling. Denne type kostnad kan i enkelte høve også vere irreversibel. Storleiken på den faste kostnaden vert i stor grad bestemt av konkurransen i marknaden. Hard konkurranse vil typisk gi høgare kostnader enn ved låg konkurranse. Som eit resultat av dei høge faste kostnadane vil vi kunne anta at det vert ferre verksemder i marknaden.

I utgangspunktet vil ein auka marknad tiltrekke seg nyetableringar med påfølgande priskonkurranse. Ved endogene hindringar i verkelegheita er det likevel ikkje alltid ein ser dette. Til dømes har bilindustrien dei siste tiåra vorte meir global, men ein har samtidig opplevd at ein har fått ferre bilprodusentar. Det same ser ein også innanfor den farmasøytiske industrien.¹²⁹

Undersøkingar om faste kostnader og marknadsstruktur i matvarebransjen viser at ein kan dele industrien inn i to grupper. Den eine er ikkje reklame intensiv og har som kjenneteikn at marknaden er stor og består av mange verksemder. Den andre er reklame intensiv og kjenneteikna av at marknaden er stor, men består av færre verksemder.¹³⁰ Det kan dermed sjå ut som at ein får ein lågare konsentrasjon av verksemder i den delen av bransjen som er reklameintensiv på grunn av dei høge kostnadane knytte til marknadsføringa.

¹²⁹ Kenneth Fjell (2006) – Bus 401

¹³⁰ John Sutton (2006)

Med utgangspunkt i etableringstakten i norsk meieribransje kan ein seie at det eksisterar ein viss grad for endogene etableringshindringar. På ei anna side er det meste av teknologien som trengst for å kunne starte opp eit meieri relativt kjent, så ein kan difor utelukke store forskings- og utviklingskostnader som noko etableringshinder. Hindringa består difor av faste kostnader til marknadsføring. Dette vert også underbyggt av at vi ser at Synnøve Finden i sin årsrapport for 2006 legg opp til ein offensiv marknadsføring for å oppretthalde lojalitet og tiltrekke seg nye brukarar.

Strategiske etableringsbarrierer

Strategiske etableringshindringar eksisterar enten gjennom bindingar eller prising. Med bindingar meinast til dømes leverandøravtalar, distribusjonsavtalar, lojalitetsprogram eller overkapasitet. Dersom ein aktør i ein bransje opererer med overkapasitet og denne er irreversibel, vil det vere eit etableringshinder for eventuelle nye aktørar. Dette fordi den eksisterande aktøren då kan auke produksjonen utan å ta ekstra faste kostnader som ein eventuell ny aktør på marknaden måtte ha gjort, og har dermed eit konkurransefortrinn. På lik linje kan eventuelle langsiktige leverandøravtalar, ditribusjonsavtalar og lojalitetsprogram vere eit hinder for nyetableringar.

Det er to former for prising som er vanleg for å avskrekke nykommarar, rovprising og limit prising. Rovprising er ulovleg, og inneber å sette prisen under den marginale kostnaden eller den gjennomsnittlege kostnaden over ein periode for å avskrekke eventuelle nyetableringar. Limit prising er å sette prisen på eit slikt nivå at den gir nykommaren null profitt. For at strategiske etableringshindringar skal virke må dei vere truverdige. Dette gjeld både for bindingar og prising.

I norsk daglegvarebransje er det meir regelen enn unntaket med leverandøravtalar som gir enkelte produsentar einerett eller gunstig plassering i hyllene. Organiseringa med få og store kjeder gjer at dei ulike kjedene har stor makt. Dei kan sjølv avgjere kva varer dei ynskjer å ha i hyllene. Avgrensa hylleplass og ynskje om gunstig hylleplassering gjer at matvareprodusentane i enkelte tilfeller må kjøpe seg plass i butikkhyllene. Den såkalla hylleplass saka mellom Tine og Synnøve Finden der Tine i 2004 kjøpte seg rett til å vere eineleverandør av ost i Rema 1000 sine butikkar er eit godt døme på dette. Saka enda med at

Konkurransetilsynet gjekk inn og stogga avtalen fordi Tine hadde misbrukt si dominerande stilling i marknaden.¹³¹

Langsiktige leverandøravtalar vil klart vere eit etableringshinder også for eventuelle nye produsentar av meieriprodukt. Det same gjeld for trugslar om rov- eller limit prising dersom desse er truverdige.

18.3 Vedlegg 3: SVIMA-analyse

Finansiell kapital

Synnøve Finden har gjennom den siste tida vore gjennom ei rekkje finansielle urolegheiter. Dette omfattar blant anna brot på covenants, refinansiering av lån, emisjon og oppkjøpsforsøk. Etter ein periode med svært dårlig likviditet har selskapet no fått kontroll på den finansielle situasjonen. Det kan sjå ut som den største investorgruppa er relativt stabil og har langsiktige planar for investeringane i selskapet. Avslaget på oppkjøpsforsøket frå Scandza AS den 17.10.2007 er med på underbyggje dette synet. Samanlikna med Tine har Synnøve hatt låg eigenkapitalprosent, høg gjeldsgrad og generelt sett dårlig likviditet, og Synnøve Finden sin finansielle kapital difor på ingen måte sjeldan. På ei anna side er verksemda avhengig av å ha ein solid finansiell plattform for å kunne skape verdiar. Utan økonomisk handlekraft vert ein ikkje i stand til å gripe nye og gode investeringsmoglegheiter og ein kan risikere å ikkje få den utviklinga av selskapet ein ynskjer. Den finansiell kapitalen er difor veldig viktig. For at finansiell kapital skal vere eit varig konkurransefortrinn må den ikkje late seg imitere. Dette er ikkje realistisk i ein rimeleg effisient finansmarknad der både eigenkapital og gjeld kan skaffast til gode prosjekt med rimeleg like betingelsar.

Dei siste åra har Synnøve levert dårlige resultat. Dei svake resultatata har ført til at likviditeten i selskapet har vore dårleg. I ein periode var den finansielle situasjonen så alvorleg at konkurs var eit reelt alternativ. Etter dette har selskapet gjennomført ein omfattande restrukturering, både finansielt og organisatorisk, som gjer at selskapet i dag står finansielt sett mykje sterkare enn tidlegare. Resultatet av denne restruktureringa ser vi også ved at dei siste kvartalsresultata

¹³¹ Konkurransetilsynet (2005)

er positive. Vi vel derfor å seie at den finansielle kapitalen i Synnøve no vert utnytta på ein god måte og difor er mobilisert og approprierbar.

Generelt kan vi sei at finansiell kapital ikkje gjev varig konkurransefortrinn for Synnøve Finden.

Fysisk kapital

Synnøve Finden har verken eigarinteresser eller direkte tilgang i råvareleddet, men risikoen knytte til levering av mjølk kan likevel sjåast på som liten sidan Tine har leveringsplikt. I tillegg er det offentlege med å regulere prissettinga. For dei andre innsatsfaktorane i produksjonen finst det ein marknad med fleire alternative leverandørar. Infrastrukturen i Synnøve, med hovudkontor i Oslo og meierianlegg i Alvdal og Enebakk, kan ikkje seiast å vere sjeldan. I tillegg til desse sjølv eigde meieria har dei også produksjon ved innleigde lokale i Estland.¹³² Sjølv om produksjonen ved dei innleigde anlegga er relativt sett liten vil dette gi Synnøve større fleksibilitet til endringar i etterspørsel og behov. Totalt sett er ikkje Synnøve Finden innehavar av sjeldan fysisk kapital.

Utan den fysiske kapitalen hadde Synnøve Finden ASA berre vore eit merkevarenavn og ein liten salsorganisasjon. Det faktum at Synnøve Finden knapt hadde eksistert i det heile utan den fysiske kapitalen understrekar at den er viktig for verksemda.

Den fysiske kapitalen til ei meieribedrift kan som regel relativt enkelt imiterast på lang sikt. Dette gjeld også for Synnøve Finden. Konkurrerande selskap kan enkelt få same anleggsstruktur som SFM. Dette ved å flytte delar av produksjonen over til innleigde anlegg og sette delar av produksjonen til utlandet. Den fysiske delen av salsapparatet, logistikk- og distribusjonsnettlet kan også imiterast på relativt kort sikt.

Synnøve har gode avtalar for levering av råvarer og eit effektivt produksjonsapparat. Dette ser ein også att i dei siste kvartalsrapportane der lønnsemda er på veg oppover etter effektiviseringar i infrastrukturen og betra betingelsar for kjøp av råvarer. Vi vurderer difor den fysiske kapitalen både som mobilisert og approprierbar.

¹³² Synnøve Finden ASA, Årsrapport 2006

18.4 Vedlegg 4: Justering sal av verksemd

Justere historiske tal

Etter Rekneskapslova § 3-8 nr 2 skal dotterselskap som morselskapet eig, men som det planlegg å selje eller avvikle ikkje konsoliderast i konsernrekneskapen. Ei verksemd som skal seljast eller avviklast blir kalla diskontinuerleg verksemd¹³³. Etter både NRS og IFRS skal diskontinuerleg verksemd rapporterast separat på eiga linje både i resultatrekneskapen og i balansen. Dette er fornuftig også i eit investororientert perspektiv. Sidan diskontinuerleg verksemd ikkje lenger er ein del av drifta i morselskapet bør den ekskluderast frå cash flow frå drift¹³⁴. Resultatet frå diskontinuerleg verksemder vil blir kategorisert under unormalt netto finansresultat og egedelar som finansielle omløpsmidlar.

Vidare bør vi på same måte også justere dei historiske tala. Det vil sei at Nordic Lunch og Den stolte hane heller ikkje bør vere konsolidert i dei historiske rekneskapa. Grunnen til dette er at vi ynskjer å synleggjere den organiske veksten. Organisk vekst er vekst utan effekt frå mellom anna M&A¹³⁵ og valutafluktasjonar¹³⁶. Når vi skal utarbeide framtidsrekneskap er det mest hensiktsmessig å basere seg på den historiske organiske veksten.

I årsrekneskapen for 2006 har Synnøve Finden skilt ut Nordic Lunch som discontinued operation i henhold til kravet i IFRS og Rekneskapslova. Dei presenterer også samanlikningstal for 2005 der både Nordic Lunch og Den stolte hane er skilt ut. Vi slepp difor justere 2005 og 2006 då dette allereie er gjort av Synnøve Finden. I perioden 2001 til 2004 må vi derimot gjere det sjølv. Denne informasjonen finn vi derimot i notane til årsrekneskapen under oversikt over segment. Sidan Synnøve Finden har solgt seg ut frå både segmentet for måltid og kvit kjøt og egg, er det berre meierisegmentet som er relevant i den historiske rekneskapen. All verksemd i meierisegmentet er underlagt morselskapet. Det vil sei at morselskapet vil vere tilnærma likt konsernet ekskludert Nordic Lunch i perioden 2001 til 2004. Inntektene og kostnadene er inkludert handelen med Nordic Lunch. Dette er korrekt sidan vi no ikkje ser på Nordic Lunch som tilknytt selskap.

For å få rekneskapen heilt korrekt må vi justere morselskapet tre stader i balansen:

¹³³ Koller, Goedhart and Wessels (2005)

¹³⁴ Koller, Goedhart and Wessels: (2005)

¹³⁵ Merger and Acquisitions

¹³⁶ Koller, Goedhart and Wessels: (2005)

- Posten ”Investering i dotterselskap” blir satt lik null, og heller inkludert under ”Eigedelar klassifisert for sal” som igjen blir omgruppert til finansielle omløpsmidlar
- Posten ”Mellomregning konsernselskaper” blir satt lik null, og heller inkludert under ”Eigedelar klassifisert for sal” som igjen blir omgruppert til finansielle omløpsmidlar
- Eigenkapital blir henta frå konsernrekneskapen og ikkje rekneskapen til morselskapet. Dette begrunnar vi med at eigenkapitalen til eigarane ikkje endrar seg uansett korleis ein snur og vender på eigedelssida.

Når justeringane av morselskapet er føreteke finn vi enkelt følgjande tre størrelsar residualt:

- Eigedelar klassifisert som holdt for sal blir funne residualt frå sum eigedelar frå konsernrekneskapen og sum eigedelar frå morselskapet etter justering.
- Forpliktelsar klassifisert som holdt for sal blir funne residualt frå sum eigenkapital og forpliktelsar frå konsernrekneskapen og sum eigenkapital og forpliktelsar frå morselskapet etter justering.
- Resultat eining holdt for sal blir funne residualt som differansen mellom resultatet i konsernrekneskapen og resultatet i morselskapet etter justering.

Klassifisere gevinst av sal som unormal post

Salet av både Den stolte hane og Nordic Lunch medførte ein rekneskapsmessig gevinst. Den stolte hane blei seld med ein gevinst på 30, 3 millionar og Nordic Lunch med gevinst på 37 millionar. Sidan desse hendingane er unormale blir dei trekt ut frå netto finansresultat og klassifisert som unormalt netto finansresultat.

18.5 Vedlegg 5: Justering av målefeil

Operasjonell leasing

Finansiell gjeld er som regel balanseført, men det finst enkelte forhold som vert kostandsført direkte. Dette vil ofte gjelde operasjonell leasing. Operasjonell leasing er ein leigeavtale der leigetakar mot betaling av leige får ein bruksrett til leigeobjektet for ein avtalt periode¹³⁷.

Operasjonelle leigeavtalar er som regel kortare enn dei finansielle, og vert sett på som ein del av driftssyklusen. Slike operasjonelle avtalar vert difor ikkje balanseført, men kostnadsført direkte. Finansielle leigeavtalar er lengre avtalar der det vesentlege av risikoen og kontrollen

¹³⁷ Young and O’Byrne, Eva and Value-Based Management, McGraw-Hill 2001

av egedelen vert overført leigetakaren, utan at egedomsretten formelt vert overført. Finansiell leasing kan såleis seiast å vera ein alternativ finansieringsform i forhold til kjøp. Slike avtalar skal difor balanseførast og splittast i avskrivning og rente, som om bedrifta faktisk eigde egedelen.

At den operasjonelle leasingen ikkje vert balanseført, men kostnadsført direkte, skapar problem når ein skal måle rentabiliteten til verksemda. Dette fordi ein del av kapitalen som er med å genererer inntektene til verksemda ikkje vert teke med i nemnaren, og ein vil såleis få for gode rentabilitetstal. Ettersom alternativet til den operasjonelle leasingen er kjøp av egedelane vel vi difor å justere ved å balanseføre desse.

Kostnadsførte utgifter bør balanseførast som ein leigerett og eit leigekrav, og splittast i ein rentedel og ein avskrivingsdel. Rentedelen vert betrakta som ein finanskostnad medan avskrivningen er driftsrelatert. Dei vil såleis påverke fordelinga mellom fri kontantstraum frå drift og fri kontantstraum til finansiell gjeld. Ettersom den gjennomsnittlege varigheita på avtalane er på 5 år kapitaliserer vi utgiftene ved ein annuitet over 5 år. Ei rente på 5% er rimeleg.

Operasjonell leasing	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Bilar	202	357	649	1331	146	345
Husleige	2255	2225	2370	4074	5309	6812
Framleige	842	294	380	169	216	216
Leasing driftsmidlar	4420	7338	2238	1812	369	816
Sum direkte kostnadsføring	7719	10214	5637	7386	6040	8189
Direkte kostnadsføring av leige	7719	10214	5637	7386	6040	8189
Leigerett 01.01		33419	37585	36420	37215	36520
+ Netto tilgang	7719	10214	5637	7386	6040	8189
- Annuitetsavskrivning		6048	6802	6591	6735	6609
=Leigerett 31.12	33419	37585	36420	37215	36520	38100
Leigekrav 01.01	0	33419	37585	36420	37215	36520
+ Netto tilgang	7719	10214	5637	7386	6040	8189
- Avdrag	0	6048	6802	6591	6735	6609
= Leigekrav 31.12	33419	37585	36420	37215	36520	38100
Rente på leigekravet	0	1671	1879	1821	1861	1826
Annuitetsfaktor (5% rente og 5 år)	4,3295					
Rente	5,00 %					

Tabell 38 Justering - Operasjonell leasing

Goodwill

Goodwill er differansen mellom anskaffelseskost ved kjøp av ei verksemd og virkelig verdi av identifiserbare egedelar og gjeld i verksemda. Handsaminga av goodwill er forskjellig etter norsk standard og IFRS. Etter rekneskapslova § 5-3 skal goodwill avskrivast etter ein fornuftig avskrivingsplan dersom den har avgrensa levetid. Etter IFRS skal goodwill ikkje avskrivast, men testast årleg for nedskrivning, også kalla impairment testing.

I ei investororientert analyse bør ein i utgangspunktet avskrive goodwill. Det kan likevel vere grunn for å ikkje føreta avskrivning. Eigengenerert goodwill blir ikkje balanseført, og mangel på avskrivning av kjøpt goodwill kan difor vege opp for mangel på balanseføring av eigengenerert. Ein målefeil blir retta opp av ein annan. Generelt bør verksemder utan eller med lite eigengenerert goodwill avskrive goodwill og verksemder med mykje eigengenerert goodwill ikkje avskrive goodwill.

Synnøve Finden si handtering av goodwill har vore todelt i analyseperioden som følgje av implementeringa av IFRS frå og med 2005. Før 2005, då rapporteringa var avlagt i samsvar med norsk god rekneskapskikk, blei goodwill avskrive med mellom 5% og 33% alt etter forventa levetid. Etter 2005 har ikkje goodwill blitt avskrive.

Goodwill i konsernrekneskapan til Synnøve Finden har i sin heilheit vore relatert til måltidsverksemda Nordic Lunch som blei seld i 2007. Goodwill blir difor fjerna saman med resten av selskapet og inkludert i posten selskap holdt for sal. På grunn av usikkerheita i estimatet på verkeleg verdi på Nordic Lunch vel vi å halde verdien uendra og ikkje justere sidan dette ikkje vil gje oss sikrare estimat.

Sluttvederlag

I forbindelse med bytte av administrerande direktør i selskapet har Synnøve Finden betalt ut fem millionar kroner i sluttvederlag i 2006.¹³⁸ Dette er ein unormal post og må difor justerast. Lønnsutgiftene for 2006 blir redusert med fem millionar og beløpet etter skatt blir rekna som

¹³⁸ Synnøve Finden: Årsrapport 2006, note 3

unormalt netto driftsresultat. Ingen av dei andre rekneskapsåra inneheld denne typen sluttvederlag.

Sluttvederlag og bonus	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Sluttvederlag	0	0	0	0	0	5000
Lønnskostnad	-50120	-61232	-64418	-72603	-99616	-121384
Justering for sluttvederlag	0	0	0	0	0	5000
Justert lønnskostnad	-50120	-61232	-64418	-72603	-99616	-116384

Tabell 39 Justering - Sluttvederlag og bonus

Pensjonskostnader

Undersøkingar viser at bedrifter brukar heilt ulike pensjonsføresetnader og manipulerar med desse. Bedrifter med liten eigenkapital nyttar gjerne låge pensjonsforpliktelsar, medan bedrifter med stor eigenkapital ofte nyttar store pensjonsforpliktelsar.¹³⁹ Det er difor viktig å vurdere korvidt pensjonsforpliktelsane er urealistiske eller ikkje, og eventuelt justere for desse.

Pensjonskostnadane er ein del av lønnskostnadane og vert på den måten rekna for å vere driftsrelaterte. Ein bør difor justere for rentekostnad og avkastning på pensjonsmidlar, som er finanspostar. Vi har difor justert pensjonskostnadane til verksemda ved å ta ut rentekostnad og avkastning på pensjonsmidlar, og gjort desse til finansielle postar.

Pensjon	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pensjonskostnader	767	1279	1712	1932	3162	4109
+ Rentekostnad	159	216	308	412	512	682
- Avkastning pensjonsmidlar	187	219	304	443	424	612
=Justerte pensjonskostnader	739	1276	1716	1901	3250	4179
Lønnskostnad	-50148	-61235	-64414	-72634	-99528	-121314
Justering for endring i pensjonskostnader	-28	-3	4	-31	88	70
Justert lønnskostnad	-50176	-61238	-64410	-72665	-99440	-121244
Endring finanskostnad	28	3	-4	31	-88	-70

Tabell 40 Justering - Pensjonskostnad

¹³⁹ Kinserdal F.: BUS 425 forelesning 3, slide 67; forelesning 4, slide 21

18.6 Vedlegg 6: Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm

Kontantstrømanalysen gjer det mogleg å kartlegge endringar i likviditeten over tid gjennom endringar i finansielle eigedelar. I tillegg vil det kunne forklare behov for opptak av finansiell gjeld. Kontantstrømanalysen med fokus på finansielle eigedelar er vist i Tabell 41.

Likviditet							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Netto driftsresultat	2695	14492	21159	7045	19649	3157	-750
+ Unormalt netto driftsresultat	8683	2469	-219	-1669	-13598	-92489	11634
- Endring i netto driftseigedeler	0	8276	11494	-24130	68093	42176	33736
= Fri kontantstrøm frå drift	11377	8685	9446	29506	-62042	-131508	-22852
- Netto finanskostnad	-12939	-15682	-16078	-11043	-17763	-27968	-22320
+ Endring i finansiell gjeld	0	26969	20506	20739	-35943	118184	-171813
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	-76	-118	194	0
= Fri kontantstrøm til eigenkapital frå drift	24317	51336	46030	61211	-80340	14838	-172345
- Netto betalt utbytte	0	-4780	970	316	-93264	42218	-171564
= Fri kontantstrøm til finansiell investering frå drift	24317	56115	45060	60895	12924	-27380	-781
+ Netto finansinntekter	0	251	12727	6908	3228	7765	3096
+ Unormalt netto finansresultat	-3594	-1397	2774	626	-2143	15456	26640
= Endring i finansielle eigedelar	0	22534	25850	47387	-5776	16938	-53959
+ Finansielle eigedelar 01.01		56226	78760	104610	151997	146221	163159
= Finansielle eigedelar 31.12		78760	104610	151997	146221	163159	109200

Tabell 41 Kontantstrømanalyse med fokus på finansielle eigedelar

Vi ser at kontantstrømen til finansielle investeringar i frå drift varierar i storleik og forteikn. Fram til og med 2005 er kontantstrømane positive og på sitt høgaste med over 60 millionar i 2004. I 2006 er kontantstrømen til finansielle investeringar negativ med ca 27 millionar kroner medan den i 2007 er negativ med i underkant av 800 000 kr. Det store negative bidraget i 2006 skuldast i hovudsak eit stort negativt unormalt netto driftsresultat på grunn av nedskriving av varige driftsmidlar og opptak av finansiell gjeld. Investeringar har også ei påverking ved at desse har ei negativ påverknad på fri kontantstrøm frå drift på grunn av auke i netto driftseigedeler. Det negative bidraget i 2007 skuldast eit negativt driftsresultat.

Dersom vi ser på netto kontantstrøm frå drift er denne positiv fram til og med 2004 og deretter negativ. Den negative utviklinga kan forklarast av auke i netto driftseigedeler samtidig med dårlegare netto driftsresultat.

Endring i finansielle egedelar							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Netto driftsresultat	2695	14492	21159	7045	19649	3157	-750
+ Unormalt netto driftsresultat	8683	2469	-219	-1669	-13598	-92489	11634
- Endring i netto driftseigedeler	0	8276	11494	-24130	68093	42176	33736
= Fri kontantstrøm frå drift	11377	8685	9446	29506	-62042	-131508	-22852
+ Netto finansinntekt	12939	15682	16078	11043	17763	27968	22320
+ Unormal netto finansinntekt							
- Endring i finansielle egedelar	0	22534	25850	47387	-5776	16938	-53959
= Fri kontantstrøm til sysselsett kapital	24317	1833	-326	-6839	-38503	-120477	53427
- Netto finanskostnad	0	-15682	-16078	-11043	-17763	-27968	-22320
+ Endring i finansiell gjeld	0	26969	20506	20739	-35943	118184	-171813
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	-76	-118	194	0
= Fri kontantstrøm til eigenkapital	24317	44483	36258	24867	-56801	25869	-96066

Tabell 42 Endring finansielle egedelar

I tabellen ovanfor ser vi på årsakene til endringar i finansiell gjeld i analyseperioden. Her ser vi at Synnøve Finden sin evne til å betale finansiell gjeld har variert både med forteikn og storleik over perioden.

Låneopptak

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Netto driftsresultat	2695	14492	21159	7045	19649	3157	-750
+ Unormalt netto driftsresultat	8683	2469	-219	-1669	-13598	-92489	11634
- Auken i netto driftseigedelar	0	8276	11494	-24130	68093	42176	33736
= Fri kontantstrøm frå drift	11377	8685	9446	29506	-62042	-131508	-22852
+ Netto finansinntekter	12939	15682	16078	11043	17763	27968	22320
+ Unormalt netto finansresultat	-3594	-1397	2774	626	-2143	15456	26640
- Auken i finansielle egedelar	0	22534	25850	47387	-5776	16938	-53959
= Fri kontantstrøm frå sysselsatt kapital	20723	436	2448	-6212	-40646	-105021	80067
- Netto betalt utbytte = fri kontantstrøm til EK	0	-4780	970	316	-93264	42218	-171564
- Nettoresultat til minoriteten	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	-76	-118	194	0
= Fri kontantstrøm til finansiell gjeld	20723	5215	1478	-6604	52500	-147045	251631
- Netto finanskostnad	0	-15682	-16078	-11043	-17763	-27968	-22320
= Evne til å betale finansiell gjeld	20723	-10466	-14600	-17647	34737	-175014	229311
Opptak av finansiell gjeld	0	26969	20506	20739	-35943	118184	-171813

Tabell 43 Kontantstrømanalyse med fokus på finansiell gjeld og låneopptak

Trass i negativ kontantstrøm frå drift i både 2005 og 2007 hadde Synnøve likvide midlar til å betale ned på den finansielle gjelda i desse åra. I 2007 skuldast dette blant anna sal av finansielle egedelar, eit positivt unormalt netto finansresultat og kapitalutviding. Året før førte derimot eit stort negativt unormalt netto driftsresultat til at verksemda måtte auke den finansielle gjelda.

18.7 Vedlegg 7: Analyse av netto driftsmargin

”Common size” –resultatet vert presentert i tabellen under, der netto driftsmargin no vil bli gjenspegla under netto driftsresultat. Det fordi netto driftsresultat sett i forhold til driftsinntekt er det same som netto driftsmargin.

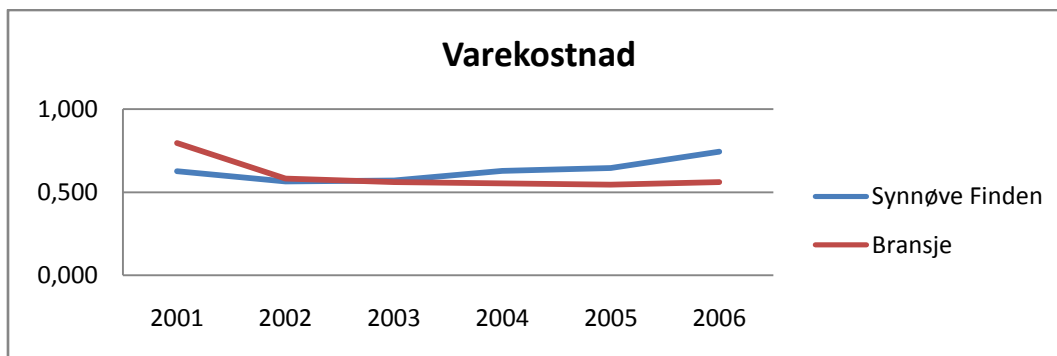
"Common size" - resultat	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt	Bransje
Vekt	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	0%		
Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1		
- Varekostnad	0,626	0,565	0,570	0,627	0,645	0,744	0,000	0,646	0,555
- Lønnskostnad	0,138	0,146	0,144	0,139	0,139	0,148	0,000	0,143	0,171
- Av- og nedskrivning	0,029	0,032	0,036	0,032	0,028	0,106	0,027	0,050	0,039
- Andre driftskostnader	0,172	0,211	0,193	0,188	0,178	0,172	0,974	0,184	0,209
= Driftsresultat	0,035	0,047	0,057	0,014	0,010	-0,170	-0,001	-0,022	0,026
- Driftsrelatert skattekostnad	0,008	0,006	0,011	0,004	0,002	-0,060	-0,014	-0,011	0,006
= Netto driftsresultat	0,027	0,040	0,047	0,010	0,008	-0,110	0,013	-0,011	0,021

Tabell 44 "Common size" -resultat Synnøve Finden

År 2007 i Tabell 44 er ufullstendig i oppdelinga ettersom alle kostnadane er summert i postane av- og nedskrivning og andre driftskostnader. Dette skuldast at vi ved utrekning av “common size” –resultatet ikkje har fullstendig rekneskapsinformasjon for 2007. 2007 er difor ikkje med i det tidsvekta snittet, som då går frå 2001 til 2006.

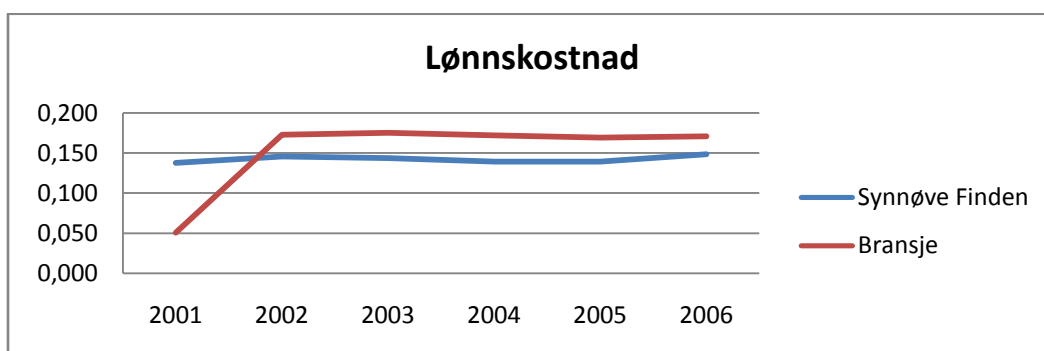
Vi ser vidare at det først og fremst er varekostnaden til Synnøve som skil seg i vesentleg grad frå bransjen. Som andel av driftsinntektene er denne nesten 10% høgare for Synnøve enn for bransjen. Vi observerer vidare at andelen av lønns- og andre driftskostnader for Synnøve ligg litt under bransjen medan av- og nedskrivningane er litt høgare, utan at noko av desse skilnadane er dramatiske. Vi vil no sjå litt nærmare på dei ulike kostnadsgruppene og korleis desse har utvikla seg over tid.

Det er også verdt å merke seg at den driftsrelaterte skattekostnaden for Synnøve Finden er negativ dei tre siste åra i analyseperioden. Dette er også med på å gjere til at det tidsvekta snittet for perioden også vert -1,1%, medan bransjesnittet er på 0,6%. Årsaka til den negative skattekostnaden er rett og slett negative resultat.



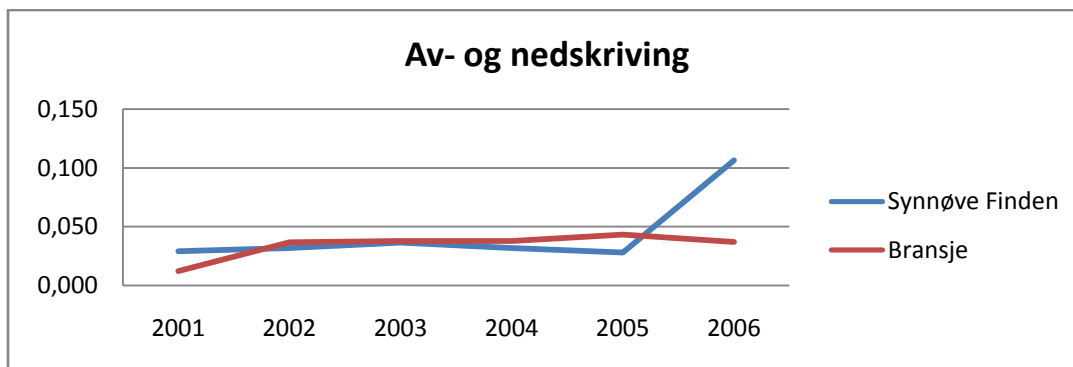
Figur 62 Utvikling varekostnad

Som vi ser av Figur 63 ovanfor har bransjen og Synnøve Finden to forskjellige trendar når det gjeld andelen av varekostnad i forhold til driftsinntekter. Bransjen har ein fallande trend der andelen har gått i frå rundt 80% til 55,5%, som er ei positiv utvikling. For Synnøve sin del har varekostnadsandelen gått i frå rundt 60% til nærmare 75%, som er eit klart raudt flagg. Med tanke på at staten har gitt Synnøve Finden ei avgiftslette på mjølk er det grunn til å tru at utviklinga vil snu til det betre i framtida.



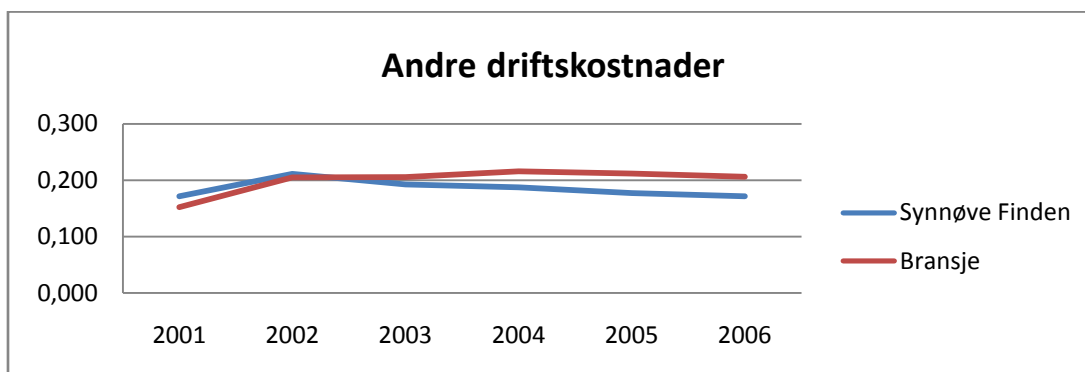
Figur 63 Utvikling lønnskostnad

Sett vekk i frå år 2001, har lønnskostnaden som andel av driftsinntekter vore stabil for både Synnøve og bransjen. Skilnaden er at den for Synnøve har vore noko lågare. Medan bransjen ligg rundt 17% ligg Synnøve rundt 14%. Den stabile andelen lønnskostnad tyder på at mykje av kostnaden er variabel ved at den er knytta til produksjon. Over analyseperioden har driftsinntektene meir enn dobla seg medan "common size"-lønnskostnaden berre har variert med ein prosent over den same perioden.



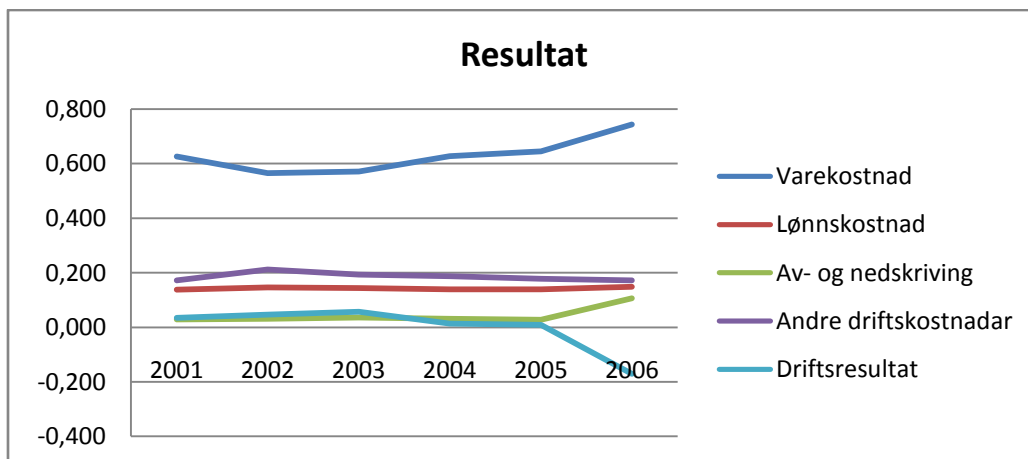
Figur 64 Utvikling av- og nedskrivning

Av- og nedskrivingskostnadane ligg relativt stabilt både for bransjen og Synnøve heilt fram til 2006, då dei tredoblar seg for Synnøve. Denne dramatiske auken i 2006 skuldast ei nedskrivning på varige driftsmiddel med over 63 millionar kroner. Etersom avskrivningane speglar investeringane, ser det ut til at investeringstakten er jamn både for Synnøve og bransjen. Det tydar dermed på at investeringane føl produksjon og driftsinntektene.



Figur 65 Utvikling andre driftskostnader

Frå Tabell 44 kan vi sjå at "common size" andelen av andre driftskostnader for Synnøve Finden og bransjen har ulik utvikling. Etter at begge stig i byrjinga av perioden stabiliserar bransjen seg, medan Synnøve har ein svakt fallande trend. Utviklinga til Synnøve må klart sjåast på som eit positivt teikn.



Figur 66 Utvikling resultat

I Figur 66 ser vi den samla utviklinga i "common size" –resultatet for Synnøve. Her kjem det klart fram at det er auka varekostnad og av- og nedskrivningar som dreg resultatet i negativ retning på slutten av perioden. Det er difor naturleg å tru at det er her det er enklast å gjere grep for å betre lønnsemma i verksemda på kort sikt. Her har ein allereie fått redusert varekostnaden betydeleg gjennom avgiftsletta på mjølk.

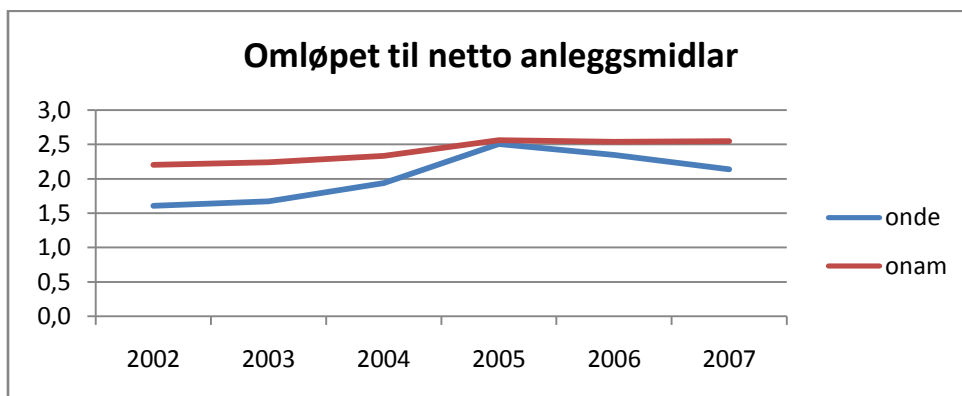
18.7.1 Analyse av omløpet til netto driftseigedeler

Vi vil no analysere og dekomponere omløpet til netto driftseigedeler (onde). Omløpet til netto driftseigedeler vert dekomponerte ved at driftsinntekter vert sett i forhold til omløpet til netto anleggsmidlar og omløpet til driftsrelatert arbeidskapital. Omløpet til netto driftseigedeler kan definerast ved følgjande formel:

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

Formel 20 Omløpet til netto driftseigedeler

I dekomponering av omløpet til driftsrelatert arbeidskapital vel vi å gjere dette gjennom omløpet til høvesvis leverandørar, varer og kundar.



Figur 67 Omløpet til netto anleggsmidlar

Figuren ovanfor viser korleis omløpet til netto anleggsmidlar (onam) utviklar seg i forhold til omløpet til netto driftseigedeler. Vi ser at dei samvarierer i stor grad, men at stigninga i 2005 er noko høgare for omløpet til driftseigedelane enn anleggsmidlane. Samvariasjonen viser at utviklinga i omløpet til netto driftseigedeler i stor grad skuldast omløpet til netto anleggsmidlar.

Vi vil no sjå nærmare på omløpet til netto driftskapital. Som nemnt ovanfor vil vi dekomponere driftskapitalen i omløpet til leverandørar (olev), omløpet til varer (ovar) og omløpet til kundar (okun).

Omløpet til leverandørane finn vi ved å nytte følgjande likning:

$$olev_t = \frac{Varekj\ddot{o}p \cdot 1,25}{Leverand\ddot{o}rgjeld}$$

Varekj\ddot{o}p er her definert som varekostnad pluss endring i varelager.

Oml\ddot{o}p til leverand\ddot{o}rar	2002	2003	2004	2005	2006
olev	11,767	36,672	9,635	6,737	7,333

Tabell 45 Oml\ddot{o}p til leverand\ddot{o}rar

Som vi ser av tabellen ovanfor skil 2003 seg ut med eit veldig h\dd{o}gt oml\ddot{o}p til leverand\ddot{o}rane, medan dei resterande \r{a}ra ligg relativt stabilt. \r{A}rsaka til det h\dd{o}ge oml\ddot{o}pet i 2003 er eit dropp i leverand\ddot{o}rgjelda for dette \r{a}ret. Fr\dd{a} \r{a} ha ei leverand\ddot{o}rgjeld p\dd{a} i overkant av 25 millionar i 2002 blei denne redusert til i underkant av 9 millionar i 2003, medan den i 2004 gikk opp til 42 millionar. Den fallande trenden vi ser p\dd{a} oml\ddot{o}pet til leverand\ddot{o}rane er positiv, ettersom dette kan betre likviditetsplanlegginga for verksemda.

Oml\ddot{o}pet til varer finn vi ved følgjande likning:

$$ovar_t = \frac{Kostnad\ selde\ varer}{Varer}$$

Oml\ddot{o}p til varer	2002	2003	2004	2005	2006
ovar	3,233	3,080	5,199	4,355	5,035

Tabell 46 Oml\ddot{o}p til varer

Vi ser av Tabell 46 at det har vore ei klar auke i omløpet til varer over analyseperioden. Ettersom det er ynskjeleg med størst mogleg omløpshastigheit på varelageret er dette eit grønt flagg.

Omløpet til kundar vert gjeve ved følgjande formel:

$$okun = \frac{Driftsinntekter \cdot 1,25}{Kundefordringar}$$

Omløp til kundar	2002	2003	2004	2005	2006
okun	14,650	15,218	13,709	13,040	12,644

Tabell 47 Omløp til kundar

I motsetning til olev, er det ynskjeleg med høgast mogleg omløp til kundar. Vi ser at nivået for Synnøve ligg relativt jamt med ein liten nedgang mot slutten av perioden. Kva som er grunnen til nedgangen i siste del av analyseperioden er vanskeleg å seie, men ynskje om å gje kundane større fleksibilitet kan vere ein moglegheit. Utviklinga er uansett ikkje dramatisk og omløpet til kundar må kunne seiast å vere akseptabelt.

Oppsummert kan vi seie at omløpet til netto driftseigedeler er relativt bra. Dersom ein likevel ynskjer å auke omløpet til netto driftseigedeler bør ein sette fokuset på omløpet til netto anleggsmidlar ettersom omløpet til netto arbeidskapital er på eit akseptabelt nivå. Slik som vi ser det bør Synnøve uansett setje hovudfokuset på å betre driftsmarginen framfor auke i omløpet til driftseigedelane.

18.8 Vedlegg 8: Analyse av historisk vekst

Analyse av eigenkapitalvekst

Fullstendig vekst til eigenkapitalen blir kalkulert ut frå følgjande samanheng:

$$fekv = \frac{EK - EK_{t-1}}{EK_t} = \frac{(1 - NBU_t)}{FNR_t} = (1 - feku_t) \times fekr_{t-1}$$

,der

NBU_t = Netto betalt utbyte

FNR_t = Fullstendig nettoresultat til eigenkapitalen

$(1 - feku_t)$ = Fullstendig tilbakehaldsgrad

$fekr_{t-1}$ = fullstendig eigenkapitalrentabilitet

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Fullstendig eigenkapitalvekst	5,24 %	21,82 %	2,76 %	101,84 %	-30,40 %	111,70 %	25,56 %

Som ein kan sjå av tabellen over varierar den fullstendige eigenkapitalveksten ein del. Dette har sin årsak at emisjonar, konverterte obligasjonslån, kjøp og sal av egne aksjar og så bortetter kjem i ”bolkar” og i uregelmessig hyppigheit. Det er difor i eit framoverskodande perspektiv nyttigare å sjå på den normaliserte eigenkapitalveksten.

For å rekne ut normalisert eigenkapitalvekst nyttar vi denne formelen:

$$ekv_t = (1 - eku) \times ekr_t$$

,der

(1-eku) = normalisert tilbakehaldsgrad

ekr= normalisert eigenkapitalrentabilitet

eku= (eku₁+eku₂+eku₃+...eku_T)/T

eku_t= FUT_t/NRE_t

FUT=Foreslege utbyte

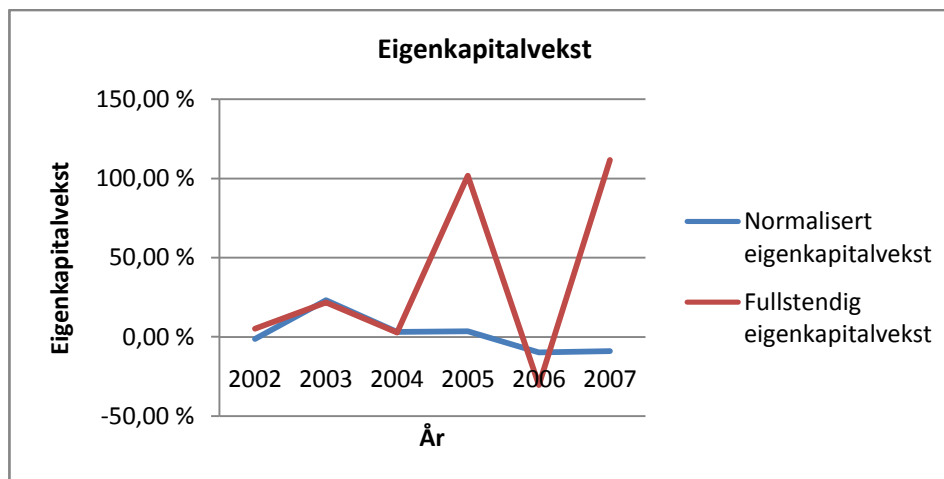
Normalisert eigenkapitalvekst er kun eigengenerert (organisk). Det vil sei at eigenkapital som er tilført gjennom emisjon og oppkjøp ikkje vil vere inkludert.

I denne tabellen er normalisert eigenkapitalvekst presentert:

Normalisert eigenkapitalvekst							
Periode	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Snitt
Normalisert eigenkapitalrentabilitet	-1,24 %	23,22 %	3,10 %	3,57 %	-9,80 %	-9,02 %	1,08 %
x Normalisert tilbakehaldsgrad	1	1	1	1	1	1	1
= Normalisert eigenkapitalvekst	-1,24 %	23,22 %	3,10 %	3,57 %	-9,80 %	-9,02 %	1,08 %

Den normaliserte eigenkapitalveksten er som venta mykje meir stabil enn den fullstendige.

Dette framgår også i figurar under der utrekningane er samanstilte.



Synnøve Finden betalte ikkje utbytte til aksjonæranne i perioden 2002 til 2007. Dette gjev ein normalisert tilbakehaldsgrad lik 1. Synnøve Finden hadde sterkt fokus på vekst i denne perioden og det var difor naturleg å halde tilbake utbyttebetaling som bidrag til vekstfinansieringa. Sidan vekstfokuset er skifta ut med lønsemdfokus er det naturleg å tru at det vil bli betalt ut meir utbytte på sikt.

Synnøve har hatt ein geometrisk normalisert gjennomsnittsvekst i eigenkapitalen på 1,08%. Det vil sei at nesten all den gjennomsnittlege veksten Synnøve Finden hadde i perioden 2002-2007 er realisert gjennom tilførelse av eksternt kapital. Fullstendig gjennomsnittleg vekst er på 25,5% i denne perioden¹⁴⁰. Den normaliserte veksten fall frå 27% i 2003 til minus 23,2% i 2006. Dette er eit faresignal. Den har derimot tek seg opp igjen til om lag 9% i 2007, noko som er betryggande for Synnøve Finden.

Analyse av netto driftskapitalveksten

På tilsvarende måte som eigenkapitalveksten blir netto driftskapitalveksten analysert.

Normalisert netto driftskapitalvekstvekst er gitt ved følgjande formel:

$$ndv = \left(1 - \frac{FKD_t - UNDR_t}{NDR_t}\right) \times ndr_t = (1 - ndu_t) \times ndr_t$$

, der

FKD= Fri kontantstraum frå drift

¹⁴⁰ Geometrisk vekst i perioden 2002-2007

NDR= Netto driftsresultat

UNDR= Unormalt netto driftsresultat

(1-ndu)= normalisert tilbakehaldsgrad frå netto driftskapital

Netto driftsvekst	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Normalisert tilbakehaldsgrad frå drift	0,7414	0,5329	-3,6621	2,7734	-15,9364	-60,4933
Netto driftsrentabilitet	5,54 %	7,89 %	2,62 %	6,90 %	0,91 %	-0,19 %
Normalisert netto driftskapitalvekst	4,11 %	4,20 %	-9,59 %	19,14 %	-14,46 %	11,69 %

I tabellen over er normalisert driftskapitalvekst rekna ut. Tabellen syner større variasjon i årleg vekst enn det vi såg under den normaliserte eigenkapitalveksten.

Analyse av normalisert sysselsett kapitalvekst

Normalisert sysselsett kapitalvekst kan utledast med utgangspunkt i normalisert netto driftsvekst. Samanhengen mellom vekst i sysselsett kapital og netto driftskapital blir vist i følgjande formel:

$$skv_t = ndv_t - (ndv_t - fev_t) \times \frac{FE_{t-1}}{SSK_{t-1}}$$

, der

skv= vekst i sysselsett kapital

fev= vekst i finansielle eigedeler

Utrekningane er presentert i tabellen under:

Sysselsett kapitalvekst	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Normalisert sysselsett kapitalvekst	7,02 %	7,35 %	12,18 %	-1,40 %	3,57 %	-10,11 %

Dersom veksten i finansielle eigedelar er større enn veksten i netto driftskapital vil veksten i sysselsett kapital vere større enn veksten i netto driftskapital. I tabellen over er utrekningane av normalisert sysselsett kapitalvekst presentert. Tabellen viser at alle år utanom 2006 gjev mindre normalisert sysselsett kapitalvekst enn normalisert netto driftsvekst. Dette impliserar at finansielle eigedelar stort sett har mindre vekst enn netto driftseigedelar.

Analyse av resultatvekst

I det følgjande blir vekstanalyse av postar i resultatrekneskapen presentert. For dette har vi to metodar. Først ser vi på vekstresultatrekneskap. Deretter utarbeider vi eit trendresultatrekneskap.

Vekstresultatrekneskapen¹⁴¹

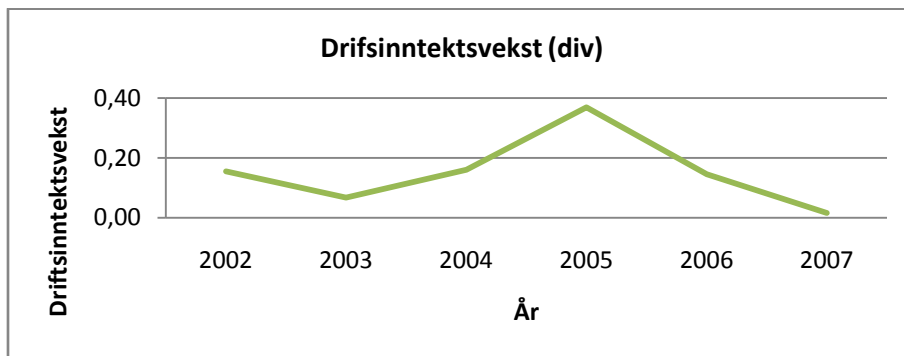
I vekstresultatrekneskapen studerar vi veksten i postane år for år. Vi ser spesielt på veksten til driftsinntekter, nettoresultatet til sysselsett kapital, nettoresultatet til netto driftskapital og nettoresultatet til egenkapitalen.

Vekst i driftsinntekter

Veksten i driftsinntektene finn vi gjennom følgjande samanheng:

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

Årleg vekst i driftsinntektene er presentert i figuren under:



Figur 68 Historisk driftsinntektsvekst

Vekst i nettoresultatet til netto driftsresultat

Netto driftsresultatvekst blir kalkulert ved følgjande uttrykk:

$$ndrv_t = \frac{NDR_t - NDR_{t-1}}{NDR_{t-1}}$$

¹⁴¹ Kjell Henry Knivsflå, BUS424

Dette gjev oss følgjande årleg vekst i netto driftsresultat:

Vekst i netto driftsresultat						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vekst i netto driftsresultat	437,80 %	46,00 %	-66,70 %	178,91 %	-83,93 %	-123,76 %

Vekst i nettoresultat til sysselsett kapital

Vekst i nettoresultat til sysselsett kapital blir kalkulert ved følgjande uttrykk:

$$skrv_t = \frac{NRS_t - NRS_{t-1}}{NRS_{t-1}}$$

Dette gjev oss følgjande årleg vekst i nettoresultatet til sysselsett kapital:

Vekst i nettoresultatet til sysselsett kapital						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vekst i nettoresultatet til sysselsett kapital	19,06 %	129,85 %	-58,82 %	63,96 %	-52,26 %	-78,52 %

Vekst i nettoresultatet til eigenkapitalen

Vekst i nettoresultatet til eigenkapitalen blir kalkulert ved følgjande uttrykk:

$$nrvt = \frac{NRE_t - NRE_{t-1}}{NRE_{t-1}}$$

Dette gjev oss følgjande årleg vekst i nettoresultatet til eigenkapitalen:

Vekst i nettoresultatet til eigenkapitalen						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Vekst i nettoresultatet til eigenkapitalen	69 %	-1997 %	-84 %	76 %	-433 %	17 %

Trendresultatrekneskap

Ved utarbeiding av trendresultatrekneskap studerar vi trenden i dei ulike resultatpostane i høve til eit basisår med indeksverdi 100¹⁴². På denne måten får vi ein detaljert oversikt over kvar enkelt post i resultatrekneskapen sin utvikling. Vi set 2001 som utgangspunkt og gjev alle verdiar dette året indeksverdi 100. Under er trendresultatet presentert:

Trendresultatrekneskap							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Driftsinntekter	100 %	116 %	123 %	143 %	196 %	225 %	228 %
Driftskostnader	100 %	111 %	117 %	142 %	191 %	226 %	231 %
= Driftsresultat eigen verksemd	100 %	538 %	785 %	261 %	706 %	87 %	-28 %
- Driftsrelatert skatt i eigen verksemd - normalisert	100 %	538 %	785 %	261 %	706 %	87 %	-28 %
= Netto driftsresultat i eiga verksemd	100 %	538 %	785 %	261 %	706 %	87 %	-28 %
= Netto driftsresultat	100 %	538 %	785 %	261 %	729 %	117 %	-28 %
Netto finansinntekt	100 %	3 %	131 %	71 %	33 %	80 %	32 %
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	100 %	119 %	274 %	113 %	185 %	88 %	19 %
- Netto finanskostnad	100 %	121 %	124 %	85 %	137 %	216 %	173 %
= Nettoresultat til eigenkapital	100 %	169 %	-3198 %	-523 %	-919 %	3062 %	3587 %
= Fullstendig nettoresultat til eigenkapital	100 %	86 %	426 %	57 %	-250 %	-2149 %	404 %
= Endring i eigenkapital	100 %	85 %	372 %	57 %	2171 %	-1303 %	3345 %
UB EK	100 %	105 %	128 %	132 %	266 %	185 %	392 %

18.9 Vedlegg 9: Analyse av rentabilitet i framtidsrekneskapen

Alternativ måte å rekne ut eigenkapitalrentabiliteten er dekomponere for å skile mellom drift og finansiering. Dette gjev informasjon om kvar rentabiliteten er skapt. I formelen under ser vi dekomponering av ekr.

$$ekr_t = ndr_t + (ndr_t - nfg_r_t) \times nfgg_{t-1} + (ndr_t - mir_t) \times mig_{t-1}$$

Første leddet er netto driftsrentabiliteten. Andre leddet gjev oss verknaden av netto finansiell gearing. Tredje leddet identifiserar verknaden av minoritetsinteresser, noko som i Synnøve Finden sitt tilfelle er lik null.

¹⁴² Kjell Henry Knivsflå, BUS425

Dekomponering av ekr	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Netto driftsrentabilitet	12,1 %	15,9 %	20,3 %	25,5 %	29,2 %	21,0 %	16,0 %	12,9 %	10,9 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
Verknad av netto finansiell gearing	1,5 %	2,7 %	4,2 %	5,5 %	5,8 %	3,5 %	2,3 %	1,7 %	1,3 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
Eigenkapitalrentabiliteten	13,5 %	18,6 %	24,5 %	31,0 %	35,0 %	24,5 %	18,2 %	14,6 %	12,1 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %

Synnøve Finden sin superprofitt i budsjettpæriden er illustrert i det følgjande

Superprofitt ekr													
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ekr	13,54 %	18,60 %	24,50 %	31,01 %	34,99 %	24,51 %	18,24 %	14,59 %	12,11 %	8,03 %	8,03 %	8,03 %	8,03 %
ekk	8,36 %	8,24 %	7,63 %	7,52 %	7,41 %	7,44 %	7,47 %	7,49 %	7,51 %	7,54 %	7,54 %	7,54 %	7,54 %
Superprofitt ekr	5,18 %	10,36 %	16,88 %	23,49 %	27,58 %	17,07 %	10,77 %	7,10 %	4,60 %	0,50 %	0,49 %	0,49 %	0,49 %

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabiliteten blir på etterskotsbasis rekna ut etter denne formelen:

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{(NDK_{t-1} + NDK_t - NDR_t)/2} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

Dette gjev desse rentabilitetane og superprofitt for budsjettpæriden:

	2008B	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
ndr	12,06 %	15,87 %	20,32 %	25,46 %	29,22 %	20,96 %	15,97 %	12,94 %	10,86 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %
ndk	8,08 %	7,99 %	7,35 %	7,08 %	7,02 %	7,00 %	7,16 %	7,14 %	7,12 %	7,10 %	7,10 %	7,10 %
Superprofitt ndr	3,98 %	7,88 %	12,97 %	18,39 %	22,21 %	13,97 %	8,81 %	5,80 %	3,74 %	0,40 %	0,40 %	0,40 %

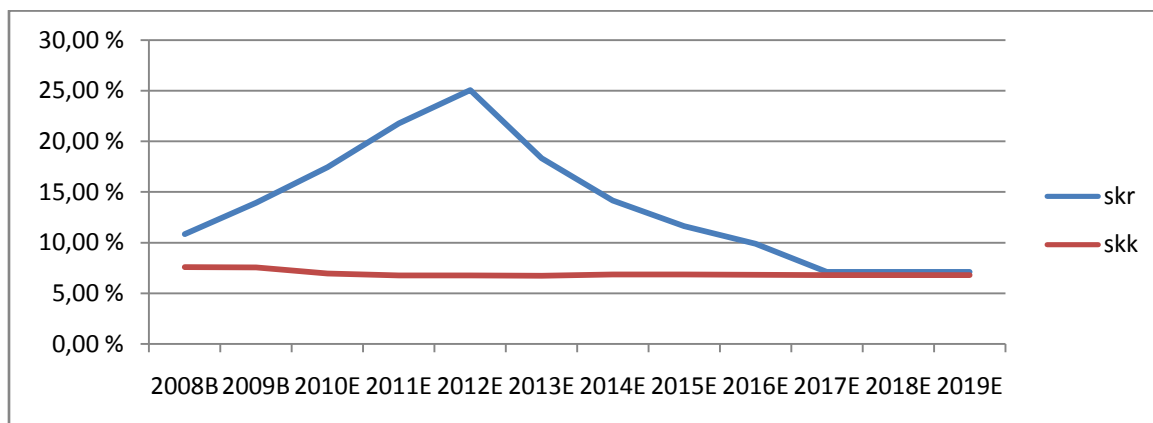
Sysselett kapitalrentabilitet

Sysselett kapitalrentabilitet blir på etterskotsbasis rekna ut etter denne formelen:

$$skr_t = \frac{NRS_t}{(SSK_{t-1} + SSK_t - NRS_t)/2} = \frac{NRS_t}{SSK_{t-1} + (\Delta SSK_t - NRS_t)/2}$$

Dette gjev desse rentabilitetane og superprofittar for budsjettpæriden:

	2008B	2009B	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
skr	10,84 %	13,93 %	17,46 %	21,79 %	25,06 %	18,32 %	14,16 %	11,63 %	9,89 %	7,11 %	7,11 %	7,11 %
skk	7,59 %	7,55 %	6,95 %	6,75 %	6,73 %	6,71 %	6,85 %	6,83 %	6,81 %	6,79 %	6,79 %	6,79 %
Superprofitt skr	3,25 %	6,38 %	10,51 %	15,04 %	18,33 %	11,61 %	7,31 %	4,80 %	3,08 %	0,32 %	0,32 %	0,32 %



18.10 Vedlegg 10: Utrekning av framoverskodande beta i SPSS og Excel

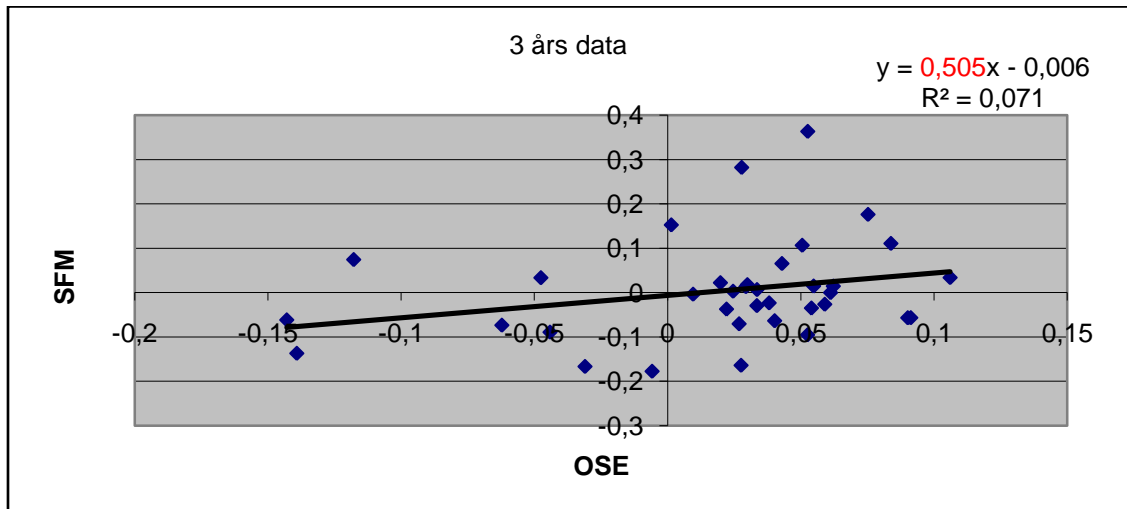
Ved legge inn 3 års historiske kursdata frå Synnøve Finden og OSEBX i SPSS og køyre ei regresjonsanalyse får vi beta på 0,506.

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	-,006	,020		-,329	,744	-,046	,033
	OSEBX	,506	,313	,267	1,618	,115	-,130	1,142

a. Dependent Variable: SFM

Det same får vi i Excel:



Med Merill Lynch-justering:

$$0,506 \times \frac{2}{3} + 1 \times \frac{1}{3} = 0,67$$

Framoverskodande beta for Synnøve Finden er 0,67.

18.11 Vedlegg 11: Framtidskrav

For å rekne ut det framtidige eigenkapitalkravet treng vi først å finne eigenkapitalbeta for 2009-2017.

Eigenkapitalkrav- ekk	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente etter skatt	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
+Justert beta	0,67	?	?	?	?	?	?	?	?	?
x risikopremie etter skatt	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+Likviditetspremie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=Eigenkapitalkrav før eus	0,08	?	?	?	?	?	?	?	?	?
/(1- effektiv utbyteskatt)	1,000	0,997	0,993	0,990	0,987	0,983	0,980	0,977	0,973	0,970
= Eigenkapitalkrav etter eus	0,084	?	?	?	?	?	?	?	?	?

For å rekne ut eigenkapitalbetaen må vi først finne netto driftsbeta for 2008. Netto driftsbeta finn vi ved å vekte eigenkapitalbeta med eigenkapitaldelen og addere netto finansiell gjeldsbeta vekta med netto finansiell gjeldsvekt.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} \times \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} \times \frac{NFG}{NDK}, \quad \text{gitt ingen MI}$$

Beta til netto finansiell gjeld blir som tidlegare anteke vere lik 0. Med utgangspunkt i Miller og Modigliani sine føresetnader om at gjeldsstruktur ikkje har betydning for ei verksemd sin verdi set vi netto driftsbeta lik 2008 for heile budsjettperioden. Eigenkapitalbetaen kan dermed finnast residualt. Vi får utrekning som vist i tabellen under:

Netto driftsbeta	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Eigenkapitalbeta	0,67	0,65	0,63	0,61	0,59	0,59	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
x EK/NDK	0,74	0,76	0,79	0,81	0,84	0,83	0,83	0,83	0,82	0,82	0,82	0,82
+ Minoritetsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x MI/NDK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x NFG/NDK	0,26	0,24	0,21	0,19	0,16	0,17	0,17	0,17	0,18	0,18	0,18	0,18
= Netto driftsbeta	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49

Vi kan nå fylle inn eigenkapitalbetaen i kapitalverdimodellen, noko som gjev oss følgjande utrekning:

Eigenkapitalkrav- ekk	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Risikofri rente etter skatt	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
+Justert beta	0,67	0,65	0,63	0,61	0,59	0,59	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
x risikopremie etter skatt	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
+Likviditetspremie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
=Eigenkapitalkrav før eus	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07
/(1- effektiv utbyteskatt)	1,000	0,997	0,993	0,990	0,987	0,983	0,980	0,977	0,973	0,970	0,970	0,970
= Eigenkapitalkrav etter eus	0,084	0,082	0,076	0,075	0,074	0,074	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075	0,075

Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav blir funne ved å vekte finansielt gjeldskrav med finansiell gjeldsvekt og trekke frå finansielt egedelskrav vekta med finansiell egedelsvekt, vist ved formel:

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

For å kalkulere netto finansiell gjeldskrav må vi først finne finansielt egedelskrav og finansielt gjeldskrav.

Finansielt egedelskrav

Finansielt egedelskrav finn vi ved denne samanhengen:

$$fekt = rf + \beta FE \times krp$$

, der

Rf = risikofri rente

βFE = betaverdien til finansielle egedeler

krp = kredittrisikopremie

Risikofri rente i budsjettperioden har vi allereie estimert. Det står dermed igjen å finne betaverdien til finansielle egedeler og kredittrisikopremien.

Finansiell egedelsbetaverdiar for budsjettperioden finn ein på same måte som når ein reknar dei historiske. Det vil sei at kontantbeta, fordringsbeta og investeringsbeta blir vekta etter henholdsvis kontantvekt, fordringsvekt og investeringsvekt. Kontantar blir rekna som risikofrie. Det same blir finansielle fordringar etter tapsavsetjing. Dette impliserar at både kontantbeta og fordringsbeta er lik null. Finansiell Kontantbeta og fordringsbeta kan seiast å vere lik null. Finansielle investeringar har beta lik 1. Utrekning av finansiell egedelsbeta blir då som følgjande:

Finansiell egedelsbeta		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kontantbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x Kontantvekt	KON/FE	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12
+ Fordringsbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
x Fordringsvekt	FOR/FE	0,58	0,60	0,62	0,64	0,66	0,68	0,70	0,72	0,74	0,76
+ Investeringsbeta		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
x Investeringsvekt	INV/FE	0,28	0,26	0,25	0,23	0,21	0,19	0,17	0,16	0,14	0,12
= Finansiell egedelsbeta		0,28	0,26	0,25	0,23	0,21	0,19	0,17	0,16	0,14	0,12

Kredittrisikopremien for finansielle egedelar blir bestemt av kredittrisikoen på dei finansielle fordingane. Vi finn først kredittrisikopremien på fordingane som er risikofri rente ganger ein kredittrisikopremie som er bestemt av ratingen på fordingane. Deretter blir kredittrisikopremien på fordingane vekta med fordringsdelen. Vi føreset at fordingane er gjennomsnittleg risikofylte, noko som medfører ein rating lik BBB. BBB gjev ein kredittrisikofaktor på 0,4. Fordingsvekta antek vi at returnerar til gjennomsnittet i steady state. Vi får utrekningane av kredittrisikopremie oppsummert i følgjande tabell:

Kreditrisikopremie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fordringsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente	0,040	0,040	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,034	0,034	0,034
x Kreditrisikofaktor	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
= Kreditrisikopremie BBB	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
x Fordringsvekt	0,60	0,62	0,64	0,66	0,68	0,70	0,72	0,74	0,76	0,76
= Kreditrisikopremie	0,0095	0,0099	0,0089	0,0092	0,0094	0,0097	0,0099	0,0102	0,0104	0,0103

Vi har då alle faktorar på plass for å kunne rekne ut finansielle eidedelskrav, noko som blir presentert i tabellen under:

Finansielt eidedelskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
+ Finansiell eidedelsbeta	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12
x Systematisk risikopremie	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,07
+ Kreditrisikopremie	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
= Finansielt eidedelskrav	0,056	0,057	0,051	0,051	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052	0,052

Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav finn ein ved denne formelen:

$$fgk = Rf + \beta FG \times mrp + krp$$

, der

Rf= risikofri rente

βFG = betaverdien til finansiell gjeld

mrp= marknadspremien

krp= kreditrisikopremie

Risikofri rente har vi allereie rekna ut og marknadspremien har vi frå før argumentert for å vere lik 6,5%. Det gjenstår difor å finne betaverdien til finansiell gjeld og kreditrisikopremien.

Betaverdi til finansiell gjeld

Betaverdi til netto finansiell gjeld blir anteke til å vere lik null med den føresetnad at den systematiske risikoen i finansiell gjeld vert balansert med den systematiske risikoen til

finansielle egedelar. Sidan betaverdien fil netto finansiell gjeld blir rekna ut etter denne formelen;

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

og vi allereie har beta til finansielle egedeler, finn vi beta til finansiell gjeld residualt.

Utrekningane er presentert i følgjande tabell:

Finansielle betaverdiar		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsbeta		0,14	0,13	0,12	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08	0,07	0,06
x Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,95	1,98	2,02	2,06	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11
- Finansiell egedelsbeta		0,28	0,26	0,25	0,23	0,21	0,19	0,17	0,16	0,14	0,12
x Finansiell egedelsvekt	FE/NFG	0,95	0,98	1,02	1,06	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
= Netto finansiell gjeldsbeta		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kreditrisikopremie

Kreditrisikopremien blir rekna ut ved å multiplisere risikofri rente med ein kreditrisikofaktor som er basert på rating. Rating i budsjetteringa blir berre basert på netto driftsrentabilitet og eigenkapitalprosenten. Dette er fordi lg1 ikkje er budsjettert og av di NFK avheng av fgk. Lg1 og rentedekningsgrad er altså utelete frå den ordinere ratingen. Ratingen blir då som presentert i tabellen under.

Syntetisk rating	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Eigenkapitalprosent	0,588	0,617	0,647	0,679	0,711	0,702	0,696	0,692	0,689	0,684
Netto driftsrentabilitet	0,121	0,159	0,203	0,255	0,292	0,210	0,160	0,129	0,109	0,075

Eigenkapitalrating	BBB+	BBB+	BBB+	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftskapitalrating	BBB	BBB+	A	A+	AA	A	BBB	BBB	BBB	BB
Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	A	AA/A	A	A/BBB	A/BBB	A/BBB	BBB
Kreditrisikofaktor	0,4	0,4	0,4	0,25	0,25	0,25	0,4	0,4	0,4	0,4

Vi kan nå rekne ut finansielt gjeldskrav:

Finansielt gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	A	AA/A	A	A/BBB	A/BBB	A/BBB	BBB
Syntetisk rating verdi	0,40	0,40	0,40	0,25	0,25	0,25	0,40	0,40	0,40	0,40
Risikofri rente	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
+ Finansiell gjeldsbeta	0,14	0,13	0,12	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08	0,07	0,06
x Systematisk risikopremie	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,07
+ Kreditrisikopremie	0,016	0,016	0,014	0,009	0,009	0,009	0,014	0,014	0,014	0,01
= Finansielt gjeldskrav	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Utrekning av netto finansielt gjeldskrav

Vi har no alle faktorar på plass for å kunne kalkulere netto finansielt gjeldskrav.

Netto finansiell gjeldskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansielt gjeldskrav	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x Finansiell gjeldsvekt	1,95	1,98	2,02	2,06	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11
- Finansielt egedelskrav	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x Finansiell egedelsvekt	0,95	0,98	1,02	1,06	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
= Netto finansielt gjeldskrav	0,07	0,07	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05

Netto driftskrav

Netto driftskrav er vekta eigenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansiell gjeldskrav summert vist i følgjande formel:

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

Sidan Synnøve Finden ikkje har minoritetsinteresser vil minoritetsdelen av ndk bli lik null.

Utrekna netto driftskrav for budsjetteringsperioden er presentert i følgjande tabell:

Netto driftskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Eigenkapitalkrav	0,08	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08
x EK/NDK	0,74	0,76	0,79	0,81	0,84	0,83	0,83	0,83	0,82	0,82
+ Minoritetsinteressekrav										
x MI/NDK										
+Netto finansiell gjeldskrav	0,07	0,07	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05
x NFG/NDK	0,26	0,24	0,21	0,19	0,16	0,17	0,17	0,17	0,18	0,18
= Netto driftskrav	0,081	0,080	0,073	0,071	0,070	0,070	0,072	0,071	0,071	0,071

Syssetsett kapitalkrav

Syssetsett kapitalkrav blir kalkulert ved denne formelen:

$$ssk = ekk \times \frac{EK}{SSK} + mik \times \frac{MI}{SSK} + fgk \times \frac{FG}{SSK}$$

Minoritetsdelen blir også her lik null.

Vektene for både ndk og ssk bør egentleg vere i marknadsverdi¹⁴³, men i mangel på desse tala brukar vi dei rekneskapsbaserte. Dette medfører at dei EK-, -NDK, og SSK-metoden ikkje blir like i verdsetjinga, og vi må difor gjennomføre ei sekvensiell oppdatering av vektene for å komme fram til eitt verdiestimat.

Her er utrekna sysselsett kapitalkrav over budsjettperioden:

Sysselsett kapitalkrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Krav til eigenkapitalen	0,08	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08
x EK/SSK	0,59	0,62	0,65	0,68	0,71	0,70	0,70	0,69	0,69	0,68
+ Krav til minoriteten										
x MI/SSK										
+ Krav til finansiell gjeld	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x FG/SSK	0,41	0,38	0,35	0,32	0,29	0,30	0,30	0,31	0,31	0,32
= Krav til sysselsett kapital	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07

Driftseigenkapitalkravet

Tilslutt treng vi driftseigenkapitalkravet.

$$dekk = ekk \times \frac{EK}{EK - FE} - fek \times \frac{FE}{EK - FE}$$

Utrekna driftseigenkapitalkrav er presentert i tabellen under:

Driftseigenkapitalkravet	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Krav til eigenkapitalen	0,08	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08
x EK/(EK-FE)	1,52	1,44	1,38	1,32	1,27	1,29	1,30	1,31	1,31	1,32
- Finansielt eigedelskrav	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x FE/(EK-FE)	0,52	0,44	0,38	0,32	0,27	0,29	0,30	0,31	0,31	0,32
dekk	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08

18.12 Vedlegg 12: Fundamental verdsetjing

Selskapskapitalmetoden

Under selskapsmetoden skal vi vurdere verdien på eigenkapitalen gjennom to selskapskapitalar; netto driftskapital (NDK-metoden) og sysselsett kapital (SSK-metoden).

Ved selskapskapitalmetodar blir først selskapskapitalen verdsett for å så bli fråtrekt

¹⁴³ Thore Johnsen, FIE 402

tilhørende bokført finansiell gjeld for å finne verdien på egenkapitalen. Vanlegvis skal også minoritetsinteresser trekkes frå, men i Synnøve Finden sitt tilfelle finnast ingen minoritetsinteresser. For NDK- metoden er der netto finansiell gjeld (NFG= FG-FE) som er relevant gjeld. Dette er fordi $NDK = EK + MI + NFG$ og dermed $EK = NDK - NFG - MI$. For SSK- metoden er det finansiell gjeld (FG) som skal trekkes frå. Dette er fordi at $SSK = EK + MI + FG$ og dermed $EK = SSK - MI - FI$. Dette gjev rett verdi i begge metodane under den føresetnaden at gjelda som blir fråtrekt er ført til verkeleg verdi i finansrekneskapen.

NDK-metoden

Også for NDK-metoden vil vi verdsette egenkapitalen gjennom fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen.

Fri kontantstrøm-modellen (FKD-modellen)

Verdien av egenkapitalen er gjevne av NDK-metoden gjennom denne formelen:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_T) \times (ndk - ndv)} - NFG_0 - MI_0$$

Første leddet er den diskonterte summen av fri kontantstrøm frå drift av fram til T. Det andre leddet er horisontverdien. Summen av dei to første ledda gjev verdien av netto driftskapital.

Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser blir trukke frå for å finne verdien på egenkapitalen. MI er lik null i denne oppgåva.

Utrekningane for Synnøve Finden er vist i tabellen under:

FKD- metoden (frå drift)													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cash flow		81720	79210	80372	84353	52109	33190	25123	19990	2730	9168	9672	10204
Krav (ndk)		0,081	0,080	0,073	0,071	0,070	0,070	0,072	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071
Diskonteringsfaktor		1,081	1,167	1,253	1,342	1,436	1,536	1,646	1,764	1,889	2,024	2,167	2,321
Vekst (ndk)													0,055
Horisontverdi													636449
Diskontert		75609	67862	64144	62873	36294	21604	15260	11333	1445	4530	4462	293645
Verdi av NDK	659060												
Gjeld (NFG og MI)	117143												
Tal aksjar	21 500 000												
Verdi per aksje	25,21												

Superprofittmodellen (SPD-modellen)

Verdien av egenkapitalen blir gjennom SPD-metoden kalkulert gjennom følgende formel:

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) \times NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr - nkk) \times NDK_T}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_T) \times (ndk - ndv)} - NFG_0 - MI_0$$

Verdien av netto driftskapital finn ein ved å ta utgangspunkt i bokført NDK (1.ledd) og legge på framtidig diskontert superprofitt til NDK (ledd 2 og 3). Vi set horisonten til T+1 for å vere sikker på at Synnøve Finden er i steady state. For å finne egenkapitalen blir netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trukke frå sidan NDK=EK+NFG+MI.

Utrekningane for Synnøve Finden er presentert i følgende tabell:

SPD- modellen (Superprofittmodellen frå netto driftskapital)													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NDR		43860	51898	60764	70654	81801	66889	56994	50619	46731	35340	37283	39334
NDE t-1	404443	36658	33927	31966	30596	33565	36935	40122	43185	47585	50202	52964	
ndk		0,081	0,080	0,073	0,071	0,070	0,070	0,072	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071
Diskonteringsfaktor		1,081	1,167	1,253	1,342	1,436	1,536	1,646	1,764	1,889	2,024	2,167	2,321
Superprofitt		11168	22597	35832	48038	60336	43398	30532	21962	15993	1539	1623	10680
Vekst													0,055
Diskontert verdi		10333	19360	28597	35805	42023	28249	18545	12451	8464	760	802	49279
Bokført NDK	404443												
SPD	254670												
-NFG	117143												
Tal aksjar	21 500												
Verdi per aksje	000	25,21											

Verdivurderinga med SPD-metoden ga som forventa lik verdi som NDK-metoden.

Superprofittvekst-modellen (ΔSPD-modellen)

Verdiestimatet av egenkapitalen ved ΔSPD-modellen blir utrekna med denne formelen:

$$VEK_0 = \frac{NDR_1}{ndk_1} + \frac{1}{ndk_1} \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPD_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_{t-1})} + \frac{\Delta SPD_{T+2}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_{T+1}) \times (ndk - ndv)} \right\} - NFG_0 - MI_0$$

Netto driftsresultat blir kapitalisert i det første leddet, medan det andre leddet gjev noverdien av framtidige superprofittar. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser blir trukke frå for å finne egenkapitalen.

Dette gjev følgjande utrekning for Synnøve Finden:

Superprofittvekstmodellen														
ΔSPD														
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	20
NDR		4386	5189	6076	7065	8180	6688	5699	5061	4673	3534	3728	3933	414
		0	8	4	4	1	9	4	9	1	0	3	4	97
NDE t-1	404443	3665	3392	3196	3059	3356	3693	4012	4318	4758	5020	5296	5587	
		83	71	63	64	56	56	27	55	57	29	40	71	
ndk		0,081	0,080	0,073	0,071	0,070	0,070	0,072	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071
Diskonteringsfaktor		1,081	1,167	1,253	1,342	1,436	1,536	1,646	1,764	1,889	2,024	2,167	2,321	2,48
														6
Superprofitt		1116	2259	3583	4803	6033	4339	3053	2196	1599	1539	1623	1712	180
		8	7	2	8	6	8	2	2	3				7
ΔSuperprofitt justert for endring i ndk			1144	1348	1265	1289	-	-	-8377	-5824	-	99	105	690
			8	0	8	9	1649	1260			1444			6
							7	5			1			1
Vekst														0,05
														5
Diskontert verdi av Δsuperprofitt			1059	1154	1010	9615	-	-8205	-5088	-3302	-7643	49	48	318
			2	9	2		1149	0						6
Asset in place	542603													
PVGO	116456													
-NFG	117143													
Tal aksjar	21 500													
	000													
Verdi per aksje	25,21													

Verdiberekninga er også her som forventa lik dei to andre modellane innanfor NDK-metoden.

Syssetsett kapital-metoden (SSK-metoden)

Syssetsett kapital-metoden er den andre av dei to modellane som baserar seg på selskapskapital i verdsetjinga. Vi verdset syssetsett kapital og trekk frå finansiell gjeld for å finne verdien til eigenkapitalen. Dersom det hadde vore minoritetsinteresser ville dei også blitt trekt frå. Vi vil også for syssetsett kapital-metoden verdsetje eigenkapitalen gjennom dei tre modellane fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen.

Fri kontantstrøm- modellen (FKS-modellen)

Eigenkapitalen blir rekna ut ved denne formelen gjennom FKS- modellen:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SSK_t}{(1 + ssk_1) \times \dots \times (1 + ssk_t)} + \frac{SSK_{T+1}}{(1 + ssk_1) \times \dots \times (1 + ssk_T) \times (ssk - skv)} - FG_0 - MI_0$$

Det første leddet er den diskonterte summen av fri kontantstrøm til syssetsett kapital fram til steady state. Det andre leddet er horisontverdien der T+1 er brukt som horisont for å vere sikker på at Synnøve Finden er i steady state. Summen av ledd ein og to er verdien av syssetsett kapital. For å finne eigenkapitalen blir finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekt frå.

Utrekninga for Synnøve Finden er presentert under:

SSK- metoden (frå sysselsett kapital)													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cash flow		104690	97443	94759	96366	55396	27789	20974	16857	-2362	6917	9384	9900
Krav (ssk)		0,076	0,076	0,069	0,068	0,067	0,067	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068
Diskonteringsfaktor		1,076	1,157	1,238	1,321	1,410	1,505	1,608	1,718	1,835	1,959	2,092	2,234
Vekst (ssk)													0,06
Horisontverdi													768488
Diskontert		97305	84209	76569	72940	39285	18468	13045	9814	-1288	3531	4486	367331
Verdi av SSK	785694												
Gjeld (FG)	226343												
Tal aksjar	21 500 000												
Verdi per aksje	26,02												

Superprofittmodellen (SPS-modellen)

Verdiestimatet av egenkapitalen ved SPS- modellen er gitt ved denne formelen:

$$VEK_0 = SSK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(skr_t - skk_t) \times SSK_{t-1}}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_t)} + \frac{(skr - skk) \times NDK_T}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_T) \times (skk - skv)} - FG_0 - MI_0$$

Første, andre og tredje ledd i formelen gjev oss verdien av sysselsett kapital ved å addere bokført sysselsett kapital og diskontert sum av framtidige superprofittar til sysselsett kapital. Tredje ledd er horisontverdien der horisonten er sett til T+1 for å vere sikker på at Synnøve Finden er i steady state. For å finne verdien av egenkapitalen trekk vi frå finansiell gjeld og minoritetsinteressar for å finne verdien av egenkapitalen. Dette gjev følgjande utrekningar presentert i tabellen under:

SPS- modellen (Superprofittmodellen frå sysselsett kapital)													
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NRS		50009	57142	64808	74201	84925	70017	60577	54618	51119	40204	42518	44857
SSK t-1	513643	45896 ₂	41866 ₁	38871 ₀	36654 ₅	39607 ₄	43830 ₂	47790 ₆	51566 ₇	56914 ₈	60243 ₅	63556 ₈	
ssk		0,076	0,076	0,069	0,068	0,067	0,067	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068
Diskonteringsfaktor		1,076	1,157	1,238	1,321	1,410	1,505	1,608	1,718	1,835	1,959	2,092	2,234
Superprofitt		11025	22474	35719	47945	60249	43433	30559	21981	16007	1568	1623	13291 ₉
Vekst													0,06
Diskontert verdi		10248	19421	28862	36290	42726	28864	19007	12797	8725	800	829	63534
Bokført SSK	513643												
VNDK	272104												
-FG	226343												
Tal aksjar	21 500 000												
Verdi per aksje	26,02												

Superprofittvekst-modellen (Δ SPS-modellen)

Eigenkapitalen blir verdsett gjennom Δ SPS-modellen i henhold til denne formelen:

$$VEK_0 = \frac{NRS_1}{skk_1} + \frac{1}{skk_1} \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPS_t}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_{t-1})} + \frac{\Delta SPS_{T+2}}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_{T+1}) \times (skk - skv)} \right\} - FG_0 - MI_0$$

Første leddet i formelen er kapitalisert netto resultat til sysselsett kapital. Andre leddet er kapitaliserte framtidig superprofitt til sysselsett kapital. Ledd ein og to utgjør verdien til sysselsett kapital. Finansiell gjeld og minoritetsinteresser blir trekt frå for å finne verdien på eigenkapitalen.

Verdien av eigenkapitalen utrekna med Δ SPS-modellen blir presentert i følgjande tabell:

Superprofittvekstmodell en Δ SPS														
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
NRS		50009	57142	64808	74201	84925	70017	60577	54618	51119	40204	42518	44857	47324
SSK t-1	513643	458962	418661	388710	366545	396074	438302	477906	515667	569148	602435	635568	670525	
ssk		0,076	0,076	0,069	0,068	0,067	0,067	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068	0,068
Diskonteringsfaktor		1,08	1,157	1,238	1,321	1,410	1,505	1,608	1,718	1,835	1,959	2,092	2,234	2,386
Superprofitt		11025	22474	35719	47945	60249	43433	30559	21981	16007	1568	1623	1712	1807
Δ Superprofitt justert for endring i ssk			11456	13460	12601	12788	-16459	-12662	-8421	-5857	-14427	67	102	8363
Vekst														0,06
Diskontert verdi av Δ superprofitt			10648	11632	10182	9679	-11672	-8415	-5238	-3410	-7864	34	49	3997
Asset in place	658910													
PVGO	126784													
-FG	226343													
Tal aksjar	21 500 000													
Verdi per aksje	26,02													

Vi ser også at under sysselsett kapital-metoden gjev alle tre modellane like svar. Dette viser at det er konsistent bruk av modellane.

Driftseigenkapitalmetoden (DEK-metoden)

Driftseigenkapitalmetoden er eit supplement til FKE-modellen. Driftseigenkapital er definert som eigenkapital minus finansielle egedeler, $DEK = EK - FE$, og kan difor sjåast på som verksemda hadde betalt ut finansielle egedelar.

Verdifastsetjinga av eigenkapitalen gjennom driftseigenkapitalmetoden blir gjort i samsvar med denne formelen:

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

Vanleg føresetnad i finansrekneskapen er at $fer_t = fek_t$, altså at rentabiliteten til finansielle egedeler er lik avkastingskravet til finansielle egedeler. Dette er i samsvar med det vi har gjort i framtidsrekneskapen til Synnøve Finden. Når $fer_t = fek_t$ vil det heller ikkje eksistere meir-eller mindreverdier på finansielle egedeler¹⁴⁴. I driftseigenkapitalmetoden held vi difor finansielle egedeler utanom (første ledd i formelen) og finn verdien av driftseigenkapitalen ved å diskontere framtidige fri kontantstraumar til driftseigenkapitalen (FKDE) med driftseigenkapitalkravet (dekk). Fri kontantstrøm til driftseigenkapitalen (FKED) finn vi ved å ta fri kontantstrøm til drift (FKD) og trekke frå netto finanskostnad (NFK) og netto minoritetsresultat (NMR), samt legge til endring i finansiell gjeld (ΔFG) og endring i minoritetsinteresser (ΔMI). Utrekningane av FKED for Synnøve Finden er vist i tabellen under.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FKD	81720	79210	80372	84353	52109	33190	25123	19990	2730	9168	9672	10204
-NFK	-14694	-12195	-9140	-7037	-5976	-5719	-7095	-7768	-8356	-9152	-9850	-10391
+ΔFG	-37184	-28897	-23211	-19224	-3212	16178	14669	13531	17983	13496	10476	11052
-NMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ΔMI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=FKED	29842	38118	48021	58092	42921	43649	32696	25753	12356	13512	10298	10865

I tabellen under viser vi estimert verdi av eigenkapitalen utrekna med DEK-metoden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
FKED		29842	38118	48021	58092	42921	43649	32696	25753	12356	13512	10298	10865
Avkastingskrav		0,10	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Diskonteringsfaktor		1,10	1,20	1,30	1,41	1,53	1,65	1,78	1,93	2,09	2,26	2,45	
Vekst													0,06
Horisonverdi													390193
Diskontert		27184	31745	36832	41145	28142	26475	18336	13349	5918	5977	4207	159388
Verdi av DEK		398695											
+ Finansielle egedeler		109200											
Tal aksjar		21 500 000											
Verdi per aksje		23,62											

18.13 Vedlegg 13: Oppdatert vektor og krav etter konvergeringsprosessen

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto finansiell gjeldskrav										
Finansielt gjeldskrav	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

¹⁴⁴ Kjell Henry Knivsflå – BUS425

x Finansiell gjeldsvekt	1,95	1,98	2,02	2,06	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11	2,11
- Finansielt egedelskrav	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x Finansiell egedelsvekt	0,95	0,98	1,02	1,06	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
= Netto finansielt gjeldskrav	0,07	0,07	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05

Netto driftskrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Eigenkapitalkrav	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
x EK/NDK	0,83	0,85	0,86	0,87	0,87	0,85	0,84	0,82	0,82	0,82
+ Minoritetsinteressekrav										
x MI/NDK										
+Netto finansiell gjeldskrav	0,07	0,07	0,06	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05
x NFG/NDK	0,17	0,15	0,14	0,13	0,13	0,15	0,16	0,18	0,18	0,18
= Netto driftskrav	0,082	0,081	0,075	0,074	0,074	0,074	0,076	0,075	0,075	0,075

Syssetsett kapitalkrav	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Krav til egenkapitalen	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
x EK/SSK	0,71	0,73	0,75	0,76	0,76	0,73	0,71	0,69	0,68	0,68
+ Krav til minoriteten										
x MI/SSK										
+ Krav til finansiell gjeld	0,06	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x FG/SSK	0,29	0,27	0,25	0,24	0,24	0,27	0,29	0,31	0,32	0,32
= Krav til syssetsett kapital	0,078	0,078	0,072	0,071	0,071	0,071	0,072	0,072	0,071	0,071

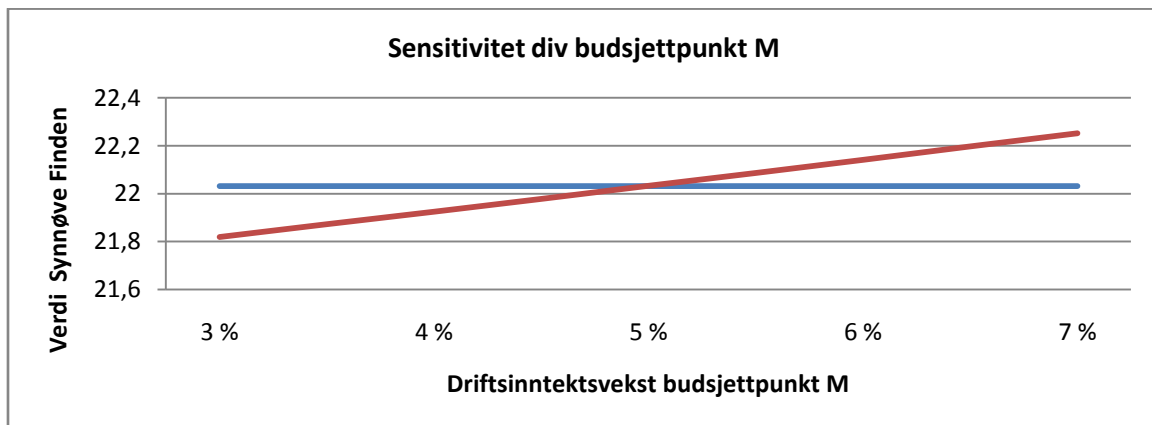
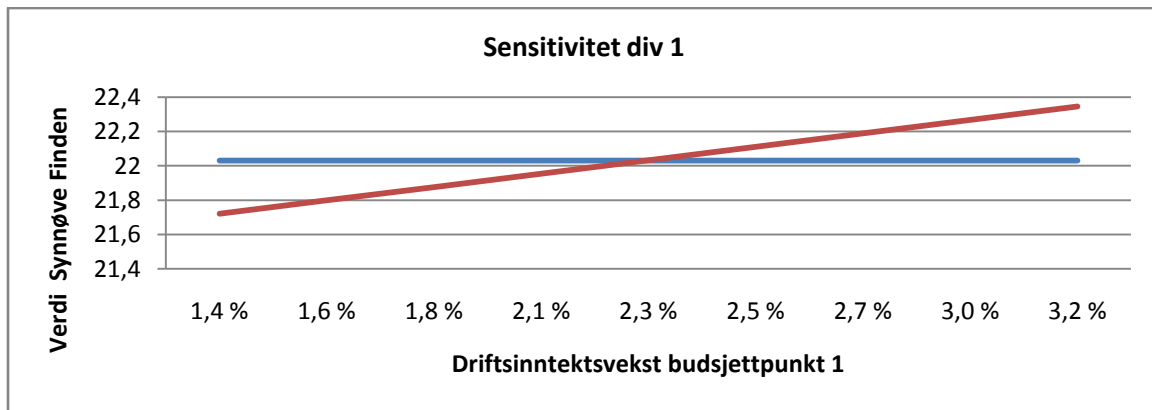
Driftseigenkapitalkravet	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Krav til egenkapitalen	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
x EK/(EK-FE)	1,25	1,22	1,20	1,19	1,20	1,25	1,28	1,31	1,33	1,32
- Finansielt egedelskrav	0,06	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
x (FE)/(EK-FE)	0,25	0,22	0,20	0,19	0,20	0,25	0,28	0,31	0,33	0,32
dekk	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09

18.14 Vedlegg 14: Sensitivitetsanalyse av fundamental verdsetjing

Her presenterar vi sensitivitetsanalysa vi har gjort på den fundamentale verdsetjinga. I alle figurane viser vi ved den blå og flate linja estimatet vi kom fram til i verdsetjinga, medan den raude kurva som er helling på viser endringa i verdiestimatet med endra føresetnader.

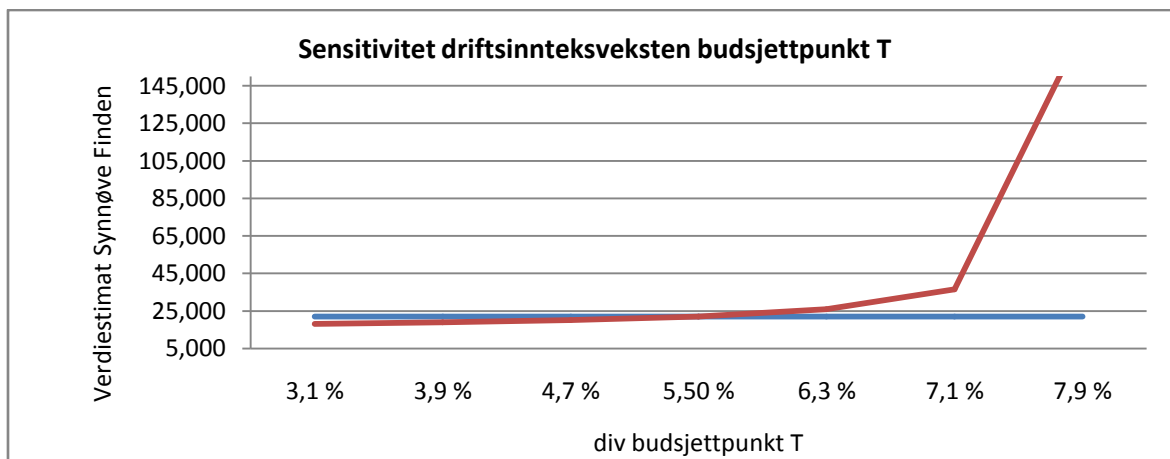
Driftsinntektsveksten

Driftsinntektsveksten analyserar vi på kort (budsjettpunkt 1), mellomlang (budsjettpunkt M) og lang (budsjettpunkt T) sikt. Vi observerar at val av driftsinntektsvekst har relativt lite



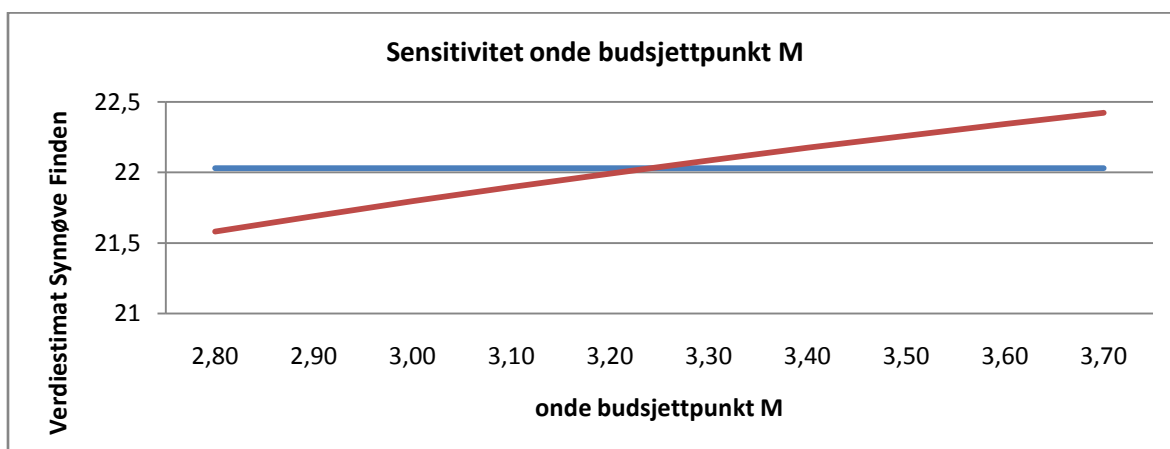
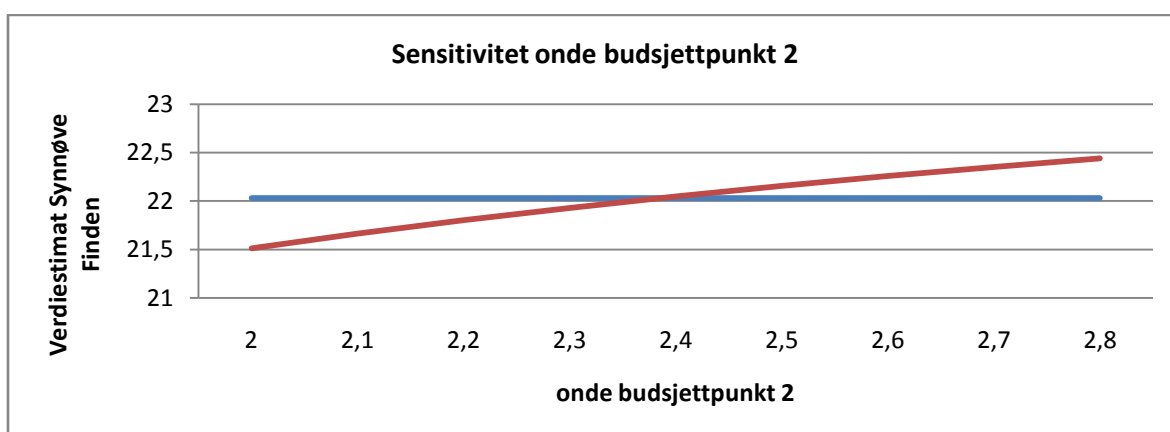
utslag på verdiestimatet på kort og mellomlang sikt. Til dømes vil ein nedgang på 2 prosentpoeng i veksten i budsjettpunkt M gje nedgang på 1,6% på verdiestimatet

I budsjettpunkt T vil endring i veksten ha mykje større følgjer. Dersom veksten på horisonten går ned frå 5,5 % til 4,7% vil verdien på eigenkapitalen synke til 20,08 per aksje. Om veksten heller skulle gå opp til 6,3% aukar verdien til 25,9. Vi ser av figuren under at verdien eksploderar når veksten aukar over 7%. Dette har med at når veksten nærmar seg kravet på horisonten vil nemnaren i brøken i horisontleddet bli veldig liten, og soleis verdien veldig høg. Dette er ein effekt av modellverktøyet vi har valt og vil sjølvsagt ikkje vere reelt i praksis.

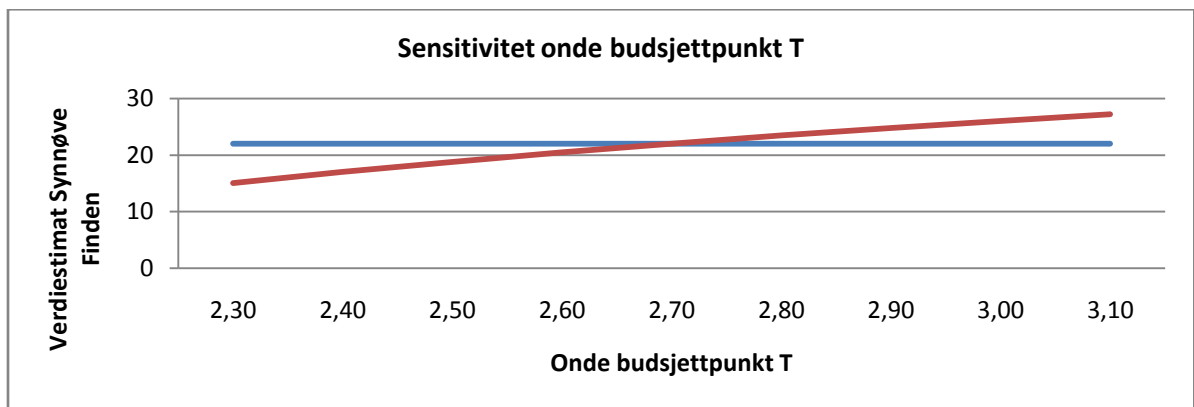


Omløpet til netto driftseigedelar

På same måte som for driftsinntektsveksten observerar at verdiestimatet er lite sensitivt for endringar i onde på kort og mellomlang sikt. Ei endring i onde på 0,1 på mellomlangtsikt gjev berre 0,1 kroner endring i verdiestimatet.

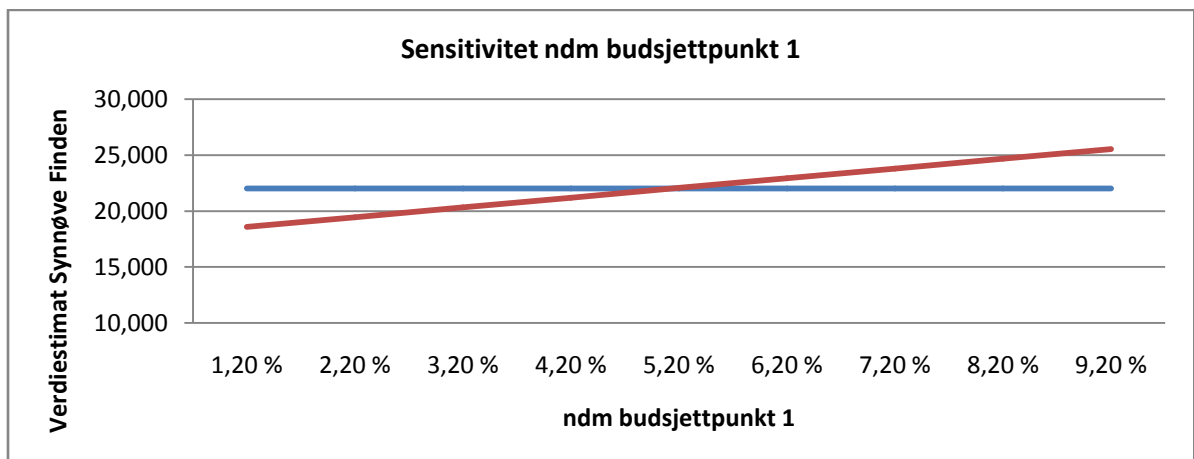


På lang sikt gjev det derimot større utslag. Ei endring i onde frå 2,7 til 2,6 gjev eit redusert verdiestimat på vel 1,5 kroner.

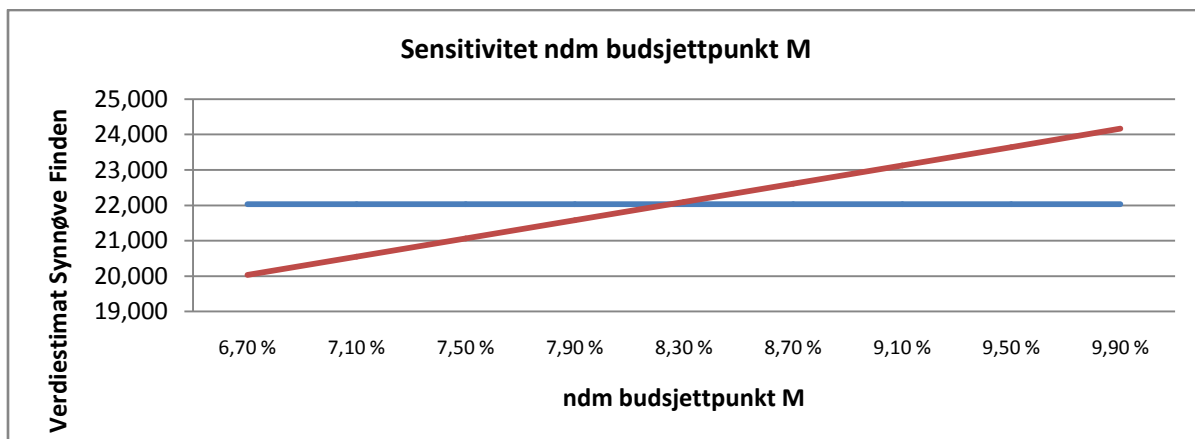


Netto driftsmargin

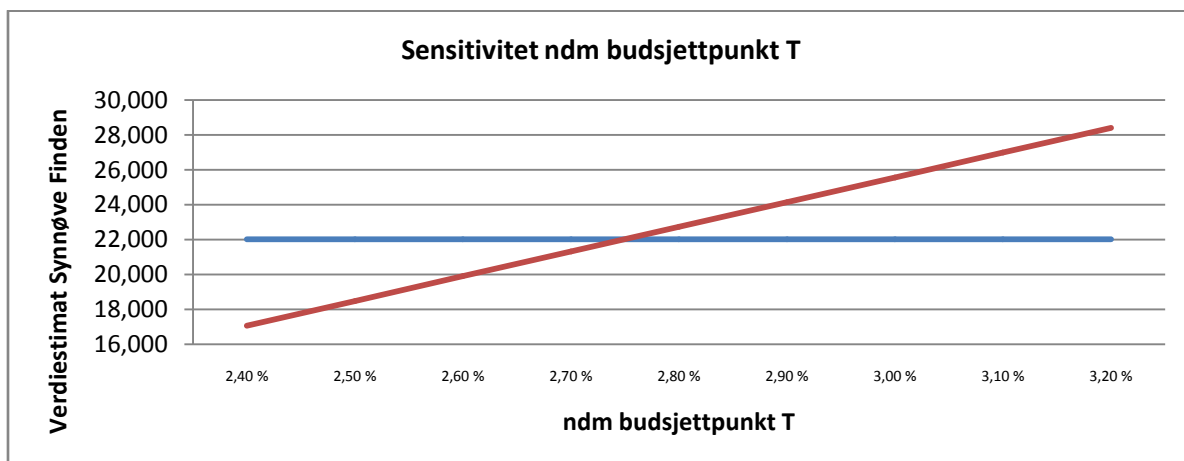
Netto driftsmargin på kort sikt er noko sensitivt for verdiestimatet. Ei endring på 1 prosentpoeng gjev endring på 0,87 kroner på verdien på aksjen.



På mellomlang sikt er verdiestimatet ganske sensitivt. Endring på 0,4 prosentpoeng gjev endring i verdiestimatet på 0,51 kroner.

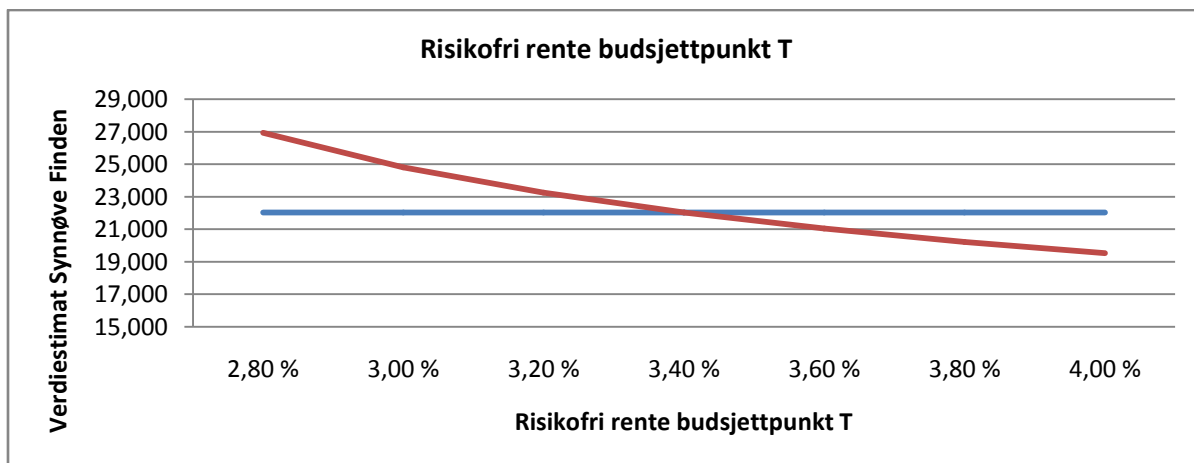


På lang sikt er verdiestimatet veldig sensitivt for endring i netto driftsmargin. Netto driftsmargin på lang sikt er klart den enkeltfaktoren som kan endre verdiestimatet mest. Ei endring på 0,1 prosentpoeng gjev 1,4 kroner endring i verdiestimatet. Dette ser ein av figuren under.



Risikofri rente

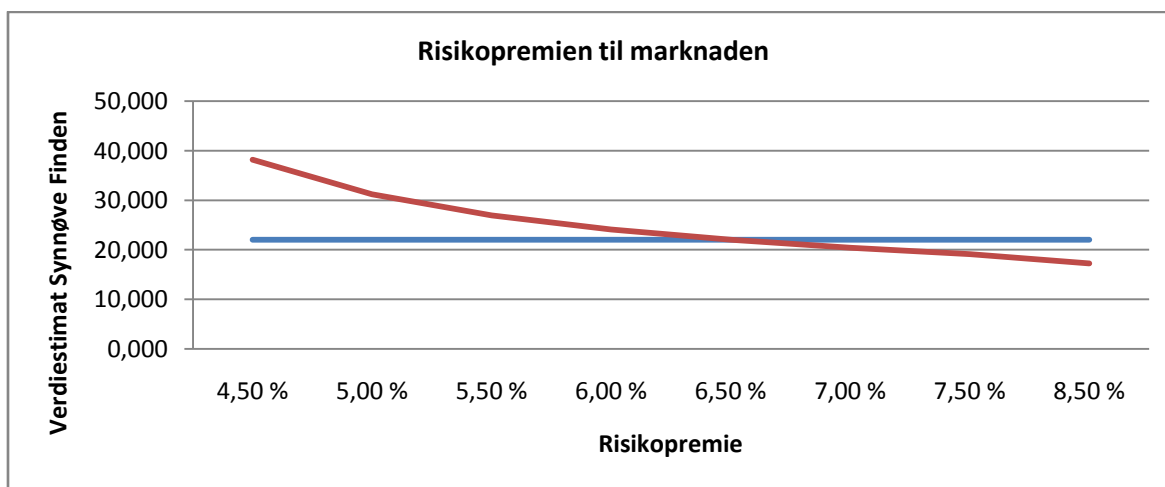
Endring i risikofri rente på budsjettpunkt T har moderat effekt på verdiestimatet. Ei auke i risikofri rente frå 3,4% til 3,6% gjev nedgang i verdiestimatet på 0,98 kroner. Ei redusert risikofri rente frå 3,4% til 3,2% gjev auka verdi på Synnøve Finden-aksjen med 1,22 kroner.



Figur 69 Risikofri rente

Risikopremien til marknaden

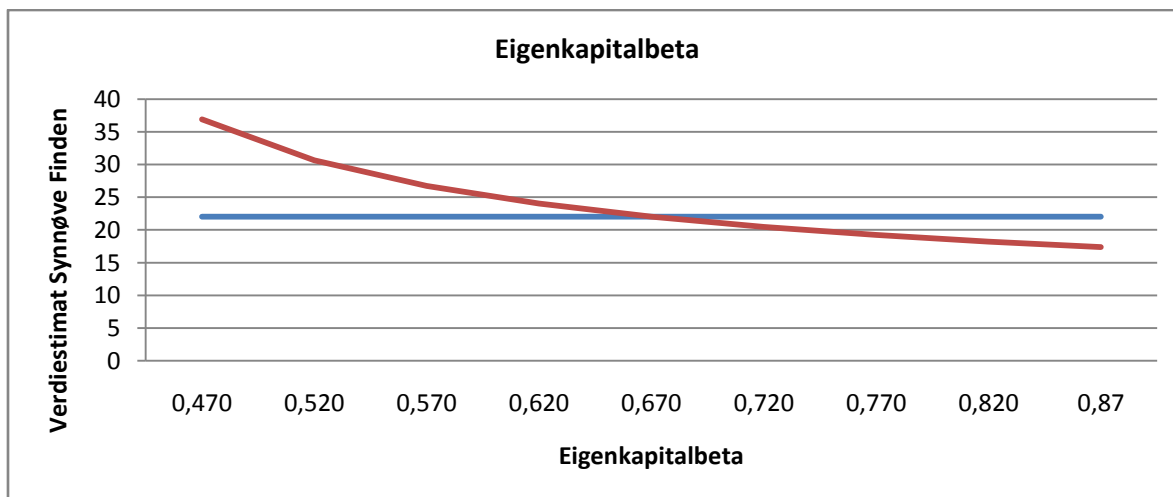
Endring i risikopremien har også moderat påverknad på verdiestimatet. Nedgang frå 6,5% marknadspremie til 6% gjev 2,1 kroner auke i verdien. Ein auke til 7% marknadspremie gjev 1,6 kroners reduksjon i verdiestimatet.



Figur 70 Risikopremie

Eigenkapitalbeta

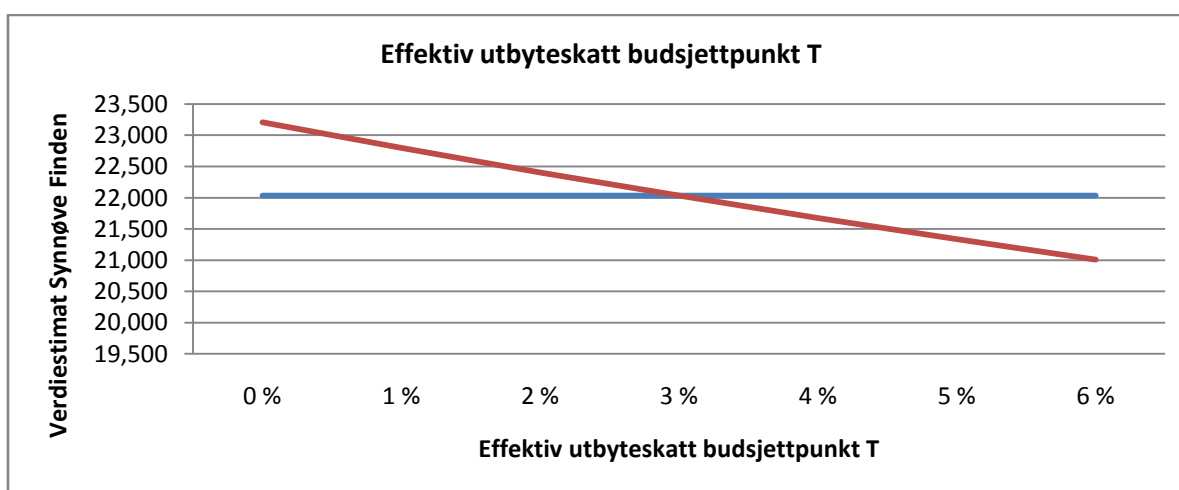
Endring i eigenkapitalbeta har moderat påverknad på verdiestimatet. Ein redusert beta frå 0,67 til 0,62 gjev auke i verdiestimatet på om lag 2 kroner. Ein auka bete frå 0,67 til 0,72 gjev redusert verdiestimat på 1,54 kroner.



Figur 71 Eigenkapitalbeta

Effektiv utbyteskatt

Endring i effektiv utbyteskatt har lite effekt på verdiestimert. Redusert effektiv utbyteskattesats frå 3% til 2% gjev 0,39 kroner høgare verdiestimert. Auka effektiv utbyteskattesats frå 3% til 4% gjev redusert verdiestimert med 0,36 kroner.



Figur 72 Effektiv utbyteskatt

Oppsummering og konklusjon av sensitivitetsanalyse

Generelt kan vi oppsummere med at verdiestimert er mykje meir sensitivt overfor langsiktige budsjett- og verdidrivarar enn for kort- og mellomlangsiktige. Dette har med å gjere at dei langsiktige budsjett- og verdidrivarane gjeld frå år 2017 og til evig tid. Soleis får endring i desse større effekt.

Netto driftsmarginen er den drivaren som gjev dei største utslaga. Verdiestimatet er også ganske sensitivt for endring i omløpet til netto driftseigedelane, i alle høve på lang sikt. Resten av budsjett- og verdidrivarane har moderat effekt på lang sikt.

18.15 Vedlegg 15 Monte Carlo- simulering i Crystal Ball

I Monte Carlo-simuleringa nytta vi desse variablane som input:

Budsjett- og verdidrivar	Utgangspunkt	Normalfordelt/uniform	MIN	MAX	St.dev.
Netto driftsmargin 1	0,052	N			0,0178
Netto driftsmargin M	0,083	N			0,0178
Netto driftsmargin T	0,028	N			0,0035
onde 2	2,385	U	2,038	2,685	
onde M	3,241	U	2,94	3,54	
onde T	2,701	U	2,5	2,9	
div 1	0,023	U	0,013	0,033	
div M	0,050	N			0,01
div T	0,055	U	0,045	0,065	
Risikofri rente	0,034	U	0,03	0,037	
Eigenkapitalbeta	0,671	U	0,6	0,74	
Effektiv utbyteskatt	0,970	U	0,95	0,99	
Marknadspremien	0,065	U	0,06	0,07	

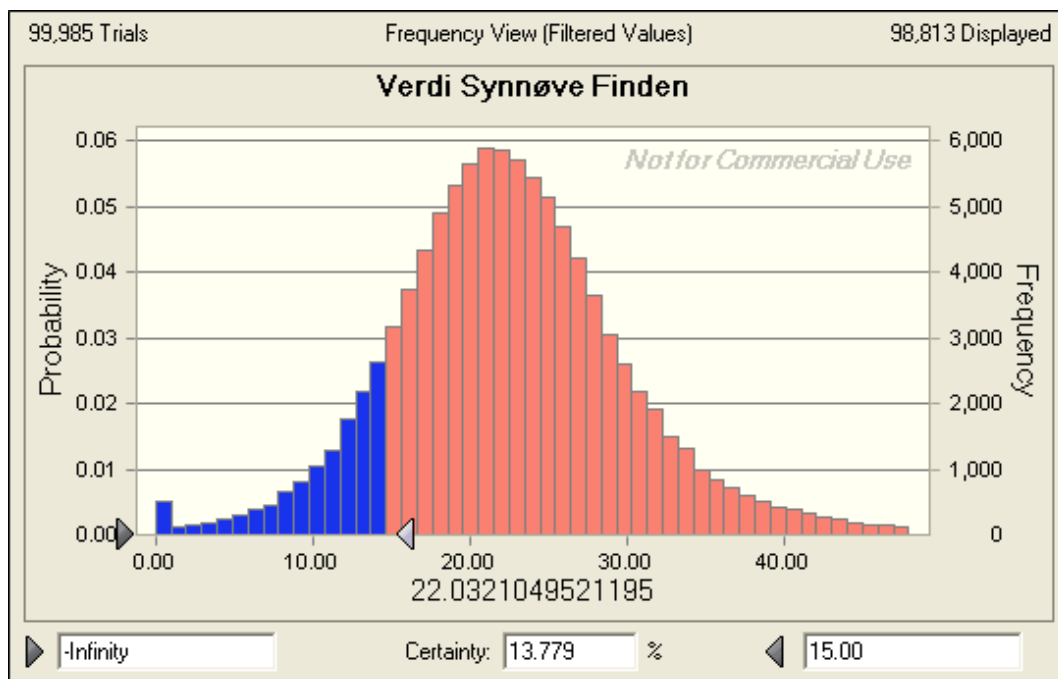
Tabell 48 Monte Carlo - simulering

For kvar budsjett- eller verdidrivar måtte vi bestemme om dei skulle variere etter ei normalfordelt sannsynsfordeling eller om fordelinga skulle vere uniform. Ved uniform fordeling er sannsynet like stort for å treffe alle verdiar innanfor ei gitt grense. I tabellen over er valt fordeling presisert med benemninga N eller U. Det måtte også bestemmast eit høveleg standardavvik i tilfella med normalfordeling og ei minimums- og maksimumsgrense i dei tilfella det var uniform fordeling. Dette er også presisert i tabellen over.

Vi presenterar i det følgjande dei figurane som ikkje er inkludert i hovuddelen av oppgåva.

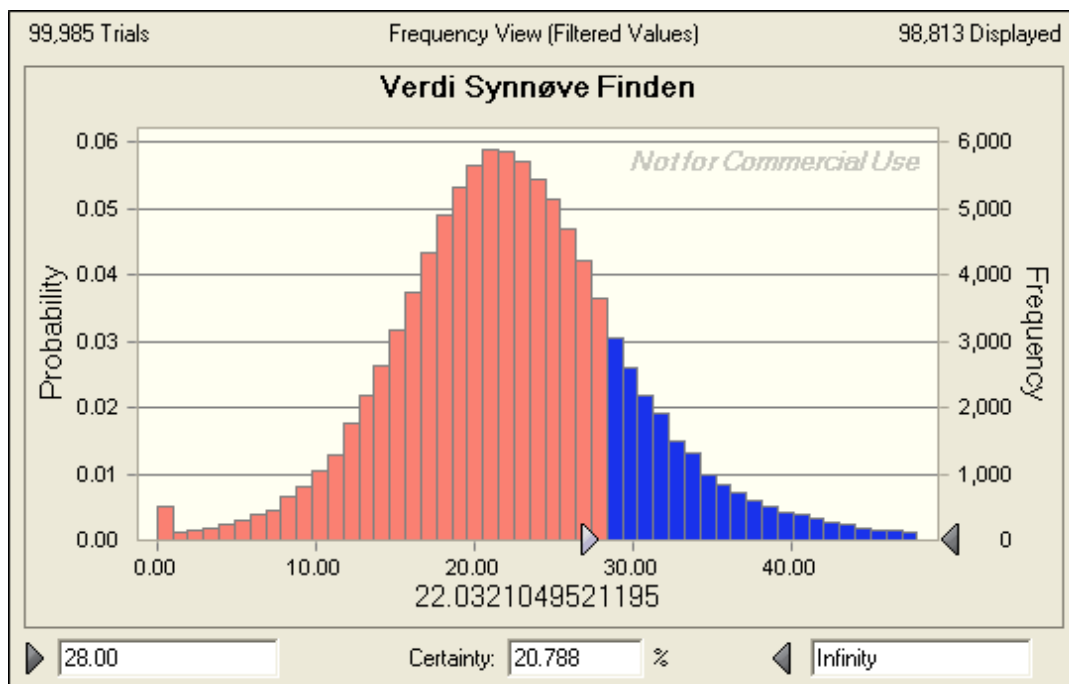
Nedsiderisiko

Sannsynet for at aksjekursen går under 15 kroner er 13,79%, berekna etter Monte Carlo-simulering i Crystal Ball.



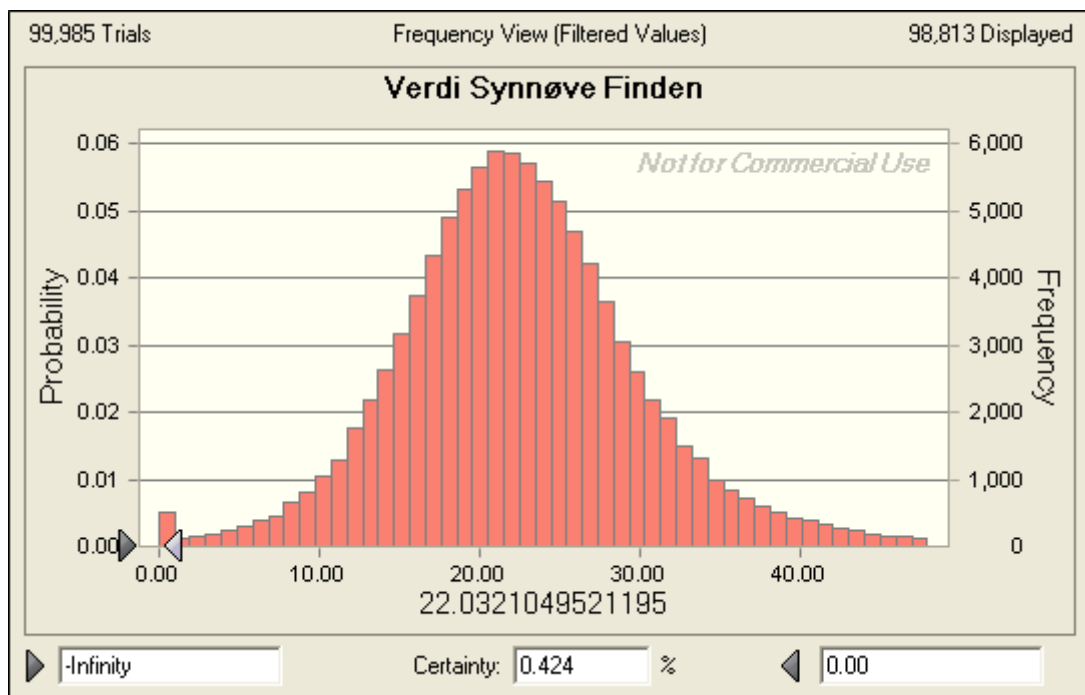
Oppsidepotensiale

Sannsynet for at aksjekursen går over 28 kroner er 20,79%.



Konkurssannsyn

Sannsynet for konkurs er 0,424%.



18.16 Vedlegg 16: Binomisk tre i opsjonsprising

t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6	t=7	t=8	t=9	t=10
										200,9095
									140,6765	
								98,50142		98,50142
							68,97052		68,97052	
						48,29303		48,29303		48,29303
					33,81469		33,81469		33,81469	
				23,67699		23,67699		23,67699		23,67699
			16,57858		16,57858		16,57858		16,57858	
		11,60829		11,60829		11,60829		11,60829		11,60829
	8,128107		8,128107		8,128107		8,128107		8,128107	
	5,69	5,691286		5,691286		5,691286		5,691286		5,691286
		3,985028	3,985028		3,985028		3,985028		3,985028	
			2,790309		2,790309		2,790309		2,790309	
				1,953769		1,953769		1,953769		1,953769
					1,368026		1,368026		1,368026	
						0,957889		0,957889		0,957889
							0,670712		0,670712	
								0,469632		0,469632
									0,328835	
										0,23025
										0,16122

Tabell 49 Moglege verdiutfall av ekspansjon

t=0	t=1	t=2	t=3	t=4	t=5	t=6	t=7	t=8	t=9	t=10
										193,51
									133,52514	
								91,589137		91,10
							62,2893		61,819174	
						41,835156		41,380746		40,89
					27,63924		27,133475		26,663349	
				17,914782		17,34645		16,764701		16,28
			11,378304		10,798878		10,141035		9,4272389	
		7,0812152		6,5527756		5,9268595		5,1622867		4,21
	4,3212842		3,8833905		3,3644657		2,7256362		1,8690159	
2,58871136		2,2528776		1,8639005		1,4026807		0,8298179		0,00
	1,2823166		1,0117102		0,7082542		0,368428		0	
		0,5397577		0,3524086		0,1635771		0		0,00
			0,1733154		0,072626		0		0	
				0,032245		0		0		0,00
					0		0		0	
						0		0		0,00
							0		0	
								0		0,00
									0	
										0,00

Figur 73 "Backward Induction". Verdsetjing av opsjonen

18.17 Vedlegg 17 Endring i arbeidskapital, normalinvesteringar og avkastingskrav (WACC)

Arbeidskapital:	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Account receivables	163	167	171	180	183	185
Inventories	124	127	133	135	138	140
Accounts payable	157	162	169	173	175	180
Working capital:	444	456	473	488	496	505
Change in WC:		12	17	15	8	9

Normalinvesteringar						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Investeringar	8276	11494	-24130	68093	42176	33736
"= Netto Investeringar"	8 276	11 494	-24 130	68 093	42 176	33 736
Investeringar i prosent av driftsinnt.	2 %	3 %	-5 %	10 %	5 %	4 %
- Salg av egedeler	3 594	1 397	-2 774	3 726	2 143	-4 973

WACC	Markedsrisk	Betarisk	
Risikofri rente (etter skatt)			3,5
Risikopremie	6,5		4,4
		0,67	
Konkursrisiko			0,0
Nominell kostnad etter skatt			7,9
Inflasjon			2,5
Reell kostnad av EK			5,4
Risikofri rente			3,5
Risikopremie			2,2
Skatt			1,4
Lånekostnad			4,3
Inflasjon			0,0
Reell lånekostnad			4,3
WACC			4,7
WACC i %			4,7 %

Referanseliste

Bøker:

- Arne Kinserdal (1998), *Finansregnskap med analyse del 1*, 11. utgave. CappeAkademisk Forlag, Oslo
- Besanko, Dranove, Shanley, Schaefer (2004). *Economics of Strategy*. John Wiley & Sons, New York.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J. (2005): *Investments*. 6th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Boye, Knut (2002): *Finansielle Emner*, 13. utgave. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2006): *Principles of Corporate Finance*. 8th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Cochrane, J. (2005). *Asset Pricing*. Princeton University Press, New York
- Dag Ingvar Jacobsen (2004): *Organisasjonsendringer og endringsledelse*. Fagbokforlaget, Bergen
- Damodaran, Aswath (2001): *The dark side of valuation – Valuing Old Tech, New Tech and New Economic Companies*, Prentice Hall, New Jersey
- D.F Hawkins (1998): “*Corporate Financial Reporting and Analysis*”, McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Göran Roos, Georg von Krogh & Johan Roos (2002). *Innføring i strategi*, 3. utgave. Fagbokforlaget. Bergen
- Hill, Charles W.L. and Jones, Gareth, R. (2001): *Strategic Management Theory*, 5.ed. Houghton Mifflin Company, Boston/New York
- Jakobsen, Erik W. & Lien, Lasse B. (2001), *Ekspansjon*, Gyldendal Akademisk
- John C. Hull (2006), “*Options, Futures, and Other Derivates*”. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Lars Sjørgard (2003). *Konkurransestrategi*, 2. utgave. Fagbokforlaget, Bergen
- Michael E. Porter (1998). *Competitive Strategy*. Norsk utgave. Tano
- Penman, Stephan H. (2004): *Financial Analysis and Security Valuation*, 2nd ed. McGraw-Hill/Irwin, New York

- Soffer & Soffer (2003): *Financial statement analyses*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey
- Sundaresan, Suresh (2002): “ *Fixed-Income markets and Their Derivatives*”, South-Western Publishing Company
- Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels (2005). *Valuation*, 4th edition. McKinsey and Company. John Wiley & Sons, Inc, New Jersey.
- Young & O`Byrne (2001): “*Eva and Value-Based Management*”, McGraw-Hill, New York

Artiklar:

- Bresnahan T. F. & Reiss P. C.(1991): Entry and Competition in Concentrated Markets, *Journal of Political Economy*, October 1991. University of Chicago
- Carnegie’s Valuation Guide (2002): Bringing the gap between theory and practice, Carnegie Securities.
- John H. Cochrane (1998): New facts in finance, *Economic Perspective* – Federal Reserve Bank of Chicago
- John Sutton (2006): *Market Structure: Theory and Evidence*, London School of Economics
- Konkurransetilsynet (2005): Konkurransenytt - Varsler overtredelsesgebyr for Tine

Nettsider:

- www.biola.no
- www.bongrain.com
- www.capman.com
- www.creditguru.com
- www.decisoneering.com
- www.denstoltehane.no
- www.dn.no
- www.finansanalytiker.no
- www.frp.no
- www.glanbia.com
- www.kavli.no
- www.mattilsynet.no

- www.nobelpeaceprize.org
- www.nordiclunch.no
- www.oslobors.no/www.ose.no
- www.parmalat.com
- www.regjeringen.no
- www.rokiskio.com
- www.ssb.no
- www.synnove.no
- www.tine.no

Forelesningsnotatar:

- BUS 424 – Frøystein Gjesdal (2006)
- BUS 425 – Kjell Henry Knivsflå (2006)
- BUS 425 – Finn Kinserdal (2007)
- BUS 401 – Kenneth Fjell (2006)
- FIE 402 – Thore Johnsen (2007)

Årsrapportar:

- Synnøve Finden ASA – Årsrapport 2001 – 2007
- Synnøve Finden ASA – Delårsrapportar 2001 - 2007
- Tina BA – Årsrapport 2002 – 2007