

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**  
**Bergen, våren 2006**

**Utredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Bedriftsøkonomisk analyse**  
**Veileder: Professor Øystein Gjerde**

**Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av**  
**Ekornes ASA**

av  
Svein Ivar Magnusson

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

## **Sammendrag**

I denne utredningen har jeg foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Ekornes ASA pr 31.12.2006. Ekornes ASA er Nordens største møbelprodusent og har som forretningside å være en ledende merkevareleverandør av møbler til hjemmeinnredning både nasjonalt og internasjonalt.

Utgangspunktet mitt har vært årsrapporter fra perioden 1998-2006, samt annen ekstern tilgjengelig informasjon. Med bakgrunn i dette har jeg gjennomført en strategisk analyse og en regnskapsanalyse, som har gitt meg innsikt i de underliggende økonomiske forhold. Denne innsikten har dannet grunnlaget for utarbeidelsen av et proforma regnskap som inngår i den fundamentale verdsettelsen av selskapet.

Analysen min gav et verdiestimat på NOK 176,55. Jeg konkluderer på grunnlaget av estimatet mitt med at Ekornesaksjen er underpriset på Oslo Børs, hvor prisen har variert mellom NOK 124 og NOK 150 i perioden for verdsettelse.

I avslutningen av utredningen verdsetter jeg selskapet ved hjelp av en multiplikator, samt at jeg utarbeider en sensitivitetsanalyse og en scenarioanalyse.

## Forord

Valget av tema for utredningen er gjort med bakgrunn i ønsket å skrive om et tema som gir meg muligheten til å oppsummere det jeg har lært på Masterstudiet i Bedriftsøkonomisk analyse. Det mest naturlige valget falt da på en verdivurdering av et større norsk selskap. Dette fordi en verdsettelse befatter et bredt spekter av temaer som har vært sentrale i utdanningen min. En verdsettelse er også et tema som interesserer meg, og som jeg føler er relevant i jobbsammenheng.

Valget av selskap er en konsekvens av at Ekornes har vist og viser at de er et konkurransedyktig og solid selskap som stadig fornyer seg og går sine egne veier for å opprettholde sin konkurransekraft. Det at selskapet i tillegg har greid å skape et så stort merkenavn som Stressless både nasjonalt og internasjonalt er en formidabel prestasjon. Samtidig har de hele tiden utviklet og modernisert produktet som ligger bak Stressless, og opprettholdt suksessen. Disse faktorene gjorde at valget av bedrift ble Ekornes ASA.

Under arbeidet med oppgaven har jeg måttet hentet inn informasjon fra mange ulike kilder og satt meg inn i nytt stoff. Dette arbeidet har gitt meg en dypere innsikt i generell finanst teori samt at jeg har tilegnet meg erfaring i hvordan en verdsettelse gjøres i praksis. Jeg ser på arbeidet med utredningen som meget lærerikt og jeg er helt sikker på at jeg får bruk for kunnskapen og erfaringen jeg har tilegnet meg senere

De største utfordringene har jeg støtt på under arbeidet med å estimere fremtidige tallstørrelser som fremtidige inntekter og vekst, avkastningskrav og andre fremtidige balanse- og regnskapsstørrelser. I oppgaven har jeg i størst mulig grad fokusert på de store linjene og sett på de faktorer som er av størst betydning for verdivurderingen.

Jeg vil til slutt takke min faglige veileder professor Øystein Gjerde for veiledning og nyttige innspill underveis i prosessen.

<b>1. Innledning</b> .....	<b>9</b>
1.1 Formål.....	9
1.2 Avrensning .....	9
1.3 Disposisjon .....	9
<b>2. Presentasjon av Ekornes</b> .....	<b>11</b>
2.1 Historikk.....	11
2.2 Bedriften Ekornes .....	13
2.2.1 Målsetning og visjon .....	13
2.2.2 Policy.....	13
2.3 Organisering .....	14
2.3.1 Selskapsstruktur .....	14
2.3.2 Eierstruktur .....	16
2.3.3 Utbyttepolitikk .....	16
2.4 Produktområder .....	17
2.5 Markeder og markedsutvikling.....	18
2.5.1 Konkurrenter.....	18
<b>3. Strategisk analyse</b> .....	<b>20</b>
3.1 Markedsanalyse/eksternanalyse.....	20
3.1.1 Porters Five Forces-modell.....	20
3.1.1.1 Trusselen fra potensielle nye aktører i markedet .....	22
3.1.1.2 Konkurransenintensiteten blant etablerte aktører.....	23
3.1.1.3 Press fra substitutter .....	24
3.1.1.4 Leverandørens forhandlingsposisjon .....	25
3.1.1.5 Kundernes forhandlingsposisjon .....	25
3.1.2 Porters Five Forces-modell anvendt på Ekornes .....	26
3.1.2.1 Trusselen fra potensielle nye aktører i markedet .....	26
3.1.2.2 Rivalisering blant etablerte aktører .....	26
3.1.2.3 Press fra substitutter .....	27
3.1.2.4 Leverandørens forhandlingsposisjon.....	27
3.1.2.5 Kundernes forhandlingsposisjon .....	27
3.1.3 PEST-analyse.....	28
3.1.3.1 Politiske og juridiske forhold.....	29

3.1.3.2 Økonomiske forhold.....	30
3.1.3.3 Sosiokulturelle forhold .....	31
3.1.3.3 Teknologiske forhold.....	32
3.2 Selskapsanalyse og internanalyse av Ekornes.....	32
3.2.1 SVIMA .....	33
3.2.2 Verdikjedeanalyse .....	40
3.3 Verdikjedeanalyse av Ekornes .....	44
3.3.1 Primæraktiviteter.....	45
3.3.2 Støtteaktiviteter .....	46
3.4 Oppsummering av den Strategiske analysen.....	47
<b>4. Regnskapsanalyse.....</b>	<b>49</b>
4.1 Omgruppert regnskap.....	50
4.1.1 Målefeil .....	50
4.2 Nøkkeltallsanalyse .....	52
4.2.1 Soliditetsanalyse .....	52
4.2.2 Likviditetsanalyse .....	53
4.3 Lønnsomhetsanalyse.....	55
4.4 Trend, kapitalstruktur og finansiering.....	57
4.4.1 Common-size analyse .....	58
4.4.2 Trendanalyse resultatregnskap.....	60
4.4.3 Trendanalyse balanse .....	61
<b>5. Verdsettelsesmetoder - et teoretisk rammeverk .....</b>	<b>63</b>
5.1 Balansebaserte metoder.....	65
5.1.1 Matematisk verdi eller bokført egenkapital.....	65
5.1.2 Substansverdi .....	66
5.1.3 Likvidasjonsverdi.....	67
5.2 Inntjeningsbaserte metoder .....	68
5.2.1 Dividendemodellen .....	68
5.3 Resultatmodeller .....	70
5.4 Multiplikatormodeller .....	70
5.4.1 Aksjekurs/Resultat pr aksje (P/E) .....	72
5.4.2 Selskapsverdi/Driftsresultat (EV/EBITDA).....	72
5.4.3 Aksjekurs/Kontantstrøm per aksje (P/CF).....	73

5.4.4 Aksjekurs/Bok (P/B) .....	73
5.4.5 Aksjekurs/Omsetning (Price/Sales) .....	74
5.5 Opsjonsbaserte metoder .....	74
5.6 Kontantstrømbaserte modeller.....	75
5.6.1 Totalkapitalmetoden.....	77
5.6.2 Egenkapitalmetoden.....	78
5.7 Valg av verdsettelsesmetode .....	79
<b>6 Avkastningskrav.....</b>	<b>81</b>
6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen - CAPM.....	82
6.1.1 Den risikofrie renten .....	84
6.1.2 Markedets risikopremie .....	85
6.1.3 Aksjens markedsrelaterte risiko <i>Betakoeffisienten</i> .....	87
6.1.4 Likviditetspremie .....	88
6.1.5 Egenkapitalens og gjeldens markedsverdi.....	89
6.1.6 Kritikk til kapitalverdimodellen.....	89
6.2 Avkastningskrav for gjelden .....	90
6.3 WACC (Weighted Awerage Cost of Capital) .....	92
6.4 Beregning av avkastningskrav for Ekornes ASA.....	94
6.4.1 Egenkapitalens avkastningskrav .....	94
6.4.2 Avkastningskrav til gjelden.....	94
6.4.3 Markedsvekter .....	95
6.4.3.1 Gjeldens markedsverdi .....	96
6.4.3.2 Egenkapitalens markedsverdi .....	96
6.4.3 WACC .....	96
<b>7. Verdivurdering.....</b>	<b>98</b>
7.1 Den eksplisitte periode.....	98
7.1.1 Inntekter.....	99
7.1.2 Utvikling i driftskostnader.....	101
7.1.3 Utvikling i kortsiktig gjeld/rentefri gjeld og omløpsmidler .....	103
7.1.4 Utvikling i anleggsinvesteringer og avskrivninger .....	104
7.1.5 Skatt.....	104
7.1.6 Langsiktig vekst.....	105
7.2 Kontantoverskudd i eksplisitt periode .....	106

7.3 Terminalverdi .....	107
7.4 Beregning av verdiestimatet ved totalkapitalmetoden.....	108
<b>8 Verdifastsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen P/E .....</b>	<b>110</b>
<b>9. Usikkerhet i verdiestimatet.....</b>	<b>112</b>
9.1 WACC.....	112
9.2 Årlig vekst (g).....	113
9.3 Salgsvekst.....	115
9.4 Endringer i andelen kostnader av omsetning .....	116
<b>10 Scenarioanalyse .....</b>	<b>118</b>
10.1 Positivt scenario .....	118
10.2 Negativt scenario .....	119
10.3 Konklusjon scenarioanalyser.....	120
<b>11 Avsluttende kommentar.....</b>	<b>121</b>
<b>12 Litteraturliste .....</b>	<b>122</b>
<b>13 Vedlegg.....</b>	<b>124</b>
13.1 Regnskap .....	124
13.1.1 Rapportert regnskap .....	124
13.1.2 Omgruppert og justert regnskap.....	125
13.2 Balanse .....	126
13.2.1 Rapportert balanse.....	126
13.2.2 Omgruppert og justert balanse.....	127
13.4 Beregninger brukt i Verdsettelsen .....	128
13.4.1 Utvikling sentrale størrelser i analyseperioden.....	128
13.4.2 Utvikling i eksplisitt periode .....	128
13.4.3 Fremtidsbudsjett i eksplisitt periode .....	129
13.4.5 Diskonteringsfaktor og nåverdi cashflow i eksplisitt periode .....	130
13.5 Positivt scenario .....	130
13.5.1 Vekst sentrale størrelser i analyseperioden positivt scenario .....	130
13.5.2 Fremtidsbudsjett i eksplisitt periode positivt scenario .....	131
13.6 Negativt scenario .....	132
13.6.1 Vekst sentrale størrelser i analyseperioden negativt scenario .....	132
13.6.2 Fremtidsbudsjett i eksplisitt periode negativt scenario .....	133

## **1. Innledning**

### **1.1 Formål**

Utredningens formål er å analysere meg frem til et verdiestimat pr 31.12.2006 for Ekornes konsernet. Estimatet skal utarbeides på grunnlag av en grundig analyse av kvalitative og kvantitative forhold i og omkring selskapet. Utredningen skal ha fokus på å gi en grundig teoretisk tilnærming til hele prosessen med å verdsette et selskap ved bruk av total kapitalmetoden. Den skal også gi et innblikk i alternative metoder å verdsette Ekornes på, samt at jeg vil utarbeide verdiestimat med basis i en eller flere av de alternative metodene

### **1.2 Avrensning**

Utredningen skal i sin helhet fokusere på å gi et korrekt verdiestimat. Jeg ønsker å begrunne de valg jeg gjør i oppgaven med tilgjengelig teori og praksis. Dette medfører et relativt stort fokus på teori, og gjør oppgaven omfangsrik. Jeg vil imidlertid avgrense oppgaven til å i størst mulig grad omhandle relevant teori og ha fokus på det som inngår i en verdsettelse ved bruk av total kapitalmetoden. Jeg vil i tillegg gi verdiestimat basert på P/E multipl

### **1.3 Disposisjon**

Jeg har utarbeidet en utredning med fokus på å gi leseren en oversiktlig og kronologisk utforming med det formål å utarbeide et solid analysert estimat til verdien på Ekornes. Oppgaven er delt inn i totalt 11 kapitler. Kapitlene er inndelt i selvstendige emner, men jeg har også forsøkt å gjøre overgangen mellom kapitlene mest mulig glidende og naturlig.

Kapittel 2 gir en sammenfattende presentasjon av selskapet jeg skal verdsette. For å gi leseren et perspektiv på selskapet og møbelbransjen generelt på de områder det er relevant. Kapitlet skal gi leseren en innsikt i historikken til Ekornes og hvordan selskapet er organisert og virker i dag. Kapitlet tar også for seg markeder og produktområder.

I kapittel 3 vil leseren bli introdusert til ulike analyseverktøy for å gjennomføre en strategisk analyse av Ekornes. Denne skal gi leseren en oversikt over de kvalitative forhold omkring selskapet. Med bakgrunn de ulike analyseverktøyene jeg presenterer, vil jeg foreta en analyse



av både de eksterne faktorer de interne faktorene. Formålet med analysen er å kartlegge om det foreligger forhold i selskapet eller i bransjen som gir grunnlag for særegne konkurransefortrinn. Og om disse i så fall kan gi merverdi og påvirke verdiestimatet jeg senere skal komme frem til. I kapittel 4 vil jeg foreta en kvantitativ analyse for å skaffe meg kjennskap til forhold i Ekornes sine regnskaper. Jeg foretar en regnskapsanalyse ved å omgruppere og justere de rapporterte finansregnskapene for investororientert analyse. Jeg vil se på ulike målefeil og gjennomføre ulike analyser for å kartlegge trender, lønnsomhet og risiko.

I kapittel 5 vil jeg presentere ulike verdsettelsesmetoder som det vil kunne være relevant å bruke. Jeg vil se på fordeler og ulemper ved disse. Til slutt i kapitlet vil jeg foreta et velbegrunnet valg av verdsettelsesmetode med bakgrunn i min kjennskap til selskapet og de ulike metodene jeg har presentert.

Kapittel 6 innledes med en grundig innføring i teorien og fremgangsmåten for å beregne et avkastningskrav for totalkapitalen som skal benyttes i verdsettelsen. Kapitlet presenterer de størrelser som er nødvendige for å utarbeide et mest mulig korrekt avkastningskrav. I siste del av kapitlet utarbeider jeg et avkastningskravet som jeg senere skal benytte i verdsettelsen.

I kapittel 7 er tiden endelig inne for å utarbeide et konkret estimat til verdien på Ekornes. I dette kapitlet vil jeg utarbeide et fremtidsbudsjett med basis i analysen jeg har gjennomført tidligere i utredningen. Dette fremtidsbudsjettet gir kontantoverskuddene som inngår i den eksplisitte periode. I tillegg vil jeg utarbeide en terminalverdi med bakgrunn i utarbeidede estimater og presentert teori. Jeg avslutter kapitlet med å gi et estimat på selskapsverdien til Ekorneskonsernet basert på totalkapitalmetoden. I kapittel 8 verdsetter jeg Ekornes ved hjelp av en multiplikator metode basert på P/E tallet. I kapittel 9 følger jeg opp analysen jeg gjennomførte med basis i totalkapitalmetoden med en sensitivitetsanalyse. Denne ser på hvilke følger mindre endringer i de verdidrivende estimatene får for verdien på selskapet. I kapittel 10 utarbeider jeg to ulike scenarier for å se på hvilke implikasjoner utviklingen i sentrale makro- og mikroforhold fremover har for selskapsverdien. Jeg avslutter utredningen i kapittel 11 ved å gi en avsluttende kommentar.

## 2. Presentasjon av Ekornes

Jeg skal i dette kapitlet gi en generell presentasjon av Ekornes, men samtidig med den generelle presentasjonen vil jeg fokusere på spesielle forhold og kjennetegn ved Ekornes sett utenfra. Dette være seg forhold og kjennetegn som skiller Ekornes fra sammenlignbare selskaper i bransjen, men også særegenheter som skiller Ekornes fra andre selskaper. Disse momentene skal delvis legge grunnlaget for den videre kvalitative og kvantitative analysen av selskapet.

Ekornes ASA er den største møbelprodusenten i Norden med en eksportandel på over 80%. Ekornes sine største merkenavn er Stressless og Svane. Stressless har opparbeidet seg til å bli ett av verdens mest kjente varemerker innen sittemøbler. Ekornes, Stressless og Svane har opparbeidet seg til å bli de mest kjente innen møbelbransjen i Norge. Produksjonen foregår i 7 fabrikkbygg i Norge, mens produktene selges over store deler av verden gjennom egne salgsselskaper i utvalgte markeder. Ekornes' visjon er å være en av verdens mest attraktive leverandører av møbler til hjemmeinnredning.<sup>1</sup>

### 2.1 Historikk

Ekornes så dagens lys i 1934 da Jens Ellingsen Ekornes grunnla J.E Ekornes Fjærfabrikk. Produksjonen ved J.E. Ekornes Fjærfabrikk startet med tre ansatte og maskiner fra Tyskland. Møbelindustrien på Sunnmøre var nettopp kommet i gang, og det var her grunnleggeren Jens Ekornes fant sine første kunder. Når han først hadde fått i gang produksjon av fjærene, var det vel bare naturlig at han skulle fatte interesse for selve madrassene også. Og det skulle være noe annet enn de tunge stålfjærmadrassene på treramme med dårlig snøring. På en utstilling så Jens Ekornes et engelsk madrassinnlegg som hadde et stort antall fjærer bundet sammen på begge sider med stålspiraler. Han forsto med en gang at dette systemet også ville kunne brukes i ordinære madrassinnlegg. Så snart han var kommet hjem begynte han å prøve dette ut sammen med fabrikkformann Nils Sjøholt, og snart kunne de presentere den første Svane-madrassen. Utover 50- og 60- tallet fortsatte Ekornes å produsere madrasser i samtidig økende skala, samt at de utvidet produktmixen til å også omfatte salongmøbler. Dette var noe man ikke hadde hat noen særlig produksjon av i Norge og ingen visste hvilke vei det nå ville gå. Dette viste seg å være en genistrek, og Ekornes økte sin omsetning utover forventet. De fikk

---

<sup>1</sup> Ekornes' årsrapport 2005

etter hvert finansielle krefter og kunne gjøre oppkjøp av strategiske partner og underleverandører rundt om i landet.

I begynnelsen av 1970 tallet introduserer Ekornes Stressless som var en ny type hvilestol på det norske markedet. Denne blir patentert og markedet er svært fornøyd med stolen. Introduksjonen av Stressless samt et overtagelsen av en rekke andre møbelfabriker medførte at Ekornes fordoblet sin omsetning på midten av 1970-tallet. Og I 1975 passerte Ekornes 100 millioner kroner i omsetning. To år senere var de blitt den største møbelprodusenten i Skandinavia. Nå begynte man virkelig å få øynene opp for de foretaksomme og ekspansive sunnmøringene.

Men ekspansjonen var ikke over med dette. I 1984 kjøpte Ekornes opp den relativt store svenske møbelprodusenten Ulferts AB. Dette førte til en dobling av produksjonskapasiteten til Ekornes. Ekornes hadde nå 1600 ansatte totalt. Men dette skulle vise seg å være starten på en tung epoke for Ekornes. Regnskapene viste store underskudd og de store omstruktureringene i selskapet og datterselskapene viste seg å gi negative effekter på resultatet. I 1989 ble den store fabrikk i Sverige avvirket, og man reduserte bemanningen til 900 personer på få år. Dette førte til at styret I 1990 trakk seg etter et forsøk på å refinansiere bedriften. Det så nå svart ut for Ekornes med en negativ egenkapital på 53 mill kr og synkende omsetning.

Gode råd var dyre og i 1991 ansatte Ekornes Jens Petter Ekornes som direktør etter at han hadde hatt en pause i 4 år. Dette skulle vise seg å snu situasjonen. Ekornes fikk nå på plass en ny refinansieringspakke som medførte at de kunne satse for fullt og begynne å tjene penger igjen. Resultatene snudde nå fra minus til pluss, og i 1995 noteres Ekornes på Oslo Børs. Etter børsintroduksjonen har Ekornes hatt en meget positiv utvikling i inntekter og børskurs. Veksten er opprettholdt av stadig nye investeringer og bruk av ny teknologi. Det sist skuddet på stammen er investeringer på totalt 500 mill kr i en ny fabrikk for å produsere mer av flaggskipet Stressless I større skala og mer effektivt enn før. Denne fabrikk er en av verdens mest moderne og miljøvennlige møbelfabriker.

## 2.2 Bedriften Ekornes

Forretningsideen til Ekornes er å tilby produkter som i pris og design henvender seg til et bredt publikum. I tillegg skal konsernet utvikle og produsere produkter som er fremragende med hensyn til komfort og funksjon.

### 2.2.1 Målsetning og visjon

Ekornes uttaler i sin årsrapport at de har som målsetning å være ”en av de mest attraktive merkevareleverandørene i verden av møbler til hjemmeinnredning”. Deres hovedmål er å differensiere seg fra sine konkurrenter med basis i kvalitetsledelse. De jobber fokusert med å bygge opp sterke merkenavn som Stressless og Svane, og utvikle disse merkene bevisst med tanke på kundetilfredshet og kvalitet. De har en struktur som innebærer at forhandler knyttes tett opp til selskapet, og vektlegger strategiske partnerskap til forhandler og sluttledd i linjen. Salg av deres produkter skal også være de mest lønnsomme i bransjen for deres forhandlere.<sup>2</sup>

### 2.2.2 Policy

Ekornes uttaler i sin årsrapport at de ha følgende policy for sin eksistens:

*”Ekornes skal forbindes med redelighet, troverdighet og konsistens overfor aksjonærer, medarbeidere, kunder, leverandører, offentlige myndigheter og andre forretningsforbindelser og skal være kjent for å bry seg om disse (Ekornes Cares). Ekornes skal oppfattes som pålitelig, effektiv og veldrevet slik at det er tillit til selskapet i alle deler av samfunnet.”<sup>3</sup>*

Denne policyen viser at Ekornes ønsker å være et ansvarlig selskap som tenker langsiktig og ønsker å være troverdige og forutsigbare for omgivelsene.

---

<sup>2</sup> Ekornes årsrapport 2005

<sup>3</sup> Ekornes sinne websider

## **2.3 Organisering**

Ekornes konsernet er et børsnotert selskap notert på Oslo Børs. Ekornes ASA er morselskapet i Ekornes-konsernet som eier alle produksjonsfasiliteter, drifts- og salgsselskap samt eiendommer. Fabrikkene i konsernet er organisert etter produktområdene Stressless, Ekornes Collection (sofa) og Svane. Alle fellesfunksjonene ligger i Ekornes ASA, herunder konsernledelse, markedsføring, økonomiforvaltning, innkjøp og produktutvikling for Stressless og Ekornes Collection. selskapets styre og ledelse støtter opp om Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Anbefalingen er gjennomgått med tanke på å sikre at den blir etterlevd.

### **2.3.1 Selskapsstruktur**

Ekornes sine fabrikker er organisert etter hvilke produkt de produserer. Ekornes har som jeg skal komme inn på i den strategiske analysen gjort en rekke oppkjøp av underleverandører for å sikre en stabil tilgang på råvarer og halvfabrikata. Fabrikkene er i hovedsak konsentrert rundt om på sunnmørsområdet men med noen mindre fabrikker i Grodås og i Fetsund. Jeg skal kort gi en presentasjon av fabrikkene. J.E.Ekornes AS er lokalisert i Sykkylven og produserer Stressless stoler og Stressless sofa. Fabrikken kjennetegnes ved bl.a. svært stor egenproduksjon av komponenter. Produksjonen omfatter sømavdeling, trekking/montasje, snekkeri/lakkering, produksjon og overflatebehandling av stålkomponenter, samt produksjon og formstøping av skumplast. Avdeling Vestlandske og Tynes produserer laminat til Stressless og andre møbelprodukter. Mange år med dette arbeidet har gitt betydelig spisskompetanse. Skumplastproduksjonen dekker Ekornes eget behov. I tillegg selges et betydelig volum til andre møbelprodusenter. Fabrikken og administrasjonen har 797 ansatte. Ekornes Fetsund AS, på Romerike, er en ledende madrassprodusent. Bedriften disponerer et moderne, velutstyrt anlegg. Fabrikken står for konsernets produksjon av skumplast og Svane-madrassen. Den har stor egenproduksjon av komponenter. Fiber- skumplastproduksjonen kjennetegnes ved effektivitet og høy kvalitet. Produksjon utover konsernets eget behov, selges til andre produsenter i Skandinavia. Fabrikken har 160 ansatte Ekornes Grodås AS ligger i Hornindal i Nordfjord. Bedriften er høyt spesialisert på innvendige og synlige trekomponenter til sofaer. Det lages også deler til Stressless. Den moderne maskinparken, som også omfatter overflatebehandling av synlig treverk, er fullstendig ordrestyrt. Fabrikken har 91 ansatte

Ekornes Stranda AS ligger i Stranda kommune. Bedriften er en fortsettelse av de to selskapene Stranda Lenestolfabrikk AS og P.I. Langlos Fabrikker AS, som begge ble overtatt av Ekornes i 70-årene. Bedriften er en av konsernets to sofaprodusenter (den andre er Ekornes Hareid AS), og er Norges mest effektive i sitt slag. Produksjonen er ordrestyrt og dekker montering av trekomponenter, søm- og stopningsarbeid. I den moderne maskinparken inngår symaskiner og databasert utstyr for mønsterbehandling og tilskjæring. All internttransport av varer og halvfabrikata går på et helautomatisk conveyorsystem, etter mønster fra moderne bilproduksjon. Conveyorsystemet dekker byggets tre etasjer. Anlegget huser konsernets teststasjon og sentrallager for tekstiler. Alle tekstiler testes på egenvekt, slitestyrke, lysekthet m.m for utsendelse til produksjonsanleggene. Fabrikken har 80 ansatte Ekornes Hareid AS i Hareid kommune ble etablert i 1996 etter at Ekornes ASA overtok den drift som hadde vært i tidligere Utgård Mestermøbler AS. Ekornes ASA kjøpte produksjonsutstyret og overtok ansvaret for selskapets ansatte. Det ble samtidig inngått en langsiktig leieavtale med Utgård Holding AS om leie av Utgårds fabrikkbygg på ca. 13.000 m<sup>2</sup>. Anlegget er moderne og romslig, med alt på en flate. Bedriften er en av konsernets to sofaprodusenter (den andre er Ekornes Stranda AS). Produksjonen er ordrestyrt, og dekker montering av trekomponenter, søm- og stopningsarbeid. I den moderne maskinparken inngår symaskiner og databasert utstyr for mønsterbehandling og tilskjæring. Fabrikken har 94 ansatte<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Ekornes presentasjonsmateriale

### 2.3.2 Eierstruktur

Selskapets 20 største aksjonærer 17.03.2006 <sup>5</sup>

Eier	Hjemmehørende	Verdi aksjepost	Eierandel
1. Folketrygdfondet	NOR	3,678,885	9.99%
2. State Street Bank & Client	USA	2,488,291	6.76%
3. JPMorgan Chase Bank	GBR	2,292,926	6.23%
4. IF Skadeforesakring	SWE	1,828,400	4.96%
5. Oko Osuuspankkin	FIN	1,522,350	4.13%
6. Skandinaviska Enskilda Bank	SWE	1,132,700	3.08%
7. Oslo Pensjonsforsikring	NOR	1,100,000	2.99%
8. Berit Ekornes Unhjem	NOR	1,034,800	2.81%
9. Nordea Bank Denmark	DNK	1,034,002	2.81%
10. GMO Foreign Fund	USA	978,398	2.66%
11. Bank of New York,	USA	964,550	2.62%
12. Verdipapirfondet Pareto	NOR	800,000	2.17%
13. GMO Erisa Pool Trust	USA	767,900	2.09%
14. The Nothern Trust	GBR	484,000	1.31%
15. Goldman Sachs	GBR	473,566	1.29%
16. JPMorgan Chase Bank	LUX	435,638	1.18%
17. Jostein Ekornes	NOR	427,863	1.16%
18. Kjetil Ekornes	NOR	394,745	1.07%
19. Clearstream Banking	LUX	394,443	1.07%
20. RBC Dexia	LUX	382,855	1.04%

**Tabell 2.1 20 Største aksjonærer**

Vi ser av aksjonæroversikten at Ekornes-aksjen er et yndet investeringsobjekt for ulike nasjonale og internasjonale investeringsbanker og fond. Dette kan tolkes som om at Ekornes vurderes som et meget veldrevet selskap med fokus på corporate governance og stabil utvikling som det er knyttet liten risiko til. Men mye av forklaringen ligger nok også i at Ekornes de senere årene har utbetalt relativt store andeler av overskuddet i utbytte. Men det er ikke til å stikke under en stol at alle de store etablerte investorene i Ekornes aksjen er et bevis på at Ekornes er et meget veldrevet selskap i et stabilt marked.

### 2.3.3 Utbyttepolitikk

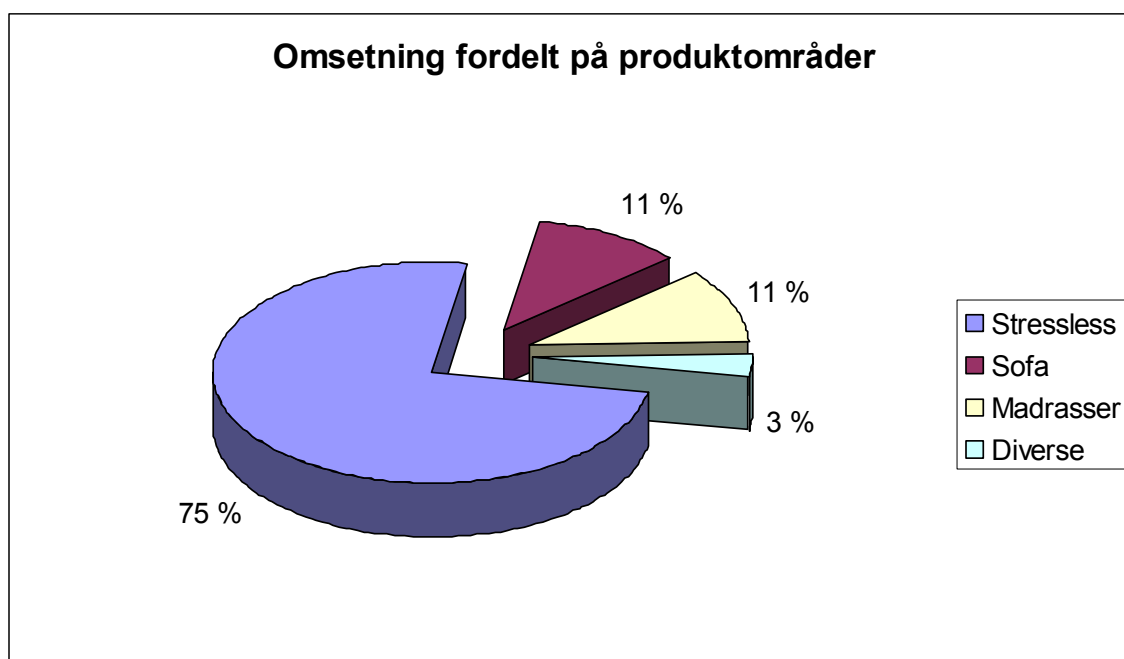
Ekornes' egen aksjonær policy er at de skal forvalte aksjonærenes verdier slik at avkastningen målt som summen av utbytte og kursstigning blir høyest mulig over tid. 30-50% av resultatet etter skatt skal som hovedregel utbetales som utbytte. Imidlertid vil det bli tatt hensyn til

<sup>5</sup> Årsrapport 2005, [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no)

investeringsnivå og veksttakt, samtidig som en søker å holde en egenkapitalandel på vel 50%. Selskapet vil etterstrebe stabilitet i utbyttepolitikken. For 2005 ble det foreslått av styret at det deles ut et ordinært utbytte på NOK 7,50 per aksje, noe som tilsvarer ca 81% av resultat etter skatt.

## 2.4 Produktområder

De tre meste kjente merkene i den norskemøbelbransjen eies av Ekornes. Disse er Ekornes, Stressless og Svane. Selskapet arbeider etter en langsiktig og målrettet merkevarestrategi. Stressless er i dag det mest kjente møbelmerket i Europa, og målinger viser en sterk økning i merkekjennskapen.



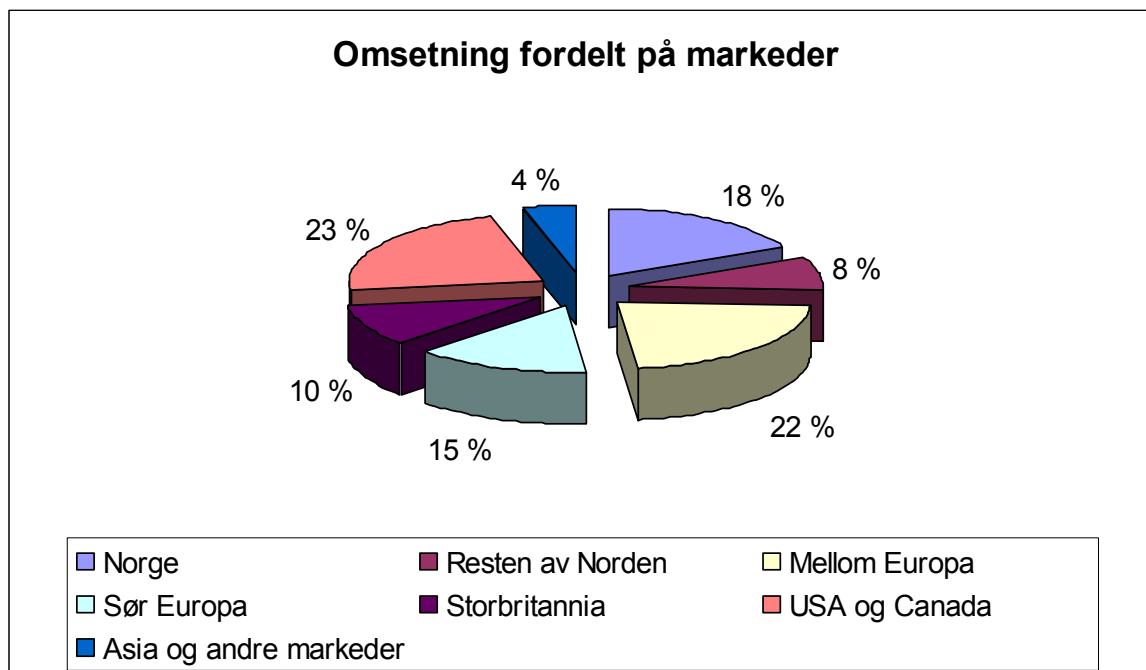
**Figur2.2 Omsetning fordelt på produktområder**

I figur 1 ser en at 75% av omsetningen kommer fra produktområdet Stressless. Dette innebærer at store deler av ressursene allokeres til dette produktet som er bærebjelken i Ekornes systemet.



## 2.5 Markeder og markedsutvikling

Ekornes har over 80% av omsetningen sin på markeder utenfor Norge. Dette gjør at de er sårbare for internasjonale konjunkturer, men desto mindre avhengig av det norske markedet.



**Figur 2.3 Omsetning fordelt på markeder**

I figur 2 ser vi at Ekornes har en eksportandel på over 80%. De største markedene er Europa og Nord-Amerika. USA er sammen med Storbritannia de største enkeltlandsmarkedene. Ekornes ønsker å ha en bevisst diversifisering i markeder noe som har vist seg å være en bærekraftig strategi.

### 2.5.1 Konkurrenter

Nisjen for regulerbare møbler har fortsatt å øke i de fleste møbelmarkeder. Dette tiltrekker seg flere aktører. Det er ingen enkelt leverandør som fremstår som den største utfordreren for Ekornes. Konkurransbildet er sammensatt av mange mindre og mellomstore leverandører, mange av dem fra Asia. Det har også i 2005 vært tilfeller der konkurrenter legger seg for nær Ekornes når det gjelder markedsføring og produkter. Ekornes har en aktiv holdning til

beskyttelse av tekniske løsninger, design og merkenavn. Disse immaterielle rettighetene er registrert i mer enn 40 land. Eventuelle overtredelser blir konsekvent fulgt opp<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Ekornes Årsrapport 2005

## 3. Strategisk analyse

### 3.1 Markedsanalyse/eksternanalyse

Ved verdsettelse av en bedrift er det essensielt å se på lønnsomheten nå, i fremtiden og i fortiden. Men det som ”egentlig” betyr noe er lønnsomheten i fremtiden. Når man skal se på denne lønnsomheten til en bedrift er den i stor grad avhengig av bransjen og de omgivelser bransjen befinner seg i. Jeg vil i min analyse av de eksterne omgivelsene benytte meg av analyseverktøyet til Porter. I tillegg vil jeg foreta en PEST-analyse av Ekornes sine makroomgivelser.

#### 3.1.1 Porters Five Forces-modell

Et mye brukt verktøy i analyse av eksterne konkurransekrefter er Porters Five Forces-modell fig 3.1. Den er utviklet av Michael E. Porter, og beskrevet i boken *Competitive Strategy* fra 1980<sup>7</sup>. Formålet med modellen er å analysere de krefter eller variabler som påvirker et selskaps konkurransekraft i den aktuelle bransjen. Porter hevder at lønnsomhetspotensialet i en gitt næring bestemmes av nivået på fem strukturvariable eller konkurransekrefter. Disse kreftene utformer det miljøet foretaket har sitt virke i. Og vil i større eller mindre grad påvirke foretakets evne til å skape profitt og dermed verdien til foretaket. Variablene innenfor rammeverket vil i ulik grad virke sammen med hverandre. Jo sterkere de ulike konkurransekraftene er, jo vanskeligere er det for nye aktører å etablere seg. Dette vil også påvirke hvor mye profitt det er i bransjen. En bransje hvor profitten er høy vil også være attraktiv for nyetableringer.

#### Modellen

I modellen ser vi at den horisontale aksen kan betegnes som en vertikal rivaliseringsakse, mens vi horisontalt har en fordelingsakse.

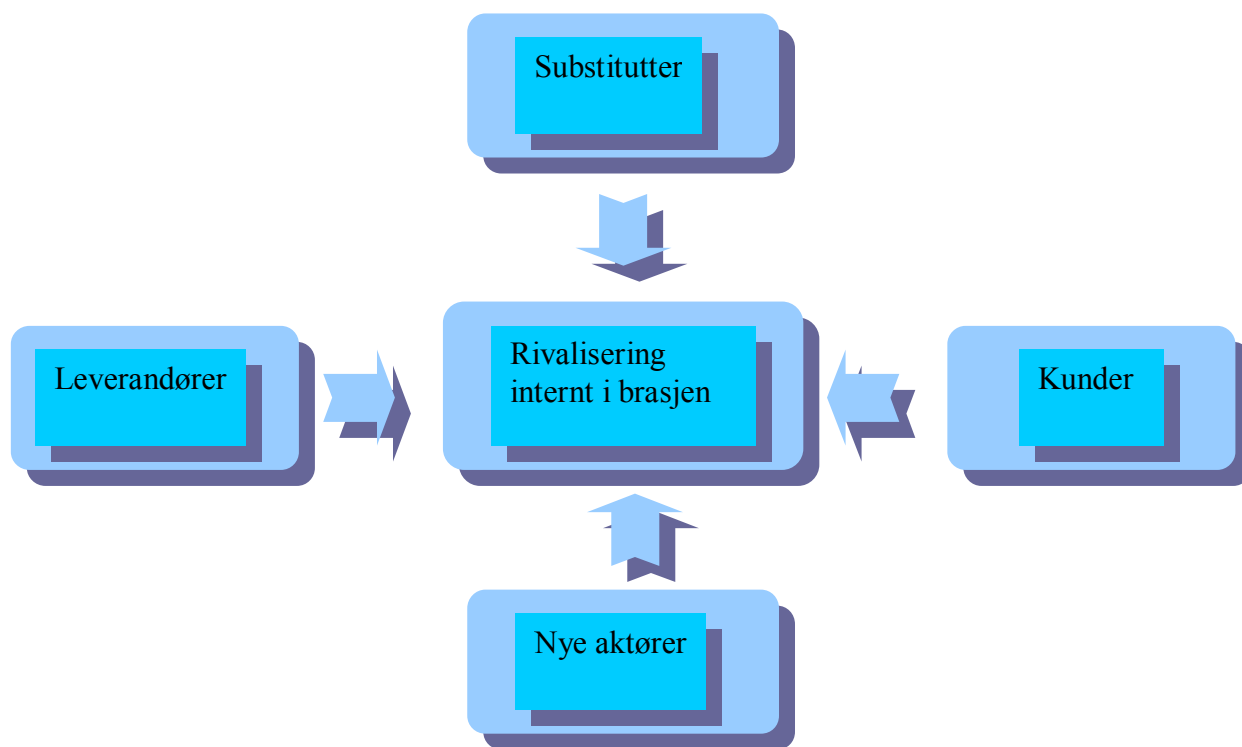
Variablene som i Porters Five Forces modell kan ses på som mikroomgivelsene. Når man ser på mikroomgivelsene må man også se disse i sammenheng med makroomgivelsene som ofte kan legge store føringer for et selskaps virke.

---

<sup>7</sup> Harvard School of Business Administration 1980

Som de fleste teoretiske rammeverk har Porters Five Forces modell sine begrensninger. Det at modellen i all hovedsak kun fokuserer på verdikapring<sup>8</sup> og ikke i større grad på verdiskapning er en klar svakhet. Man får ikke noe bilde av bedriftens mulighet til å skape økt lønnsomhet gjennom forskning og utvikling og samarbeid med andre aktører. Modellen har også et lite fokus på strategisk interaksjon innenfor bransjer. Den har også til dels et overfokus på bransjestruktur som årsak til lønnsomhet. Imidlertid vil mange av disse svakhetene ved Porters modell oppveies ved at det foretaes en grundig internanalyse av selskapet.

Grunnlaget for å benytte Porters Five Forces modell som en del av verdsettelsen av Ekornes ASA, er å kartlegge flest mulig forhold som har betydning for dagens og fremtidige inntjeningsmuligheter.



**Figur 3.1 Porters Five Forces modellverk**

<sup>8</sup> Overføre verdier fra andre aktører i markedet

### 3.1.1.1 Trusselen fra potensielle nye aktører i markedet

Når det forekommer nyetableringer i en bransje medfører dette oftest også en økning i kapasitet. Den nye aktøren vil, for å overta andeler eller øke markedsstørrelsen, legge ned en betydelig innsats av ressurser. Bransjen vil da få et prispress og økte kostnader forbundet med en mer intensiv konkurransesituasjon. Lønnsomheten vil da reduseres for de resterende aktørene i industrien. Trusselen for nyetableringer i en bransje avhenger i stor grad av hvilke etableringshindre som eksisterer i bransjen. De etablertes reaksjonsmønster ved nyetableringer har også mye å si for hvor attraktiv en bransje er. Ved stor fare for langvarig lavpriskonkurranse vil en bransje være mindre attraktiv enn om prisene forventes å holde seg lave. Hvilke barrierer som eksisterer i et marked kan variere, men det er 7 sentrale kilder til etableringshindere eller inngangsbarrierer.

Stordriftsfordeler er et av de største etableringshinderne. Dersom enhetskostnadene synker ved økende produksjonsvolum er det stordriftsfordeler til stede. Stordriftsfordeler kan både være knyttet til alle selskapets aktiviteter og ikke bare produksjonsrelatert virksomhet. Denne typen stordriftsfordel kalles gjerne for economies of scale eller skalaøkonomi.

Men det kan også eksistere economies of scope eller breddefordeler. Når en bedrift har breddefordeler kan det være at den for eksempel produserer en rekke forskjellige varianter på grunnlag av de samme innsatsfaktorene. Det kan også være at et holdingselskap tilfører et datterselskap administrativ- og ledelseskompetanse.

Et annet etableringshinder er produkt differensiering. Dette innebærer at de etablerte aktørene ofte har opparbeidet seg en lojalitet i markedet og til sine produkter. Denne lojaliteten er ofte tidkrevende å bygge opp. Og nye aktører vil ofte måtte bruke betydelige ressurser for å bygge opp merkenavnet hos forbrukere og distributører. Disse utgiftene øker etableringskostnadene for nyetablerere.

Alle nyetableringer vil kreve kapital i større eller mindre grad. Under visse forhold kreves det relativt omfattende investeringer for å etablere seg i en bransje. Dette vil i realiteten være et hinder for nyetableringer, spesielt dersom det er stor usikkerhet til hvor lønnsom etableringsinvesteringene vil være.

Ofte er det knyttet kostnader til å bytte leverandør. Dette kalles byttekostnader. Disse kostnadene vil være et etableringshinder i mange tilfeller. En ny aktør vil måtte bære hele denne kostnaden eller overbevise kunden om at det er verdt kostnaden å bytte leverandør. Et annet viktig etableringshinder er adgangen til ulike distribusjonskanaler. Dette er særlig relevant når man ser på bransjer som har få engros- eller detaljistkanaler. De eksisterende aktørene opererer ofte med langsiktige avtaler noe som gjør det vanskeligere for nyetablerte å få tilgang til markedene med sine produkter. Nyetablerere finner det ofte mer lønnsomt å opprette sine egne distribusjonskanaler.

Andre faktorer som vil være et hinder for nyetableringer er patenter, tilgang på viktige produksjonsfaktorer som utdannede arbeidere og erfaring. En ofte observert realitet er at enhetskostnadene går ned etter hvert som bedriften tilegner seg større erfaring med å tilvirke et produkt eller en tjeneste. Lover og regler vil også kunne være et etableringshinder. Ulike lover knyttet til miljø og samfunnshensyn vil kunne medføre høye etableringskostnader og ofte hindre etablering helt.

### **3.1.1.2 Konkurransenintensiteten blant etablerte aktører**

Hvor sterk rivaliseringen i en gitt bransje er avgjør hvor stor del av verdiskapningen som tilfaller de ulike aktørene. Verdiskapningen kan ses på som en kake som skal deles mellom produsent, kunder og leverandører. Hvordan denne kaken deles avgjøres i stor grad av hvor sterk konkurransenintensiteten er blant de etablerte aktørene. Dersom man har perfekt konkurranse vil all verdiskapning ut, over normal faktoravlønning, tilfalle kunder og leverandører til bedriften. Sett fra den enkelte bedrifts ståsted, ville det vært gunstigst med størst mulig grad av monopol for å kapre mest mulig av profitten. Det er flere faktorer som påvirker hvor stor konkurransenintensiteten er hos de etablerte aktørene. Antallet konkurrerende bedrifter og størrelsesforholdet mellom konkurrentene har svært mye å si på konkurransenintensiteten. Dette betegnes ofte som *konkurransenessig struktur*. Dersom antallet konkurrenter er stort har man en fragmentert bransje. I en slik bransje er det ofte få muligheter til å hente ut superprofitt som er høyere avkastning enn gjennomsnittet i bransjen. En konsolidert bransje er en sektor der markedet er preget av få aktører med mye markedsrett. Slike bransjer har ofte monopolistisk eller duopolistisk konkurranse. Bransjeveksten har også mye å si for hvor sterk konkurransen er. Dersom en bransje ikke er i

vekst eller er i tilbakegang, vil konkurransen være mye sterkere enn om bransjen er i vekst. Det kan sammenligne med ei kake som stadig minker, men alle skal ha like mye som før. Når en bransje preges av høye faste kostnader vil konkurrentene forsøke å utnytte produksjonskapasiteten fullt ut, for på den måten å redusere enhetskostnadene. Dette vil ofte medføre økt konkurranse og prispress. I bransjer hvor avviklingshindrene er store vil konkurranseintensiteten ofte arte seg hardere enn ellers. Dersom driftsmidlene i stor grad er tilpasset den aktuelle virksomheten, kan det resultere i lav realiseringsverdi eller høye kostnader dersom en ønsker å starte alternativ virksomhet. Spesialiserte virksomheter vil derfor representere en avviklingshindring

### **3.1.1.3 Press fra substitutter**

Substitutter er produkter som kan dekke samme funksjon som produktet til den aktuelle bransje. Substitutter reduserer den potensielle lønnsomheten i bransjen ved at de setter en begrensning når det gjelder prisnivå på bransjens produkter. Dette vil si at graden av substituerbarhet på bransjens produkter direkte påvirker hvilke avanse eller margin bedriften kan sette på sine produkter.

En rekke faktorer er viktige når en ser på trusselen fra substitutter i en bransje. De viktigste vil være kostnader forbundet med å bytte fra bransjens produkt til substituttet, pris og ytelsesforholdet på substituttet satt opp mot bransjens produkt og hvor stor konkurranse det er blant aktørene i substituttbransejen(e).

Eksempelvis kan produkter som substituerer hverandre være vann, juice, melk eller saft om formålet er å ha noe å drikke til frokosten. Her vil det være en rekke faktorer som spiller inn som prisforhold, preferanser og hva som dekker konsumentens behov best. Om prisen på juice senkes vil man muligens se at forbruket av juice øker på bekostning av melkekonsumet.

### **3.1.1.4 Leverandørens forhandlingsposisjon**

Leverandørene kan ha svært stor makt i en bransje, noe som direkte påvirker hvor stor del av verdiskapningen i bransjen som tilfaller leverandøren og hvor stor del som tilfaller den aktuelle bedrift i bransjen. Leverandørene vil være en trussel for bedriften når de har muligheten til å sette opp prisen på sine produkter eller redusere kvaliteten på de varer og tjenester som leveres, og dermed reduserer selskapets lønnsomhet.

Determinanter til leverandørens forhandlingsmakt er hvor mange alternative leverandører selskapet har til den aktuelle innsatsfaktoren, hvor viktig produktet til leverandøren er, hvor store kostnader det er knyttet opp ved å bytte leverandør og mulighet for vertikal integrasjon av leverandørens produksjon. Leverandørene vil eksempelvis representere en mindre trussel om leverandørmarkedet er preget av mange små leverandører enn om det er få store leverandører.

### **3.1.1.5 Kundernes forhandlingsposisjon**

Hvor stor del av verdiskapningen som tilfaller kundene i en bransje avgjøres av hvilke forhandlingsmakt kundene har. Kundernes interesse er produkter til lavest mulig pris og høyest mulig kvalitet eller bedre service. Dette kan fort gå på bekostning av lønnsomheten i det aktuelle selskapet. Kunder kan være både sluttbruker, grossist eller forhandler. De kan utøve sin makt ved å kreve høyere kvalitet, presse prisene, forhandle med flere selskaper om de samme produktene, legge ut anbudskonkurranser og sette konkurrerende bedrifter opp mot hverandre.

I Porter sin modell har kundene en sterk forhandlingsposisjon dersom en eller flere av følgende faktorer er til stede i mindre eller større grad;

- om kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum,
- om produktet utgjør en betydelig andel av kundenes totale kostnader eller innkjøp,
- om produktene er standardiserte eller udifferensierte,
- om kunden kan integrere bakover (vertikal integrasjon) eller om kunden har tilgang på full informasjon,



- antallet tilbydere av tilsvarende produkter og/eller substitutter er stort og om kundens byttekostnader er små.

Dersom antallet leverandører er stort vil eksempelvis kunder som har et betydelig innkjøpsvolum ha en solid forhandlingsposisjon.

Kundene vil også være svært prissensitive når produktet er udifferensiert og tilbudet er stort. Faktorene som er nevnt ovenfor vil være relevante både ved bedriftskjøp og ved forbrukerkjøp.

### **3.1.2 Porters Five Forces-modell anvendt på Ekornes**

Jeg vil nå benytte det modellverket jeg har presentert til å foreta en Porters Five Forces analyse av Ekornes. Denne analysen vil være med på å fastsette de estimatene jeg senere skal benytte i verdivurderingen av selskapet.

#### **3.1.2.1 Trusselen fra potensielle nye aktører i markedet**

Møbelbransjen har utviklet seg til å bli en bransje preget av få men store produsenter. Dette som følge av at bransjen har blitt stadig mer automatisert og kapitalkrevende. Allikevel ser man at stadig flere aktører dukker opp som utfordrere til de etablerte aktørene. Dette er i hovedsak bedrifter i lavkostland som har en mindre kapitalintensiv og mer arbeidsintensiv produksjon. Disse har i utstrakt grad forsøkt å kopiere og etterligne de etablerte aktørene. De faste kostnadene er imidlertid svært høye i form av store produksjonsanlegg og infrastruktur, noe som hindrer mange potensielle aktører å trenge inn på Ekornes sine markeder.

#### **3.1.2.2 Rivalisering blant etablerte aktører**

Både det internasjonale og det norske møbelmarkedet har vist en lav vekst i pris og etterspørsel. Det har imidlertid vært et lite oppsving i etterspørselen det siste årene men sammenlignet med andre bransjer er veksten lav. Den største utfordringen som Ekornes står ovenfor er imidlertid den stadig økende graden av kopiering av Ekornes sine produkter. Dette har vært en tiltagende trend de seneste årene, og har medført at Ekornes må bruke stadig større ressurser på tvister og rettsaker for å beskytte sine produkter. Denne konkurransen er

størst fra asiatiske lavkostland som er kjent for å utnytte andre produsenter sine innovasjoner til egen fordel. Ekornes har imidlertid vist seg meget konkurransedyktig selv om veksten har vært lav og de har opplevd en tiltagende kopiering av sine produkter.

I Norge er hovedkonkurrentene Hjellegjerde under merkenavnet Fjord, Brunstad, Stordal og Elano. Ekornes har vært markedslederen i en årrekke, men konkurransen har de siste årene vært økende. Dette også mye på grunn av at utenlandske aktører i større grad har funnet det norske markedet lønnsomt. Ekornes har imidlertid greid å holde fokus på innovasjon og merkevareledelse, og dermed opprettholdt sin markedslederposisjon. Omsetningen i Norge viser imidlertid en negativ trend de siste årene.

### **3.1.1.3 Press fra substitutter**

Denne konkurransekraften gjør seg i liten til ingen grad gjeldende da det ikke eksisterer klare substitutt til møblene Ekornes produserer. Jeg velger derfor å se bort i fra denne konkurransekraften.

### **3.1.1.4 Leverandørenes forhandlingsposisjon**

Ekornes sin strategi har helt bevisst vært å kjøpe opp strategisk viktige leverandører, og kun kjøpe inn eksternt der det eksisterer et stort velfungerende marked. Dette har de lyktes med og de eksterne innkjøpene de nå gjør er kun standardiserte råvarer som huder, metall, og trevarer. Bearbeidingen til halvfabrikata blir gjort på Ekornes sine egne fabrikker. På dette området har Ekornes en stor fordel i forhold til de viktigste konkurrentene som i mindre grad har egenproduksjon av halvfabrikata.

### **3.1.2.5 Kundernes forhandlingsposisjon**

Jeg velger å definere Ekornes sine kunder som forhandlerleddet ettersom Ekornes ikke selger møblene direkte til forbruker, og fordi det er forhandlerne som avgjør hvilke produkter de velger å ta inn i sitt sortiment. Forhandlermarkedet er både i Norge og internasjonalt preget av relativt få men store aktører med sterk markedskraft. For å redusere forhandlerne sin forhandlingsmakt har Ekornes innledet strategiske samarbeid med noen få store aktører. Disse

tilbys gode betingelser som igjen sørger for at Ekornes blir den prioriterte leverandøren til disse. Ekornes har i tillegg fokusert på å skape sterke merkenavn som gir forhandlerne sterke incentiver til å velge Ekornes som leverandør. Det at Ekornes har få forhandlere kan være en svakhet om disse velger å bryte avtalene med Ekornes.

### **3.1.3 PEST-analyse**

Makroøkonomiske faktorer er alt som omgir et selskap i tillegg til konkurransearenaen. Det makroøkonomiske miljøet er av avgjørende betydning når man ser på lønnsomheten i en bedrift. Og en tilfredsstillende eksternanalyse bør derfor også omfatte analyse av makrofaktorer. Faktorer av betydning vil være:

- Politiske og lovmessige forhold
- Økonomiske forhold
- Sosiokulturelle forhold
- Teknologiske forhold

For å i best mulig grad se på de faktorer som virker inn på møbelbransjen og dermed Ekornes' virke vil jeg foreta en PEST-analyse. Denne analysen ser på *Politiske og lovmessige forhold*, *Økonomiske faktorer (Economics)*, *Sosiale og Teknologiske faktorer*. Disse makrofaktorene brukes som grunnlag for å se på hvordan omgivelsene kan ha innvirkning på Ekornes nå og i fremtiden. En PEST-analyse vil strukturere de forhold som har innvirkning på Ekornes' posisjon i de makroøkonomiske omgivelsene i dag og i fremtiden. I figur 3.2 har jeg oppsummert ulike PEST-faktorer en bedrift møter.

<p><b>Politiske – juridiske forhold</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Monopollovgivning</li> <li>• Skattepolitikk</li> <li>• Miljøvernlovgivning</li> <li>• Handelsreguleringer</li> <li>• Arbeidsreguleringer</li> <li>• Stabilitet hos myndigheter</li> </ul>	<p><b>Økonomiske forhold</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sykluser</li> <li>• Trender i BNP</li> <li>• Rentenivå</li> <li>• Inflasjon</li> <li>• Disponibel inntekt</li> <li>• Energitilgang og –kostnad</li> </ul>
<p><b>Sosiokulturelle forhold</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Demografi</li> <li>• Inntektsfordeling</li> <li>• Sosial mobilitet</li> <li>• Holdninger til arbeid</li> <li>• Konsum</li> <li>• Utdanningsnivå</li> </ul>	<p><b>Teknologiske forhold</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Offentlig forskning</li> <li>• Fokus på teknologi</li> <li>• Ny teknologi</li> <li>• Teknologioverføring</li> <li>• Mislykkede prosjekter</li> </ul>

Figur 3.2 PEST-analyse

### PEST-analyse av Ekornes

Teorien jeg har oppsummert vil jeg benytte for å danne et bilde av Ekornes' makrofaktorer. Det er mest hensiktsmessig å foreta denne før jeg foretar en five-forces analyse av Ekornes"

#### 3.1.3.1 Politiske og juridiske forhold

Norge er nok et av de landene i verden hvor landets politikk har svært mye å si for næringsutviklingen og utviklingen i konkurransekraft. Den politikken som har blitt ført i Norge har medført større rettigheter til de ansatte i bedriftene og større lønnsvekst enn man ser i utlandet. Dette er utslagsgivende på møbelsektoren, og Ekornes, ettersom dette er med på å gi høyere pris på innsatsfaktoren arbeidskraft. Dette har spesielt gjort seg gjeldende i de senere år hvor Norsk arbeidskraft har hatt en markant større vekst enn land det er hensiktsmessig å sammenligne seg med. Dette har medført at deler av den arbeidsintensive møbelindustrien har blitt flagget ut til Øst-Europa og Asia. Disse landene har et betydelig lavere skatte- og avgiftsnivå enn Norge. Ekornes har derimot valgt å satse på produksjon i

Norge, selv om noen av de viktigste konkurrentene flagger ut. En rekke bransjer i Norge har økt sysselsettingen av utenlandsk arbeidskraft det siste året. Dette etter at man gjennom EØS forpliktet seg til å åpne grensene for arbeidskraft fra EU-området. Dette har ikke påvirket arbeidskrafttilgangen til møbelbransjen i stor grad. En viktig faktor ved de politiske forhold i et land er at det er stabilitet i næringspolitikken, herunder er skatte- og avgiftspolitikken spesielt viktig. Ved de mange politiske skiftene og mindretalls- og koalisjonsregjeringene man har hatt i Norge har, og er med på å skape usikkerhet i møbelbransjen om hvordan næringspolitikken blir i fremtiden. Utbyttepolitikken er et eksempel på endringer i skattepolitikken som har gitt utslag for Ekornes. De nye regnskapsreglene som er innført vil ha noe å si på regnskapet, men siden dette kun er endring i utforming av rapporter skal det reelt sett ikke ha innvirkning på Ekornes sin verdi. Mange land ønsker ofte å beskytte sin egen industri og lager barrierer for utenlandske selskaper. Ekornes har hatt problemer med å få innpass i det russiske detaljistmarkedet<sup>9</sup>. Hensynet til miljøet er stadig økende, noe som medfører pliktig gjenvinning av avfall og bruk av miljøvennlige råmaterialer. Det er også krav om ISO9000-sertifisering av hele verdikjeden. Norge er et foregangsland innenfor miljøvennlig produksjon og dette medfører økte kostnader for bedriftene.

### **3.1.3.2 Økonomiske forhold**

De generelle økonomiske forholdene i de ulike markedene har stor innvirkning på Ekornes' salgsutvikling og lønnsomhet. BNP-utviklingen er en målevariabel som gjenspeiler den generelle økonomiske veksten.

Den lave renten man nå har i Norge er gunstig for møbelindustrien og Ekornes. Bedriftene kan øke sine investeringer og ha større marginer på nye prosjekter. Dette må ses på som en kortsiktig gevinst ettersom rentenivået forventes å stabilisere seg på et høyere nivå enn hva man har i dag. Dette gjenspeiles gjennom den langsiktige renten. Så man vil ikke få den samme effekten på langsiktige prosjekter hvor man benytter en høyere rentekrav på investeringsanalysene. Den sterke kronekursen vi til tider har hatt medfører også vansker for møbelbransjen generelt. Dette ved at norske møbler blir relativt sett dyrere internasjonalt enn tidligere ved styrket kronekurs. Dette har Ekornes i stor grad motvirket ved å benytte seg av valutasikring som innebærer at de "forsikrer" seg mot store svingninger i valutakursen ved

---

<sup>9</sup> Ekornes kvartalsrapp. 4, 2004

hjelp av ulike valutainstrumenter<sup>10</sup>. Valutasikring inngår hos Ekornes som en integrert del av den operasjonelle virksomhet. Formålet med valutasikringen er å sikre at selskapet som et minimum oppnår den kroneverdi på den enkelte valuta som selskapet har lagt inn i sine budsjettforutsetninger, som igjen er en forutsetning for å nå de langsiktige lønnsomhetsmål selskapet setter seg.<sup>11</sup>

Markedsveksten har vært økende de siste årene og man har sett en helt klar trend på at markedet for hjemmeunderholdning er i stadig vekst. Dette har medført en økende etterspørsel etter produkter relatert til hjemmekinoanlegg. For Ekornes sin del har dette medført en økning i omsetning på Stressless sofagrupper tilpasset såkalte hjemmekinoanlegg, særlig var denne veksten stor i 2003 og 2004. i 2003 var den på hele 30%. Dette regner man med at vil gi en videre økt vekst i omsetningen som følge av at salget av flatskjerm-tv øker. Veksten har imidlertid vist en svakere økning i 2005 enn forventet men dette gir ingen klare indikasjoner på et trenskifte.

### **3.1.3.3 Sosiokulturelle forhold**

Ekornes' fabrikker er i all hovedsak lokalisert på Sunnmøre. Og dette er kanskje et av de baste eksemplene på en næringsklynge. Slike næringsklynger vil ha en rekke positive effekter på driften. På Sunnmøre har man lange tradisjoner for møbelproduksjon, og miljøet her representerer kanskje det fremste i verden i møbelindustrien. Dette gir tilgang på erfaring og bransjespesifikk informasjon. Mye av arbeidskraften er faglært og en slik næringsklynge gir enklere tilgang på denne typen arbeidskraft. I den nye læreplan for den videregående skole har man blant annet planlagt nye og bedre utdanningsmuligheter til møbelindustrien<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Sparebanken Møre

<sup>11</sup> dokumentet "Mål og verdier for Ekornes" (2005).

<sup>12</sup> TBL sine nettsider

### 3.1.3.3 Teknologiske forhold

Teknologien som benyttes i møbelindustrien er basert på komplekse automeringsteknikk som er et område med stor utvikling de siste årene. Særlig som følge av økningen i lønnsnivået i Norge. Ekornes er en av de fremste i verden til å ta i bruk den nye teknologien, noe som kommer klart til uttrykk når en ser på de store investeringene i ny fabrikk de siste årene. Myndighetene har lagt opp til en viss økning i FOU de neste årene. Dette er imidlertid ubetydelig i sammenheng med møbelbransjen. Bransjen legger i stor grad opp til å være med på å styre egen teknologiutvikling og design. Og i bransjen satses det betydelige midler på teknologiutvikling og design. Dette gjøres blant annet gjennom et prosjekt kalt Innovasjon Møbel<sup>13</sup> Dette prosjektet er et samarbeid mellom myndighetene og bransjen med formål om å fremme Norsk møbelbransje internasjonalt, samt se på muligheter for outsourcing og utvikling av ny teknologi.

## 3.2 Selskapsanalyse og internanalyse av Ekornes

En mest mulig korrekt verdivurdering av et selskap innebærer at den fremtidige inntjeningen hos selskapet kartlegges. Denne inntjeningen vil være avhengig av en rekke faktorer. Men en av de viktigste faktorene er om bedriften har konkurransefortrinn, og om disse i så fall er vedvarende. Det vil si om selskapet greier å utvikle de og beholde de over tid. Dette kan imidlertid være vanskelig om en ikke har noen anelse om hvordan selskapet utnytter sine ressurser fullt ut og om de har noen ressurser som konkurrentene ikke har tilgang på. Med ressurser menes beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedrifters relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier<sup>14</sup>.

Det eksisterer vedvarende og store forskjeller i lønnsomhet mellom og innad i strategiske grupper i en næring. Grunnen til at disse forskjellene eksisterer er at bedriftene har ulike utgangspunkt for å konkurrere. Dette være seg ressurser som foretaket besitter og/eller aktiviteter som utføres i foretaket<sup>15</sup>. Ved å se på bedriften med et ressursbasert perspektiv kan man få et innblikk i hvilke evne bedriften har til å iverksette strategier og prestere bedre enn

---

<sup>13</sup> TBL sine internettsider

<sup>14</sup> Hill & Jones, *Strategic management theory* 5 utg. Houghton Mifflin Co 2001

<sup>15</sup> Hill & Jones, *Strategic management theory* 5 utg. Houghton Mifflin Co 2001

sine konkurrenter med like eller ulike ressurser. For å analysere Ekornes sine ressurser og utnyttelsen av disse, vil jeg foreta en SVIMA-analyse.

### 3.2.1 SVIMA

I innledningen til internanalysen ble ressurser omtalt som noe som kunne gi en bedrift varige konkurransefortrinn og større lønnsomhet enn sine konkurrenter. Men hvordan skal man vite om et selskap har eller kan få ressurser som kan gjøre akkurat det? SVIMA-analysen er et verktøy som kan gi et svar på den problemstillingen.

I bedrifter eksisterer det mange ressurser, men ikke alle disse er like viktige, og noen er ikke viktige i det hele tatt. En SVIMA-analyse<sup>16</sup> identifiserer de ressurser som gir opphav til varige konkurransefortrinn og ressurser som gir større lønnsomhet enn gjennomsnittet i en bransje. Det som avgjør om en ressurs danner basis for høyere avkastning enn gjennomsnittet er i hvilken grad ressursen kan identifiseres som;

1. *Sjelden*

Har konkurrentene den aktuelle ressursen. En ressurs som konkurrentene har i samme omfang kan ikke forklare forskjeller i avkastning

2. *Viktig*

I hvilken grad har ressursen effekt på bedrifters kostnader inntekter eller kunders betalingsvilje.

3. *Ikke-immiterbar*

Hvor vanskelig er det for konkurrenter å skaffe seg tilgang på en tilsvarende ressurs? Kan de lett kopieres eller eksisterer det patenter eller andre kopibeskyttelser.

4. *Mobilisert*

Utnyttes ressursen effektivt? Er organisasjonen utformet på riktig måte for å utnytte ressursen optimalt? Har bedriften tilstrekkelig kvalitet på nødvendige komplementære ressurser som trengs for å kunne utnytte den aktuelle ressursen?

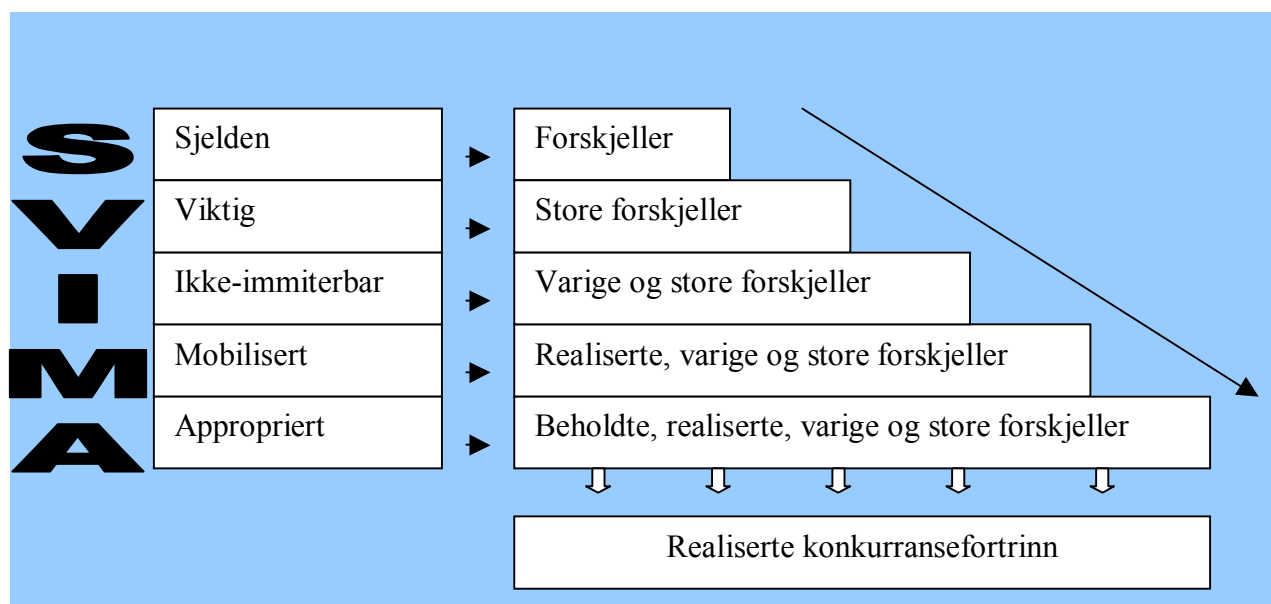
5. *Appropriert*

I hvilken grad tilflyter verdien ressursen skaper bedriften? Forsvinner verdien til kunder eller leverandører?

---

<sup>16</sup> Lasse Lien *Ekspansjon* 2002



Figur 3.3 SVIMA - Verditrappen<sup>17</sup>

I figur 3.3 ser en at det er knyttet et ”trappetrinn” til hver av de fem egenskapene til en ressurs. Dersom en bedrift skal ha varig større lønnsomhet enn gjennomsnittet må den ha ressurser som befinner seg på det nederste trinnet. Ressursen må altså være sjelden, viktig, ikke-immiterbar, mobilisert og appropriert for at den skal kunne realiseres som et konkurransefortrinn.

For at en ressurs skal kunne danne grunnlag for konkurransefortrinn må den først og fremst være sjelden og ha en viss viktighet. Videre ser vi av figuren at for hvert krav til ressursen som oppfylles bidrar dette til et nytt trinn på veien mot et realisert varig konkurransefortrinn.

### Ressursanalyse

For å identifisere de ressurser som kan skape eventuelle konkurransefortrinn er det hensiktsmessig å starte med å se på hvilke konkurransefortrinn som eksisterer i bransjen. Ut ifra et bransjeperspektiv kan en gå fra produkt og tjenester til aktiviteter og til slutt til ressursene. Ofte ser man på en bedrift om den har konkurransefortrinn ved å se på om den har lavere kostnader og/eller bedre produkter enn det som er gjennomsnittelig for bransjen.

<sup>17</sup> Lasse Lien *Ekspansjon* 2002

Bedrifters ulike konkurransestrategier kan deles inn i fire kategorier ut i fra hvilke generiske strategier selskapet har.

<b>Strategisk målgruppe</b>	<b>Bredt Mål</b>	<b>Kostnadslederskap</b>	<b>Differensiering</b>
	<b>Snevert Mål</b>	<b>Kostnadsfokusering</b>	<b>Differensiert fokusering</b>
		<b>Lave kostnader</b>	<b>Differensiering</b>
		<b>Kostnadsfortrinn</b>	

Figur 3.4 Generiske strategier Porter

Det er ikke slik at hvert enkelt selskap alltid velger å rendyrke en av disse strategiene alene. Ofte ser man at det er kombinasjoner av disse strategiene som danner en bedrifts strategi. Ved å se på hvilke fortrinn de ulike generiske strategiene skaper kan jeg identifisere ulike ressurser hos Ekornes som skaper konkurransefortrinn.

### **Kostnadslederskap**

Kostnadslederskap innebærer at en tilbyr tilnærmet identisk produkt eller service til en lavere kostnad enn konkurrentene. For å komme i en slik posisjon må bedriften satse maksimalt på kostnadsminimerende tiltak. Om vi ser dette ut fra et ressursperspektiv, vil kostnadseffektive prosesser være en fellesnevner. Hensikten med å være kostnadsleder kan deles i to. Fordi bedriften har lavere kostnader enn konkurrentene kan den ta lavere priser enn de. Samtidig kan de ha lik eller større fortjeneste. Ressurser som danner basis for slike prosesser kan være en effektiv teknologiutvikling i produksjonsleddet. Effektiv arbeidskraft vil også være med på å sikre kostnadseffektive prosesser. Norge er et kapitalintensivt land hvor lønningene til produksjonsarbeider er relativt høye sammenlignet med de fleste land. Siden Ekornes har store deler av sin produksjon i Norge innebærer dette en utfordring. Ekornes satser i stor grad på automatisering av produksjonsprosessen og er verdensledende på å investere i og utvikle

roboter i møbelproduksjonen. Et annet område hvor Ekornes benytter store ressurser for å oppnå kostnadsfortrinn, er i utviklingen av effektive distribusjonsnett. Dette oppnås i stor grad ved å skape nære relasjoner til både produsenter av innsatsfaktorer og til sluttdistributører. Ekornes har i dag seks produksjonsanlegg i hovedsak konsentrert i Norges største næringsklynge for møbelproduksjon på Sunnmøre. Dette er en bevisst lokalisering for å oppnå fordelene som en slik klynge. Om vi ser på de mest rendyrkede kostnadslederne i møbelbransjen som er den svenske møbelgiganten IKEA, satser de på å eie og integrere hele verdikjeden. Ekornes har ikke finansielle ressurser til å bli en slik kostnadsleder som IKEA. Det er heller ikke Ekornes sitt mål å bli en rendyrket kostnadsleder. En ofte referert feiloppfatning er at kostnadslederskap er det samme som en lavprisstrategi. Dette er en sammenblanding av begreper som ikke stemmer. En kostnadsleder konsentrerer seg om å redusere drifts eller produktkostnadene ikke nødvendigvis prisen. Ekornes ønsker ikke alltid å ha lavest mulige priser på sine produkter men de har et sterkt fokus på å utnytte sine ressurser for å skape kostnadseffektive ressurser.

### **Differensiering**

Differensiering innebærer at en tilbyr produkter eller service som skiller seg fra det konkurrentene tilbyr på en slik måte at kundene er villige til å betale en høyere pris på produktet enn de er villige til å betale for konkurrentene sine produkter. I de fleste tilfeller er det kombinasjon av ulike virkemidler som fører til at et produkt blir unikt. Dett er virkemidler som varemerke, teknologi og innovasjon, produktegenskaper eller kundeservice. Ekornes har en rekke immaterielle eiendeler<sup>18</sup> som utgjør viktige ressurser for selskapet. De viktigste er merkenavn, horisontal integrering og nettverksbygging og produkt- og markedskonseptet. Disse beskyttes og fornyes ved å investere i stadig utvikling av teknologi og produkter som patenteres. Ekornes har til enhver tid en rekke saker oppe i rettsystemet i ulike land for å beskytte sine patenterte produkter mot kopiering.

Ekornes beskriver selv sin kombinasjon av kostnadslederskap og differensieringsstrategi. Dette kommer klart frem av deres nedfelte strategi. Og på deres nettsider kan vi lese at Ekornes vektlegger utvikling av produktkonsepter og design som gir kundene funksjon og komfort, og som lar seg produsere effektivt med høy kvalitet<sup>19</sup>. Design- og utviklingsarbeidet hos Ekornes fokuserer på egenskaper som fremmer komforten og/eller løser praktiske

---

<sup>18</sup> Ekornes årsrapport for 2004

<sup>19</sup> Ekornes årsrapport for 2004

hverdagsproblemer for brukerne. Utseende og valgmuligheter mht. tekstiler og huder, skal ha appell i volummarkedene. Ekornes søker kontinuerlig å distansere seg fra konkurrentene. Samtidig har selskapet hele tiden fokus på forbedring av produktivitet og kvalitet i produksjonen. "Family Media"/hjemmekino er en trend som Ekornes forventer skal fortsette å forsterke seg i tiden fremover. Ekornes var den første stoppmøbelprodusenten som satte fokus på dette ved å utvikle og presentere nye møbleringsløsninger så tidlig som i 2001. I 2003 og 2004 har flere møbelprodusenter introdusert lignende løsninger, noe som bekrefter at dette er en trend, hvor trenden er skapt av Ekornes. Ekornes' suksess med hjemmekinoløsninger har bidratt til økt Stressless-omsetning også i 2004.

Ekornes gjør en rekke forskjellige tiltak for å gi økt produktverdi for kunden. Ekornes er blant annet medlem i Norsk Møbel- og innredningskontroll (NMIK), som driver Møbelfakta-ordningen, og alle Ekornes sine produkter er testet og godkjent i henhold til krav i Møbelfakta®<sup>20</sup>.

Om vi skal plassere Ekornes inn i matrisen for generiske strategier vil de nok havne i hjørnet for differensiering, selv om de har mange elementer av kostnadslederskap også. Ekornes sin kanskje fremste ressurs i dag er merkenavnet Stressless. Dette er så innarbeidet og markedsført at mange bedrifter i stor grad ser opp til Ekornes sin merkevarebygging rundt Stressless konseptet.

De ressursene jeg nå har identifisert skaper tilsynelatende konkurransefortrinn for Ekornes. Det som er interessant er om disse ressursene skaper realiserte og varige konkurransefortrinn. Som jeg oppsummerte tidligere er kravet til en ressurs som skal danne basis for et varig konkurransefortrinn at ressursen er; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og appropriert. For å kartlegge dette vil jeg foreta en enkel SVIMA-analyse hvor jeg ser på de ulike ressursenes egenskaper i Ekornes. De ressursene som er sentrale for en slik analyse vil være:

- Merkenavn
- Tekniske løsninger og innovasjon
- Design og patenter

---

<sup>20</sup> Møbelfakta er en frivillig merke- og kvalitetsordning for møbler og innredninger. Produkter som er merket med Møbelfakta® har gjennomgått omfattende tester og er godkjent etter gjeldende kravspesifikasjoner.

- Konkurransedyktig arbeidskraft
- Moderne produksjon
- Horisontal integrering og nettverksbygging til forhandlere

Disse ressursene vil kunne være en kilde til mer-rentabilitet for Ekornes. Det vil si at ressursene skaper grunnlag for rentabilitet utover gjennomsnittet i møbelbransjen. Dette vil være sentralt når jeg skal fastsette veksten og verdien i selskapet.

### **Merkenavn**

Ekornes eier merkenavnene Stressless, Svane og Ekornes. Av disse er det Stressless som er det som kan betraktes som en verdifull ressurs. Et slikt merkenavn som Stressless har blitt, er relativt sjeldne i Norsk sammenheng. Også internasjonalt er Stressless et anerkjent merkenavn. Og i mange av de store markedene er Stressless vel så kjent som de nasjonale merkenavnene på møbler. Det er gjort undersøkelser som viser at godt over 20 millioner <sup>21</sup> mennesker kjenner til merkenavnet Stressless. Et merkenavn som Stressless er vanskelig å imitere og en eventuell konkurrent vil måtte investere betydelige ressurser i form av kapital og tid for å skape et merkenavn som Stressless. Ekornes budsjetterer med betydelige finansielle ressurser for å opprettholde og øke merkevarekjennskapen til Stressless. Denne ressursen er også mobilisert og appropriert ettersom Ekornes fremhever dette som et av sine fremste konkurransefortrinn.

### **Patenter**

Ekornes har til enhver tid flere tvister i domstolene for å beskytte de patenter de har på Stressless - modellene. Et patent har ulik varighet i ulike land. Ekornes benytter aktivt muligheten til å gjøre mindre endringer på Stressless - modellene sine for å fornye patentene på disse. Dette er et viktig tiltak for å beskytte merkenavnet og gjøre det ikke-imiterbart. Ressursen er også mobilisert og appropriert.

### **Moderne produksjon**

Ekornes benytter en meget høy grad av automatisering og bruk av innovative løsninger i sin produksjon. Ekornes satser på satser dette området store finansielle ressurser. Blant annet har man i 2005 tatt i bruk fullt ut det nye produksjonsanlegget I Sykkylven på Sunnmøre. Dette

---

<sup>21</sup> [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no)

regnes som et av verdens mest moderne og automatiserte produksjonsanlegg for møbler<sup>22</sup>. Mye av grunnen til den store automatiseringen er de høye kostnadene på arbeidskraft i Norge. Men det er også mye på grunn av stor tilgang på egenkapital i selskapet som har gjort slike store og langsiktige investeringer mulige.

### **Konkurransedyktig arbeidskraft**

Ekornes har størsteparten av sin produksjon i Norge og de planlegger også å ha det på lang sikt. Arbeidskraften i Norge er relativt dyr i forhold til andre land som det er naturlig å sammenligne seg med. Undersøkelser viser også at andelen av fagarbeidere i norsk møbelproduksjon er mindre enn i mange andre møbelproduserende land<sup>23</sup>. Dette fordi tilgangen på denne er relativt lav og det er kostbart å utdanne fagarbeidere i Norge. Dette kan skyldes at møbelproduksjon er en relativt liten næring i Norge og at arbeidsledigheten er svært lav her. Sykefraværet i Norge ligger også på verdenstoppen, og dette er et problem av varierende grad for norsk industri. Ekornes ligger imidlertid under gjennomsnittet når det gjelder sykefravær i Norge. Jeg har nå fremhevet en del negative sider med arbeidskraften i Norge og det med mye rette. Det er ikke uten grunn at stadig flere møbelproduksjonsbedrifter flagger ut produksjonen til land med lavere lønninger, mens de kun sitter igjen med deler av produksjonsapparatet og ledelsesfunksjonen i Norge. Et eksempel på en viktig konkurrent som har oppnådd store kostnadsbesparelser på denne måten er Hjellegjerde.

Som en oppsummering på arbeidskraften, kan vi si at den er relativt lett å imitere, den er ikke sjelden, men den er viktig, appropriert og mobilisert.

### **Tekniske løsninger og design**

Ekornes har som tidligere nevnt, i hovedsak basert seg på en differensieringsstrategi med elementer av kostnadslederskap. Evnen til å kombinere effektivitet og kvalitet er et av konsernets konkurransefortrinn. Dette videreutvikles kontinuerlig, bl.a. ved økt bruk av standardiserte komponenter, og design som tilfredsstillende både markedets ønsker og Ekornes' egne krav til rasjonell produksjon. Den viktigste driveren bak Ekornes sin sterke eksportvekst de siste årene må i stor grad tilskrives den sterke merkevaren med fokus på kvalitet og design.

---

<sup>22, 15</sup> [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no), [www.tbl.no](http://www.tbl.no)

### 3.2.2 Verdikjedeanalyse

I forrige kapittel ble Ekornes' konkurransefortrinn og muligheter for fremtidig inntjening identifisert ved å benytte et ressursbasert perspektiv. For å skape et komplement til dette perspektivet vil jeg se Ekornes fra et aktivitetsbasert perspektiv. Et aktivitetsperspektiv er ikke motstridende til et ressursbasert perspektiv, men snarere et komplement. For å få et innblikk i Ekornes sine aktiviteter vil en hensiktsmessig metode være å se på Ekornes sin verdikjede.

#### Verdikjeden og konkurransefortrinn

Verdikjeden ble opprinnelig introdusert som et verktøy for regnskapsanalyse, der hovedformålet var å avdekke hvor i produksjonsprosessen en kunne spare kostnader, og hvor en kunne forbedre verdiskapningen. Michael E. Porter overførte dette prinsippet til å identifisere "byggesteiner", og deretter avdekke verdiskapningen for hver av disse slik at en kunne analysere bedriftens konkurransefortrinn.

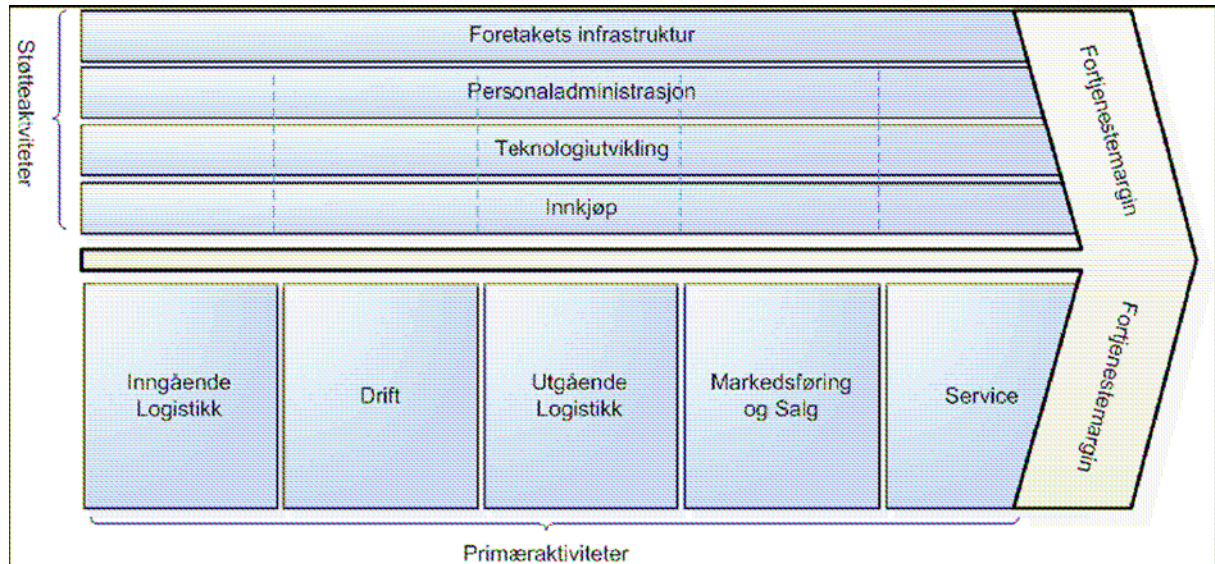
Michael Porter hevder at konkurransefortrinn ikke kan forstås ved å se på et foretak som en helhet.<sup>24</sup> Dersom en skal analysere bakgrunnen for konkurransefortrinn, er det nødvendig å systematisk studere de ulike aktivitetene som bedriften har, og hvordan sammenhengen er mellom disse. Ved å være bedre enn sine konkurrenter i de ulike aktivitetene, kan en bedrift vinne konkurransefortrinn. Dersom en bedrift skal vinne og opprettholde konkurransefortrinnene, bør bedriften være bevisst på bedriftens egen verdikjede, og firmaets plass i det den totale verdikjeden. Porter hevder videre at kundens verdikjede hovedsakelig baserer seg på differensieringen. Verdi skapes når et foretak gir kunden en fordel, enten ved å senke kundens kostnader eller bedre kundens resultater. I møbelindustrien kan denne differensieringen blant annet være i form av pris, kvalitet, design og servicegrad.

Konkurranssevnen påvirkes ved å utvide eller innsnevre det geografiske markedet som betjenes. Gjennom samarbeid med beslektede firmaer med koordinerte verdikjeder, kan en bedrift oppnå styrkede konkurransefortrinn. Ethvert foretak består, ifølge Porter, av ni generelle kategorier av aktiviteter som er sammenkoblet. De generelle kategoriene benyttes for å vise hvordan konstruksjonen av en verdikjede er i en bestemt bedrift. Bedriften er en

---

<sup>24</sup> Michael Porter, *Competitive Advantage* 1985

samling av gjøremål som foretas for å utvikle, produsere, markedsføre, levere og støtte for bedriftens produkt. Verdikjeden påvirkes av bedriftens historie, strategi, iverksettingen av strategien og den grunnleggende økonomien i de ulike aktivitetene.



Figur 3.5 Michael Porters(1985) generiske verdikjede

Det relevante nivået for konstruksjonen av verdikjeden er bedriftens aktiviteter i en bestemt bransje. Konkurransmessig sett er verdi det kunden er villig til å betale for et produkt som verdikjeden fremskaffer.

Porter mener verdikjeden kan deles opp i verdiaktiviteter, som igjen deles opp i støtteaktiviteter og primæraktiviteter. Støtteaktivitetene støtter opp under de primære aktivitetene ved å skaffe innkjøpsfaktorer, teknologi, menneskelige ressurser og forskjellige funksjoner i hele bedriften. De primære aktivitetene står for den fysiske fremstillingen av produktet, salg og overføring av produktet, samt service etter salget. De stiplede linjene i figur 3.5 viser hvordan innkjøp, teknologiutvikling og administrasjon av menneskelige ressurser kan gjelde bestemte primæraktiviteter, så vel som å støtte hele kjeden. Foretakets infrastruktur gjelder ingen bestemte primæraktiviteter, men støtter hele kjeden. De ulike aktivitetene er byggesteinene som kan fremme konkurransefortrinnene.

For å kunne identifisere de ulike verdiaktivitetene, kreves det en isolering mellom aktivitetene som er teknologisk og strategisk atskilte. Primæraktivitetene består i følge Porter av fem ulike aktiviteter;



- *Inngående logistikk* er mottak, lagring, foredling, og transport.
- *Drift* er omdannelse til ferdig produkt, pakking, montering, vedlikehold av produksjonsutstyr og testing.
- *Utgående logistikk* er den fysiske distribusjonen av produktet til kundene, ferdigvarelagringen og planlegging, samt vedlikeholdingen av transporten.
- *Markedsføringen og salg* er delen som gir muligheten for kunder å anskaffe produktet, reklamering, salgspersonell, tilbudsutvidelse, valg av distribusjonskanaler og prising.
- *Service* er aktivitetene som er å forbedre produktet, holde kontakt med kundene, reparasjoner, opplæring og levering eller justering av produktet.

Betydningen av de ulike primæraktivitetene er ulik for type bedrift. For en grossist vil spesielt inn- og utgående logistikk være av størst betydning. For tjenesteytende bedrifter som utfører tjenestene i egne lokaler vil driftsdelen være den mest sentrale av aktivitetene.

Støtteaktivitetene kan deles opp i fire kategorier;

- *Innkjøp* er funksjonen som står for fremskaffelse av innsatsfaktorer. Det er en støtteaktivitet siden innkjøp foregår i de fleste ledd. Fra innkjøp av råvarer til produksjon, produksjons- og kontorutstyr, bygninger og transportmidler. Innkjøpsfunksjonen ligger spredt i hele bedriften. Kostnadene ved selve innkjøpsaktivitetene representerer en liten del av totalkostnadene, men har svært stor påvirkning på bedriftens kostnadsnivå og differensiering.
- *Teknologiutvikling* kan være basert på sakkunnskap, framgangsmåter eller selve teknologien i produksjonen. Teknologiutvikling består av et utvalg aktiviteter som kan grupperes som tiltak for utbedring av produkt eller prosessen. Teknologiutvikling opptrer også i mange andre former, som eksempelvis grunnforskning, produktdesign, medieforskning, konstruksjon av produksjonsutstyr og serviceprosedyrer. Denne

aktiviteten er viktig for konkurransevnen, og i visse bransjer er den av avgjørende betydning.

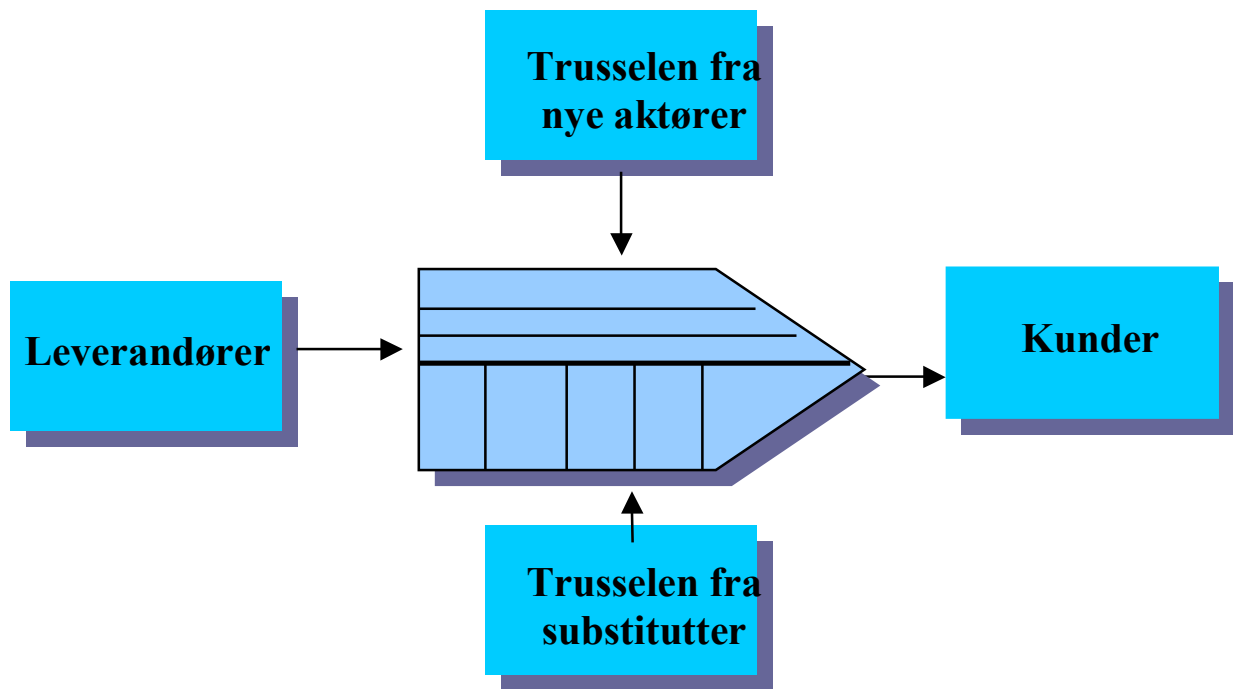
- *Personaladministrasjon* består av rekruttering, ansettelse, opplæring, utvikling og avlønning av alle typer personell. Administrasjonen støtter både primær- og støtteaktivitetene og forekommer derfor i de ulike delene i kjeden. Personaladministrasjonen har innvirkning på konkurransevnen i den betydning av de ansattes motivasjon og dyktighet, og gjennom kostnadene ved ansettelse og opplæring.
- *Foretakets infrastruktur* består av en rekke aktiviteter som administrasjon, planlegging, finans, regnskapstilførsel, juridiske anliggender, kontakt med myndighetene og kvalitetsstyring.

### **Aktivitetstyper**

I følge Porter er det tre aktivitetstyper som påvirker for konkurransevnen, innenfor alle de ulike primær- og støtteaktivitetene. *Direkte aktiviteter* skaper direkte verdi i produktene, eksempelvis innen møbelindustrien som montering, deletilvirkning, salgsvirksomhet, reklamering, produktdesign og rekruttering. *Indirekte aktiviteter* støtter opp under de direkte aktivitetene, slik at de kan gjennomføres. Dette kan være vedlikehold, tidsplaner, drift og administrasjon. *Kvalitetssikrende aktiviteter* utfører kontroll av produkter, inspeksjoner, testing, revidering justering og omarbeidelse. Bedrifter har ikke alltid så god innsikt i hvilke aktiviteter som er direkte, indirekte eller kvalitetssikrende aktiviteter. Derfor vil det være viktig å skille mellom de ulike typene når en vil analysere konkurransefortrinn. Porter hevder at stadig flere bedrifter øker ressursbruken på de indirekte aktiviteten. Dette kan være i form av bedret vedlikehold av produksjonsutstyr, som igjen senker utstyrskostnadene. Han mener videre at kvalitetssikrende aktiviteter er økende i nesten alle bransjer. Testing og inspeksjon forbindes ofte som primæraktiviteter. For møbelprodusenter som markedsfører møbler av god kvalitet, bør kvalitetssikrende aktiviteter være sentrale, slik at ikke merkenavnet svekkes.

I figur 3.5 er det vist en oppdeling av verdiaktiviteten markedsføring og salg. En slik oppdelingen kan fortsette inntil aktivitetene blir så snevre, at de blir vanskelig å dele opp ytterligere. Etter hvert som verdikjeden deles opp blir konkurransevnen avdekket. Noen aktiviteter slås derimot sammen fordi de viser seg å være uten betydning for

konkurransesevnen. Ordrebehandling kan eksempelvis klassifiseres under utgående logistikk eller under markedsføring. Verdiaktiviteter bør derfor plasseres der de representerer bedriftens konkurranseevne best.



Figur 3.6 Verdikjeden påvirkes av bransjen.

Om man skal se på en bedrifts grad av suksess er det av stor betydning at man ser på bedriftens verdikjede i forhold til bransjeomgivelsene.

### 3.3 Verdikjedeforanalyse av Ekornes

Jeg vil benytte teorien jeg har presentert til å gjøre en verdikjedeforanalyse av de strategisk viktigste aktivitetene for Ekornes.

### **3.3.1 Primæraktiviteter**

#### **Inngående logistikk**

Ekornes har en svært høy bearbeidingsgrad av relativt standardiserte varer. Dette har redusert behovet for strategisk viktige eksterne leverandører. Ekornes sine mest strategiske leverandører har opp gjennom tidene blitt tatt inn i verdikjeden til Ekornes og de råvarene som Ekornes er avhengige av å kjøpe eksternt er ikke-bearbeidede varer hvor det eksisterer en sterk konkurranse som medfører at det er billigere for Ekornes å kjøpe de inn eksternt enn å produsere de selv.

#### **Produksjon**

Siden begynnelsen av 1990-tallet har det vært gjennomført en snuoperasjon i hele Ekorneskonsernet for å bedre lønnsomheten. Dette har medført en storstilt modernisering og effektivisering av produksjonen. Man har i tillegg lokalisert alle produksjonsanleggene i Norge. I innledningen skrev jeg om fabrikkene og hvilke produksjon som er lokalisert hvor. Ut fra det ser man at Ekornes har en logisk produksjonsstruktur ved at de forskjellige produktene produseres på egne fabrikker. Man oppnår da store spesialiseringsfordeler og kan utvikle meget spesialiserte produksjonsfasiliteter.

#### **Distribusjon, markedsføring, salg og service**

Ekornes har som jeg nevnte tidligere en sterk merkevare som de hele tiden forsøker å forsterke, og merkevarebygging er et av Ekornes sine største satsningsområder. Målet for dette store fokuset er å bli oppfattet som det mest attraktive valget i den definerte konsumentmålgruppen og innen produktområdene. Ekornes har vist st de makter å i større grad enn sine konkurrenter å skape en foretrukket merkevare. Et viktig salgsverktøy er såkalte studioløsninger ute hos forhandlernetverket. Dette er svært gjennomarbeidet og bygger på et samstemt konsept som er likt hos alle forhandlere. Dette har vist seg å øke salget av alle Ekornes-produktene sammen. Dette ved at kundene ser hvordan produktene passer sammen og at det skaper en homogen innredningsløsning. Denne helhetstankegangen har spesielt økt salget internasjonalt i de øvre segmentene.<sup>25</sup>

Ekornes har også et sterkt fokus på ha en leveringsgaranti til sine leverandører. Denne skal sikre at leveransen alltid samsvarer med bestillingen både på kvanta og tid. En slik garanti er

---

<sup>25</sup> [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no)

med på å bygge opp tilliten hos forhandlerne og å bygge merkevaren Ekornes ytterligere. Ekornes veileder og kurser de ansatte i hvordan de skal selge mest mulig Ekornesprodukter, ved å arrangere noe de kaller for Ekornesskolen. Dette er blitt et attraktivt opplæringsprogram for butikkselgere i møbelkjedene. Og det bidrar til å øke oppmerksomheten omkring Ekornes sine produkter.

### **3.3.2 Støtteaktiviteter**

#### **Organisasjon, administrasjon og ledelse**

Ekornes er et forholdsvis stort norsk konsern med mange datterselskaper. Organiseringen i produktområder medvirker til å opprettholde en oversiktlig struktur og å skape ansvar ute i de ulike fabrikkene for å skape overskudd. Ekornes har i tillegg desentralisert salgsdivisjonene i de utenlandske markedene som egne enheter med fullt resultatansvar. Hele Ekorneskonsernet er linket sammen med et felles IKT system som knytter selskapet sammen til en enhet og sikrer effektiv informasjonsflyt og har gjort at all administrasjon er flyttet til hovedkontoret.

De ansatte i Ekornes har også en gunstig aksjeopsjonsordning som tilbyr de ansatte billige aksjer i selskapet. Dette har vist seg å være en sterk motivasjonsfaktor for de ansatte til å stå på litt ekstra når det er behøvelig. Det gjør også at Ekornes kan velge blant de dyktigste folkene i bransjen når de ansetter nye medarbeidere.

#### **Produktutvikling**

En viktig filosofi i Ekornes er at man skal lage produkter som ikke finnes fra før. Dette har medført en relativt stor satsing på forskning og utvikling for å finne nye og innovative møbelløsninger som ikke eksisterer fra før. Ekornes har pr i dag mellom 20 og 30 ansatte som jobber heltid med produktutvikling. Gjennom produktutviklingen ønsker Ekornes å etablere produkter som kan markedsføres som hele konsepter, med fokus på komfort, funksjon og design. Gjennom produktene og deres funksjoner søker Ekornes å fremstå som differensierte i forhold til sine konkurrenter. Så å si all produktutvikling er rettet mot internasjonale markeder ettersom det er her Ekornes har størsteparten av sin omsetning. Ekornes har en meget solid og konkurransedyktig produktutviklingsstrategi. Og dette er et av de viktigste midlene Ekornes har for å møte den stadig økende konkurransen.

### 3.4 Oppsummering av den Strategiske analysen

Som en avslutning på den strategiske analysen vil jeg i korte trekk sammenfatte den strategiske analysen i en SWOT - analyse. Fra den interne analysen vil jeg trekke ut det som kan karakteriseres som sterke sider og svake sider. Av informasjonen jeg har fra den eksterne analysen vil vi skille mellom muligheter og trusler.

<b>Muligheter (Opportunities)</b>	<b>Trusler (Threats)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mulighet for økt markedsandel i utlandet</li> <li>- Krevende hjemmemarked gir fortrinn i utlandet</li> <li>- Introduksjon av stadig nye og innovative løsninger</li> <li>- Positive effekter av industriell næringsklynge på Sunnmøre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Utenlandske konkurrenter med lavere pris</li> <li>- Konkurrenter som etterligner produktene</li> <li>- Hard konkurranse på hjemmemarkedet</li> <li>- Høyt lønnsnivå i Norge</li> <li>- Stadig større ressursbruk for å forsvare produktene mot kopiering</li> <li>- Stadig mer krevende kunder</li> </ul>
<b>Styrker (Strengths)</b>	<b>Svakheter (Weaknesses)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stordriftsfordeler i produksjon</li> <li>- Moderne produksjonsfasiliteter</li> <li>- Stor bearbeidingsgrad</li> <li>- Høy egenkapitalprosent gir rom for investeringer</li> <li>- Sterkt fokus på innovasjon</li> <li>- Sterke merkevarer</li> <li>- Strategisk viktig vertikal integrasjon</li> <li>- Stor kunnskapsbase for produktutvikling</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Lokalisering på Sunnmøre, lite sentralt ift. de store internasjonale markedene</li> <li>- Utsatt for endringer i konjunktorene både nasjonalt og internasjonalt</li> <li>- Svært avhengig av Stressless</li> </ul>

På bakgrunn av den strategiske analysen utmerker Ekornes ASA seg som en solid bedrift med høy egenkapitalandel og med gode vekstmuligheter fremover, da spesielt i utlandet.

I den siste 6-7 års perioden har Ekornes opplevd en eventyrlig vekst. I gjennomsnitt har omsetningen økt med over 10 % pr. år<sup>26</sup>. Det vil imidlertid ikke være realistisk å forutsette en slik vekst fremover ettersom konkurranseintensiteten i større og større grad har økt. Imidlertid har Ekornes vist at de hele tiden greier å endre seg og møte konkurrentenes

<sup>26</sup> Trendanalyse

produkter med produktutvikling av eksisterende produkter. Spesielt på Stressless-konseptet har Ekornes klart å stadig vekk fornye og opprettholde den sterke posisjonen. Og det er en styrke at Ekornes har så stort fokus på teknologi og produktutvikling. Imidlertid er Ekornes sin avhengighet til Stressless en mulig svakhet for selskapet ettersom de er svært sårbare for endringer i forbrukernes preferanser

Ekornes ASA har gjennomført store investeringer i automatisering og modernisering. Veksten i utlandet er også sterkt økende. Og det er sannsynlig at disse investeringene vil medføre vekst. Likevel tror vi at på sikt vil veksten avta og gå mot tilsvarende av den generelle prisstigning. Dette underbygges også av empiri som viser at bedrifter med egenrentabilitet over bransjegjennomsnittet vil bli drevet av konkurransekraftene til en rentabilitet lik gjennomsnittet.

## 4. Regnskapsanalyse

Jeg har i det foregående kapittel foretatt en strategisk analyse av Ekornes. Denne gir en oppsummering av de kvalitative forholdene for Ekornes, og vil være en viktig faktor når jeg skal gi estimerer på utviklingen for Ekornes fremover. Det vil imidlertid ikke være tilstrekkelig å kun benytte den kvalitative analysen til å estimere utviklingen og verdien på selskapet, så jeg er også helt avhengig av å ha kvantitative størrelser for å gi en mest mulig korrekt verdi.

For å danne meg et bilde av de kvantitative forholdene vil jeg foreta en regnskapsanalyse. I analysen skal jeg se på forhold som gir innsikt i Ekornes' finansielle stilling og utvikling i sentrale økonomiske forhold knyttet til driften. Denne skal gi et bilde av dagens situasjon og i tillegg danne grunnlaget for å predikere utviklingen fremover. Slike prediksjoner vil imidlertid være heftet med stor usikkerhet, noe som forsterker behovet for en solid strategisk analyse. Et annet moment som bidrar til økt usikkerhet knyttet til en regnskapsanalyse, er at det kan være forskjeller i måten de ulike selskapene fører finansregnskapet på. Det kan også være forskjeller i regnskapsføringen i det samme selskapet over tid.

Når man skal foreta en regnskapsanalyse er den første problemstillingen å beslutte hvor mange år man vil benytte i analysen. Teoretisk litteratur gir like svar på dette, men det er på det rene at type selskap er avgjørende på hvor lang analyseperioden bør være. Dersom man velger en kort periode kan man fange opp trender som kanskje har utviklet seg i de nærmeste årene og vil være de mest beskrivende for fremtiden. Det kan også argumenteres for at en lengre analyseperiode vil fange opp den stabile trenden. Dette fordi den hensyntar flere år og vektlegger enkelte gode eller dårlige år mindre. Hvilken bransje og hvor stabilt selskapet er vil være avgjørende for analyseperioden. Ekornes er et stabilt selskap i en relativt stabil bransje uten de store svingningene<sup>27</sup>, noe som tilsier at veksten vil være stabil. Man skulle da kunne argumentere for en kortere analyseperiode som eksempelvis 3-5 år. Men i de senere årene har Ekornes ekspandert til nye markeder og dette gir argumenter for en lengre analyseperiode. Eksportmarkedet har blitt stadig viktigere for Ekornes. Jeg velger en analyseperiode på 8 år. Bakgrunn for dette valget er at Ekornes er som sagt et stabilt selskap i en relativt stabil bransje, men siden de er representert i stadig flere markeder velger jeg å ha

---

<sup>27</sup> Ekornes Årsrapport 2005



en så lang periode som 8 år. Utgangspunktet for regnskapsanalysen er det rapporterte regnskapstallene til Ekornes frem til årsregnskapet 2005 og kvartalsregnskap for 2006.

For å verdsette et selskap er det mest hensiktsmessig å basere regnskapsanalysen på en investororientert måte. Dette innebærer at en omgrupperer det opprinnelige regnskapet

## **4.1 Omgruppert regnskap**

Regnskapene i årsrapporter som er tilgjengelig for allmennheten er stilt opp med basis i at de skal oppfylle lover og krav stilt av myndigheter. Disse lovene finner man i regnskapsloven, og de gir klare føringer på hvordan et finansregnskap skal presenteres. Denne lovpålagte måten å stille opp et finansregnskap på, må betraktes som en kreditororientert metode, og er ikke den mest hensiktsmessige når en skal foreta en verdsettelse. Det er derfor nødvendig å foreta en omgruppering av regnskapet før en foretar regnskapsanalysen. Dette gjøres ved at en grupperer regnskapet på en måte som gjør det egnet for investororientert analyse.

Basis i omgrupperingen er å skille klart mellom finansiering og drift samt å skille klart mellom unormale og normale poster. Unormale poster er regnskapsposter som ikke kan ses på som regelmessige og ikke beskriver noen trender i ulike størrelser og mål. Eksempler på slike unormale poster er finansielle tap og gevinster, engangsnedskrivninger og andre poster som utgjør vesentlige forskjeller fra det normale. Det er også naturlig å tillegge utbyttet til egenkapitalen ettersom avsatt utbytte med tiden vil tilfalle aksjonæren og ikke kan betraktes som gjeld. Et annet moment som veier tungt for at en skal normalisere tallgrunlaget er at en skal måle en mest mulig beskrivende rentabilitet. Noe som krever at grunnlagstallene omgrupperes for å beskrive en mest mulig normal utvikling.

### **4.1.1 Målefeil**

Målefeil er differansen mellom et faktisk fenomen og et målt fenomen. I regnskapsanalyse fokuserer man ofte på målefeil i nettoresultatet til egenkapitalen. I praktisk analyse er det vanlig å splitte målefeilene opp i tre typer. Målefeil 1 og 2 er aksepterte målefeil gjennom god regnskapsskikk, og målefeil 3 er direkte ulovlig og er en følge av kreativ regnskapsføring.

Målefeil 1 er differansen mellom nettoresultat til egenkapitalen og virkelig verdi av den samme posten. Grunnen til målefeil av denne type er at man benytter historisk kost i regnskapet.

Målefeil 2 er målefeil som følge av forskjeller mellom nettoresultat til egenkapitalen ift. god regnskapsskikk og den samme posten ift. korrekt historisk kost.

Om en slår sammen disse to målefeilene representerer denne typen målefeil representerer ulik metodikk i å presentere verdier på. For å finne verdien av et selskap er en opptatt av å finne virkelige verdier. Verdiestimer som ligger langt unna virkelig verdi gir et dårlig bilde av bedriften og det er derfor nødvendig å justere for slike målefeil. Når selskaper skal balanseføre avskrivninger skjer dette ofte lineært noe som oftest ikke representerer det virkelige verditapet som både kan være høyere og lavere. En annen kilde til målefeil er at FoU kostnadsføres i sin helhet når utgiftene påløper uten å avskrive utgiftene. Ekornes oppgir ikke disse kostnadene så jeg finner det derfor ikke mulig å justere for målefeil knyttet opp mot FoU. Det har heller ikke latt seg gjøre å identifisere andre målefeil av type 1 og 2 selv om jeg er klar over at de eksisterer. Imidlertid utgjør disse av erfaring en svært liten andel av de vesentlige regnskapsstørrelsene så det vil ikke ha noen innvirkning av betydning.

Jeg forutsetter at Ekornes ikke praktiserer kreativ regnskapsføring som har innvirkning på verdien. Jeg utelukker dermed at det finnes målefeil av type 3 som har betydning for verdien.

## 4.2 Nøkkeltallsanalyse

En nøkkeltallsanalyse er en analyse for å gi en innsikt i de økonomiske forhold til selskapet. Det er mest hensiktsmessig å benytte det omgrupperte regnskapet ettersom det er mer investororientert enn det oppgitte. Jeg vil i de neste delkapitlene benytte nøkkeltallsanalyse for å skaffe meg en grundigere innsikt i økonomiske forhold.

### 4.2.1 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse beskriver et selskaps evne til å stå imot fremtidige tap. I finansregnskapet føres tap direkte mot egenkapitalen. Og Ekornes opplever store tap vil en solid egenkapital i mange tilfeller være en "forsikring" mot en fremtidig konkurs ved at det fungerer som en buffer mot tap.

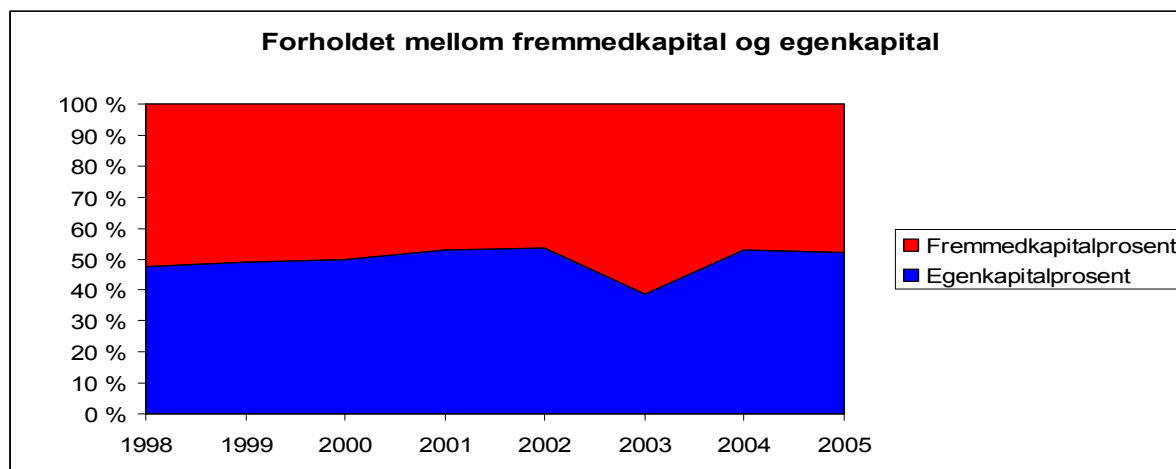
Egenkapitalprosenten er beregnet ved at selskapets egenkapital divideres på total kapitalen.

Egenkapitalprosent i perioden 1998 -2005

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egenkapitalprosent	47,7 %	49,0 %	49,9 %	53,0 %	53,7 %	38,5 %	52,8 %	52,1 %

**Tabell 4.1 Egenkapitalprosent**

Tabellen viser at Ekornes har en stabil egenkapitalandel på rundt 50%. Denne stabile trenden vises enda bedre når vi stiller opp egenkapital og gjeld som i figur 4.1 under. Her ser vi det stabile forholdet mellom gjeld og egenkapital i Ekornes.



**Figur 4.1 Egenkapitalprosent**

Diagrammet viser egenkapitalprosenten til Ekornes i analyseperioden fra 1998 til 2005. En ser at Ekornes' egenkapitalandel ligger relativt stabilt i underkant av 50 %. Egenkapitalen hadde imidlertid en "knekk" i 2003 noe som indikerer at det var gjort opptak av større lån eller netto uttak av egenkapital. Mye av årsaken ligger nok i at Ekornes har gjort betydelige investeringer i bygningsmasse og produksjonsfasiliteter disse årene, noe som har før til forflytning av kapital.

Gjennomsnittet for selskaper notert på Oslo Børs har i den samme perioden ligget rundt 38%. Ekornes ligger jevnt mellom 10 og 12% over dette gjennomsnittet, og det styrker synet på at Ekornes er et solid selskap som vil kunne stå imot nedgangskonjunkturer bedre enn gjennomsnittet.

Vi ser her et av Ekornes' finansielle trumfkort, som er at Ekornes er et selskap med en meget høy egenkapitalprosent. Dette er positivt for soliditeten, men jeg påpeker at dette ikke nødvendigvis er den mest hensiktsmessige finansieringen i alle tilfeller. Den klare konklusjonen vi kan trekke er at Ekornes har en stor reserve i forhold til totalkapitalen som de kan tære på i nedgangskonjunkturer.

#### **4.2.2 Likviditetsanalyse**

En analyse av likviditeten i Ekornes vil gi indikasjoner på om selskapet har tilstrekkelig med likvide midler til å dekke gjelden etter hvert som den forfaller til betaling. Analysen vil også gi en pekepinn på om Ekornes er i likviditetskrise eller har vært det. Dersom det viser seg at Ekornes stadig vekk har liten likviditet, viser det at det kan være fare for konkurs. Imidlertid er konkurssannsynligheten meget lav hos Ekornes. Faktisk scorer de i beste klasse i Lindorff sitt klasifiseringssystem når det gjelder kredittverdighet og konkurssannsynlighet<sup>28</sup>.

De viktigste målevariablene for å måle likviditeten i et selskap er likviditetsgrad 1 og 2. Disse er basert på kortsiktig gjeld, som kun har løpetid inntil ett år. Jeg vil også benytte rentedekningsgrad for å si noe om likviditetssituasjonen i Ekornes.

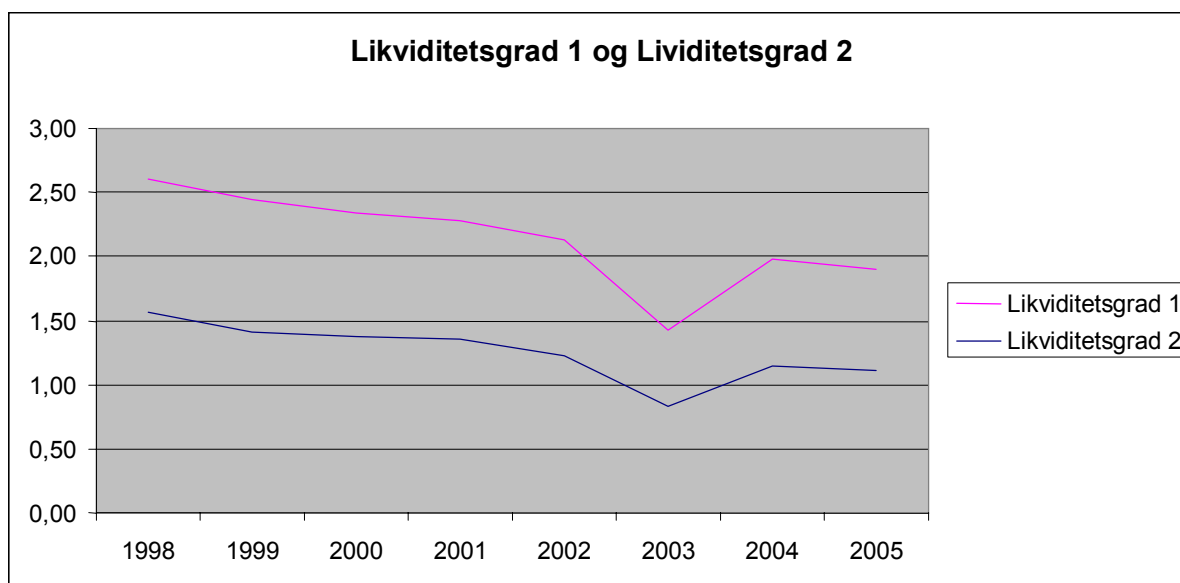
---

<sup>28</sup> Lindorffdecision

Likviditetsgrad 1 defineres som omløpsmidler dividert på kortsiktig gjeld mens likviditetsgrad 2 defineres som omløpsmidler minus varelager delt på kortsiktig gjeld. Rentedekningsgraden er definert som nettoresultat før netto finanskostnader dividert med netto finanskostnader.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Likviditetsgrad 1	1,56	1,41	1,38	1,35	1,23	0,83	1,15	1,11
Likviditetsgrad 2	1,04	1,03	0,96	0,94	0,90	0,59	0,79	0,76
Rentedekningsgrad	53,98	51,75	45,40	46,20	25,85	136,40	164,07	101,18

**Tabell 4.2** Utvikling i likviditet



**Figur 4.2** Utvikling i likviditet

I diagrammet ser vi at både likviditetsgrad 1 og 2 har en klar negativ trend, noe som indikerer at Ekornes disponerer stadig mindre likvide midler. Dersom vi sammenligner med andre selskaper på Oslo børs var gjennomsnittet der 1,45 i 2004. Dette er 26% høyere enn hos Ekornes på samme tidspunkt. Median rentedekningsgrad var for selskaper notert på Oslo Børs 1,26 i perioden 1999 til 2002. Ekornes' rentedekningsgrad har en større grad av volatilitet når en ser på trenden fra 1998 til 2005. Men de siste årene har dette måltallet økt markant. Ekornes' rentedekningsgrad er godt over gjennomsnittet for lignende selskaper i samme periode. Den gjennomsnittlige rentedekningsgraden for selskaper på Oslo børs i samme periode var 1,26. Dette indikerer at Ekornes har et relativt stort resultat i forhold til finanskostnader. Dette skyldes at Ekornes har en høy grad av egenkapitalfinansiering, og relativt lite langsiktig gjeld. De har derfor ikke noe behov for å sitte på store likvider for å oppfylle sine forpliktelser til langsiktige kreditorer. En rentedekningsgrad over 20

karakteriseres som svært bra, og når den blir så høy som i Ekornes sitt tilfelle må det være veldig bra. Sammenhengen er nok delvis at egenkapitalandelen er stor og andelen langsiktig rentebærende gjeld er svært lav i forhold. Rentekostnadene blir da totalt sett lave.

For å finne en forklaring på hvorfor vi ser en negativ trend i likviditetsgrad 1 og 2, og at disse ligger under det som er gjennomsnittlig, må en se litt nærmere på de underliggende forholdene de siste årene. Ekornes har betalt ut store utbytter, noe som har redusert kontantbeholdningen og dermed likviditeten. I tillegg til dette har Ekornes, foretatt store investeringer de seneste årene, og mye av dette er finansiert med likvide midler og ikke langsiktig gjeld som ofte er vanlig. Dette får vi også bevist når vi ser på den høye egenkapitalprosenten i Ekornes. En annen faktor som ikke fanes opp av regnskapet og dermed de overnevnte nøkkeltallene er eventuelle andre likviditetskilder. Ekornes har blant annet en ubenyttet kassakreditt på 130 mill kr.

Om en kun ser isolert på de ulike parametrene og trendene på disse i likviditetsanalysen kunne dette vært grunn til bekymring. Men etter at vi har gått bak tallene og sett på sammenhengen, kan en konkludere med at det ikke er grunn til bekymring. Det at likviditetsgraden har en negativ trend kan i og for seg være negativt, men det er ikke en ekstrem trend og den er ikke sterk nok til at en kan gi en entydig konklusjon. Totalt sett er likviditeten god sammenlignet med gjennomsnittet av større norske selskaper.

### **4.3 Lønnsomhetsanalyse**

Jeg har i de foregående kapitlene sett på ulike nøkkeltall knyttet til soliditet og likviditet. Disse har vist at Ekornes har høy grad av egenkapitalfinansiering og en solid buffer mot å stå imot tap.

Jeg vil nå analysere lønnsomheten i Ekornes, og utviklingen i denne i analyseperioden. De vanligste nøkkeltallene for å analysere lønnsomheten er:

- Resultatgrad: Driftsresultat i forhold til omsetning
- Totalkapitalrentabilitet =  $(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) / \text{Gjennomsnittlig totalkapital}$
- Egenkapitalrentabilitet =  $\text{Nettoresultat til egenkapitalen} / \text{Gjennomsnittlig egenkapital}$

- Kapitalens omløpshastighet = Nettoomsetning/Gjennomsnittlig total kapital

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultatgrad	18 %	18 %	19 %	19 %	20 %	20 %	22 %	19 %
Totalkapitalrentabilitet	34 %	33 %	32 %	32 %	31 %	32 %	35 %	30 %
Kapitalens omløpshastighet	1,76	1,75	1,69	1,65	1,55	1,51	1,56	1,43
Egenkapitalrentabilitet	37 %	36 %	35 %	33 %	31 %	30 %	28 %	28 %

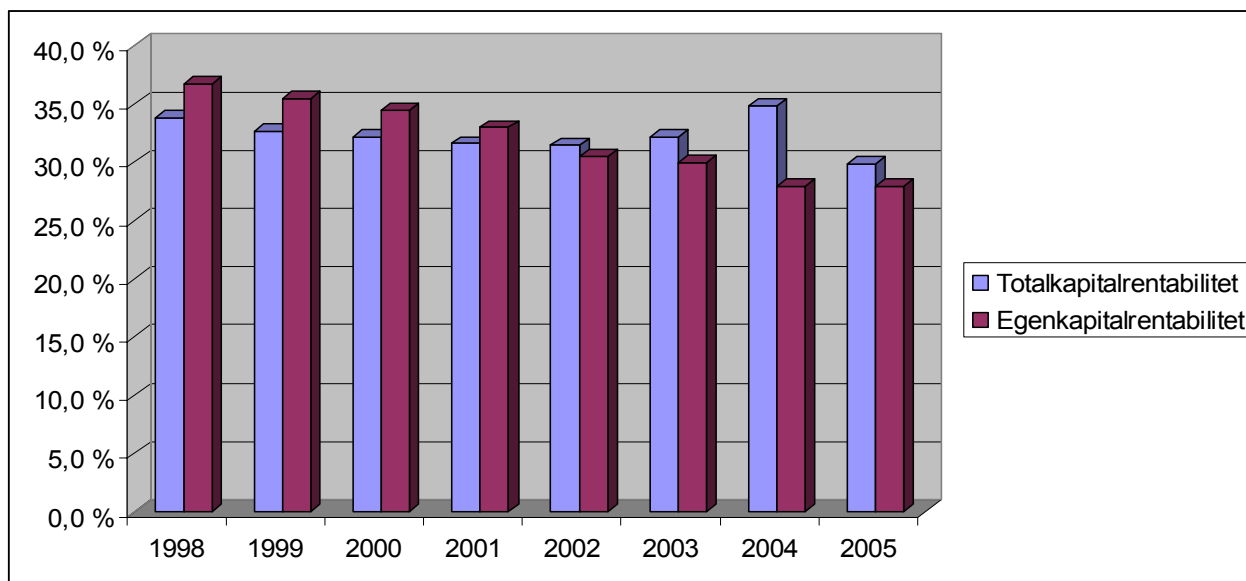
**Tabell 4.3 Utvikling i lønnsomhet**

Av tabellen ser en at resultatgraden holder seg stabilt mellom 18% og 22% i analyseperioden. En kan se antydninger til en positiv trend, men denne er for svak til å man kan gi en signifikant konklusjon, men det viser at Ekornes greier å holde lønnsomheten stabil i takt med omsetningen. Dette er positivt ettersom man ofte ser at når selskaper øker omsetningen greier de ikke å øke resultatet tilsvarende.

Kapitalens omløpshastighet har utviklet seg avtagende i negativ retning i perioden. Dette er et resultat av at Ekornes gradvis går over til automatiserte prosesser og kapitalkrevende produksjonsanlegg.

Når en ser på egenkapitalrentabiliteten er også denne svært høy sett i forhold til gjennomsnittet på Oslo Børs, som i samme tidsromm har vært på 8-10%. Gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet for Ekornes i perioden var på 32% som er langt over snittet blant norske selskaper. Når vi ser på rentabilitetsmålene i diagrammet under, viser den at Ekornes har en svak negativ utvikling i egenkapitalrentabilitet. Hovedårsaken til denne trenden er, som tidligere påpekt i den strategiske analysen at Ekornes stadig møter sterkere konkurranse. Denne konkurransen er økende både nasjonalt og internasjonalt, og kommer av at stadig flere konkurrenter flytter produksjonen til lavkostland, noe Ekornes ikke gjør. Ekornes er også i økende grad eksponert i nye markeder som selvfølgelig også fører til økt konkurranse og pressede marginer.

Totalkapitalrentabiliteten isolert sett har en svakt stigende trend de siste årene i analyseperioden. Dette indikerer at Ekornes utnytter de samlede eiendelene mer effektivt. Dette er positivt og viser at den store graden av automatisering og effektivisering har de tilsiktede effektene.



**Figur 4.3** Utvikling i rentabilitet

Vi ser at de fleste lønnsomhetstall er svakt avtagende noe som ikke er positivt med tanke på utviklingen fremover. Men dette er relativt underordnet ettersom ekornes har en svært god lønnsomhet i forhold til konkurrenter og andre selskaper.

#### 4.4 Trend, kapitalstruktur og finansiering

For å danne meg et bilde av ulike trender, struktur og finansiering i analyseperioden er et mye bukt verktøy trendanalyse og common-size analyse. Dette er relativt enkle analyser, men de er svært egnet til å se trender og store endringer i struktur i inntekter og kostnader.



#### 4.4.1 Common-size analyse

Med basis i det omgrupperte regnskapet og den omgrupperte balansen har jeg utarbeidet en common-size analyse som viser sammensetningen og utviklingen i de ulike postene.

Common-size analyse RESULTATREGNSKAP		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
									100,0
+	Salgsinntekter	99,8 %	99,5 %	99,5 %	99,9 %	99,9 %	99,9 %	99,9 %	%
	Andre driftsinntekter	0,2 %	0,5 %	0,5 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,0 %
=	<b>sum driftsinntekter</b>	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
-	Varekostnad	32,6 %	30,1 %	29,9 %	28,9 %	26,2 %	26,2 %	23,1 %	23,9 %
-	Lønn og sosiale kostnader	25,0 %	25,7 %	25,6 %	25,7 %	26,7 %	26,4 %	26,9 %	27,9 %
-	Ordinære avskrivninger	2,6 %	2,8 %	2,8 %	3,2 %	3,3 %	3,6 %	3,7 %	3,8 %
-	Andre driftskostnader	22,1 %	22,9 %	23,1 %	23,5 %	23,5 %	23,7 %	24,7 %	25,8 %
=	<b>Driftsresultat</b>	17,8 %	18,4 %	18,6 %	18,6 %	20,2 %	20,2 %	21,6 %	18,6 %
-	Driftsrelatert skattekostnad	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,7 %	6,1 %	6,1 %	6,5 %	5,7 %
=	<b>Netto driftsresultat</b>	12,3 %	12,8 %	13,0 %	12,9 %	14,1 %	14,1 %	15,0 %	13,0 %
+	Netto finansinntekter	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,3 %
=	<b>Nettoresultat av syssels. kap</b>	12,6 %	13,1 %	13,2 %	13,1 %	14,3 %	14,3 %	15,1 %	13,2 %
-	Netto finanskostnader	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
=	<b>Nettoresultat til EK</b>	12,3 %	12,8 %	13,0 %	12,8 %	14,1 %	14,2 %	15,0 %	13,1 %
+	Unormalt netto driftsresultat	0,2 %	1,4 %	0,1 %	-0,1 %	-0,2 %	0,2 %	-0,3 %	-0,2 %
+	Unormalt netto finansresultat	0,2 %	0,3 %	0,2 %	0,0 %	0,3 %	0,2 %	0,4 %	0,3 %
=	<b>Fullstendig nettores til EK</b>	12,5 %	14,5 %	13,3 %	12,7 %	13,6 %	14,6 %	15,2 %	13,2 %

Tabell 4.4 Common-size analyse resultatregnskap

En klar trend som fremkommer i common-size analysen er at vareforbrukets andel av driftsinntektene avtar. Samtidig øker andelen av lønn og sosiale kostnader. Denne trenden viser at Ekornes greier å tilegne produktene sine så stor verdi i produksjonen at de kan ta en gradvis høyere pris. Dette betyr at produktlønnsomheten øker isolert sett. En ser ellers at driftsinntektene øker som er en direkte konsekvens av at andelen av varekostnaden går ned. Som omtalt tidligere i den strategiske analysen eier Ekornes flere og flere av sine underleverandører. Dette medfører at en stadig større del av verdiskapningen fra råvare til ferdig produkt skjer i konsernet. Dette er en bevisst satsning fra Ekornes sin side og i analysen ser vi at satsningen har effekter.

<b>Common-size analyse</b>								
<b>Balanse</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Eiendeler								
Immaterielle eiendeler	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,3 %	0,4 %	0,5 %
Varige driftsmidler	31,8 %	37,2 %	25,2 %	49,0 %	48,8 %	51,9 %	49,2 %	49,4 %
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>31,8 %</b>	<b>37,2 %</b>	<b>43,6 %</b>	<b>49,1 %</b>	<b>48,9 %</b>	<b>52,2 %</b>	<b>49,6 %</b>	<b>49,9 %</b>
Varer	22,5 %	17,0 %	16,8 %	15,3 %	13,5 %	13,0 %	13,6 %	14,2 %
Fordringer	23,8 %	26,5 %	25,0 %	22,2 %	21,5 %	20,0 %	20,6 %	21,1 %
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>46,2 %</b>	<b>43,4 %</b>	<b>41,8 %</b>	<b>37,5 %</b>	<b>35,0 %</b>	<b>33,1 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>35,3 %</b>
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>78,1 %</b>	<b>80,6 %</b>	<b>85,4 %</b>	<b>86,6 %</b>	<b>83,9 %</b>	<b>85,2 %</b>	<b>83,8 %</b>	<b>85,2 %</b>
Finansielle fordringer	0,4 %	1,1 %	1,0 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %	0,9 %	1,4 %
Kontanter og bank	21,5 %	18,5 %	13,6 %	12,3 %	15,3 %	14,0 %	15,3 %	13,4 %
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>21,9 %</b>	<b>19,6 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,8 %</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>21,9 %</b>	<b>19,6 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,8 %</b>
<b>Eiendeler</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100, %</b>	<b>100,0%</b>	<b>100, %</b>	<b>100, %</b>	<b>100, %</b>	<b>100, %</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>								
<b>Egenkapital</b>	<b>62,1 %</b>	<b>63,0 %</b>	<b>61,8 %</b>	<b>65,3 %</b>	<b>69,8 %</b>	<b>70,0 %</b>	<b>71,0 %</b>	<b>68,2 %</b>
Langsiktig finansiell gjeld	1,4 %	1,1 %	1,0 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %
Kortsiktig finansiell gjeld	5,6 %	6,9 %	7,8 %	8,4 %	9,0 %	9,4 %	9,0 %	10,0 %
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>7,1 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>9,1 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>9,8 %</b>	<b>9,4 %</b>	<b>10,4 %</b>
Langsiktig driftsrelatert gj.	7,5 %	6,1 %	8,9 %	9,5 %	4,8 %	4,4 %	3,4 %	3,6 %
Kortsiktig driftsrelatert gj.	23,3 %	22,7 %	20,6 %	16,1 %	15,8 %	15,8 %	14,5 %	17,2 %
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>30,8 %</b>	<b>28,9 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>25,7 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>17,9 %</b>	<b>20,8 %</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100, %</b>	<b>100,0%</b>	<b>100, %</b>	<b>100,0%</b>	<b>100, %</b>	<b>100, %</b>

Tabell 4.5 Common-size analyse balanse

Common-size analysen for balansen viser at driftsrelaterte anleggsmidler øker signifikant. Dette er et resultat av økte investeringer i nye og mer effektive produksjonsfasiliteter og investeringer i nye lokaler. Vi ser og at både den langsiktige- og den kortsiktige driftsrelaterte gjeldens andel gradvis reduseres i analyseperioden. Dette er en trend som viser at Ekornes utvikler seg til å bli et stadig mer solid selskap.

#### 4.4.2 Trendanalyse resultatregnskap

Trendanalysen gir en indikasjon på veksten i analyseperioden. Jeg tar utgangspunkt i et baseår som i dette tilfellet er 1998 og setter hver enkelt post i regnskapet og balansen som 100%. For de påfølgende årene uttrykkes de samme regnskapspostene i prosent av baseåret. Analysen viser hvilken vekst Ekornes har over analyseperioden.

I trendanalysen for Ekornes ser vi at noen av postene har økt mer enn andre dette gjelder i hovedsak kostnader knyttet til lønn avskrivninger og driftskostnader. Økningen i avskrivninger er naturlig ettersom investeringene har økt. Andre driftskostnader utgjør en liten andel av kostnadene og er derfor ikke så relevant. Imidlertid er veksten i lønnskostnader en størrelse som det må settes fokus på. Dette er en relativt stor post i regnskapet, og dersom den store økningen vedvarer kan det føre til betraktelig lavere overskudd og konkurransekraft. Dersom konkurransekraften avtar og kostnadene øker, er man inne i en ond spiral som det vil være vanskelig å komme seg ut av. Det har imidlertid Ekornes erfart før<sup>29</sup>, og investerer mye i automatisert og effektiv produksjon. Dette er noe av grunnen til at avskrivningene og andre kostnader har økt så mye. Ekornes kommer fremmover til å i større grad enn før å automatisere produksjonen noe som vil stabilisere lønnskostnadene på samme vekstnivå som de andre postene.

**Tabell 4.5 Trendanalyse resultatregnskap**

Trendanalyse RESULTATREGNSKAP		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
+	Salgsinntekter	100 %	109 %	126 %	141 %	151 %	166 %	186 %	189 %
	Andre driftsinntekter	100 %	221 %	251 %	55 %	38 %	51 %	68 %	33 %
=	<b>sum driftsinntekter</b>	<b>100 %</b>	109 %	126 %	141 %	150 %	166 %	186 %	188 %
-	Varekostnad	100 %	101 %	116 %	125 %	121 %	134 %	132 %	138 %
-	Lønn og sosiale kostnader	100 %	112 %	129 %	145 %	161 %	175 %	200 %	210 %
-	Ordinære avskrivninger	100 %	117 %	133 %	170 %	191 %	225 %	262 %	272 %
-	Andre driftskostnader	100 %	113 %	132 %	150 %	160 %	178 %	208 %	220 %
=	<b>Driftsresultat</b>	<b>100 %</b>	113 %	132 %	147 %	171 %	189 %	226 %	198 %
-	Driftsrelatert skattekostnad	100 %	110 %	130 %	145 %	167 %	185 %	221 %	194 %
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>100 %</b>	114 %	134 %	148 %	172 %	191 %	228 %	199 %
+	Netto finansinntekter	100 %	100 %	125 %	75 %	125 %	100 %	75 %	150 %
=	<b>Nettoresultat av sysselsatt kap.</b>	<b>100 %</b>	114 %	133 %	146 %	171 %	188 %	224 %	198 %
-	Netto finanskostnader	100 %	100 %	167 %	167 %	100 %	67 %	67 %	100 %
=	<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>100 %</b>	113 %	133 %	146 %	172 %	191 %	227 %	200 %
+	Unormalt netto driftsresultat	100 %	900 %	100 %	-50 %	-200 %	250 %	-300 %	-200 %
+	Unormalt netto finansresultat	100 %	133 %	100 %	0 %	200 %	133 %	267 %	233 %
=	<b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>100 %</b>	126 %	134 %	143 %	163 %	194 %	226 %	199 %

<sup>29</sup> Kap 2.1 historikk Ekornes

### 4.4.3 Trendanalyse balanse

Trendanalysen av balansen er basert på samme prinsipper som trendanalysen av regnskapet. En ser av analysen at de driftsrelaterte anleggsmidlene utgjør en økende andel av de totale eiendelene. Dette bekreftet også common-size analysen. Denne veksten i driftsrelaterte anleggsmidler forklarer mye av den fallende omløpshastigheten som en har sett de siste årene i analyseperioden<sup>30</sup>. Konklusjonen av analysene er at Ekornes har blitt flinkere til verdikapingen, dette i form av større driftsresultat. Imidlertid har de store investeringene gjort at eiendelene har blitt mindre lønnsomme som vises ved at omløpshastigheten har blitt betraktelig redusert. Veksten i resultat virker positivt på rentabiliteten, mens lavere omløpshastighet virker motsatt. Trenden i rentabilitet viser imidlertid at det er reduksjonen i omløpshastigheten som veier mest. Dette medfører en svakt avtagende trend i rentabiliteten. Denne utviklingen vil nok vedvare, noe jeg tar hensyn til når jeg skal beregne estimatene for eksplisitt periode og terminalverdien.

---

<sup>30</sup> kap 4.3 Lønnsomhetsanalyse

<b>Trendanalyse Balanse</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Eiendeler								
Varige driftsmidler	100 %	140 %	190 %	242 %	283 %	326 %	339 %	355 %
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>100 %</b>	<b>140 %</b>	<b>194 %</b>	<b>243 %</b>	<b>283 %</b>	<b>328 %</b>	<b>342 %</b>	<b>359 %</b>
Varer	100 %	90 %	106 %	107 %	111 %	116 %	133 %	144 %
Fordringer	100 %	133 %	149 %	147 %	167 %	168 %	190 %	203 %
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>100 %</b>	<b>112 %</b>	<b>128 %</b>	<b>127 %</b>	<b>140 %</b>	<b>143 %</b>	<b>162 %</b>	<b>174 %</b>
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>100 %</b>	<b>124 %</b>	<b>155 %</b>	<b>174 %</b>	<b>198 %</b>	<b>218 %</b>	<b>235 %</b>	<b>250 %</b>
Finansielle fordringer	100 %	300 %	333 %	400 %	367 %	367 %	467 %	733 %
Konter og bank	100 %	103 %	90 %	90 %	132 %	130 %	156 %	143 %
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>100 %</b>	<b>107 %</b>	<b>95 %</b>	<b>96 %</b>	<b>136 %</b>	<b>135 %</b>	<b>162 %</b>	<b>155 %</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>100 %</b>	<b>107 %</b>	<b>95 %</b>	<b>96 %</b>	<b>136 %</b>	<b>135 %</b>	<b>162 %</b>	<b>155 %</b>
<b>Eiendeler</b>	<b>100 %</b>	<b>120 %</b>	<b>141 %</b>	<b>157 %</b>	<b>185 %</b>	<b>200 %</b>	<b>219 %</b>	<b>229 %</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>								
<b>Egenkapital</b>	<b>100 %</b>	<b>122 %</b>	<b>141 %</b>	<b>165 %</b>	<b>208 %</b>	<b>226 %</b>	<b>250 %</b>	<b>251 %</b>
Langsiktig finansiell gjeld	100 %	90 %	100 %	70 %	60 %	72 %	63 %	66 %
Kortsiktig finansiell gjeld	100 %	146 %	197 %	236 %	295 %	333 %	352 %	406 %
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>100 %</b>	<b>135 %</b>	<b>178 %</b>	<b>202 %</b>	<b>247 %</b>	<b>278 %</b>	<b>293 %</b>	<b>337 %</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	100 %	98 %	167 %	200 %	119 %	117 %	99 %	110 %
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	100 %	117 %	125 %	109 %	125 %	135 %	136 %	168 %
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>100 %</b>	<b>112 %</b>	<b>135 %</b>	<b>131 %</b>	<b>123 %</b>	<b>131 %</b>	<b>127 %</b>	<b>154 %</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>100 %</b>	<b>120 %</b>	<b>141 %</b>	<b>157 %</b>	<b>185 %</b>	<b>200 %</b>	<b>219 %</b>	<b>228 %</b>

Figur 4.6 Trendanalyse balanse

## 5. Verdsettelsesmetoder - et teoretisk rammeverk

### Verdsettelse teori og praksis

Verdsettelse av selskaper er i praksis et vidtspennende fagområde med ulike aktører og interessenter. Verdsettelse av selskaper vil være aktuelt ved en rekke prosesser og oppgaver i bedriftsøkonomiske problemstillinger og oppgaver. Viktige tilfeller hvor verdsettelse vil være aktuelt er ved kjøp og salg av hele eller deler av en virksomhet. Eksempelvis kan en se på de mange statlige nedsalgene og børsintroduksjonene som har vært den siste tiden. Eksempel på dette er Telenor ASA og Statoil ASA. Det var i disse tilfellene snakk om betydelige verdier man skulle finne verdien på og det var da påkrevd med nøyaktige og grundige verdsettelsesmetoder. Disse børsintroduksjonene var også gode eksempler på delprivatisering av offentlig virksomhet. Når en majoritetsaksjonær skal tvangsutløse minoritetsaksjonærer er det vanlig å verdsette selskapet utover det å kun se på aksjekursen på det aktuelle tidspunktet. Dette er et område som ofte skaper uenighet og det er her også viktig med legitimerende metoder for å verdsette et selskap. Et godt eksempel på dette er saken om Kjell I. Røkke/Aker RGI som skulle løse ut minoritetsaksjonærene i Norway Seafoods AS. Det var her stor uenighet om hvilke verdi minoritetsaksjonærene hadde og saken måtte avgjøres i rettssystemet. Dette viste at verdsettelse av et selskap er kilde til stor uenighet og at det krever gode metoder for å framskaffe en korrekt verdi i alle sine øyne.

Verdsettelse vil også være aktuelt når et ansvarlig selskap eller et eiereierforetak skal få flere eiere eller en kompanjong. Når det er generasjonsskifte må de eiendeler som arvelater etterlater seg fordeles mellom arvetageren. Dette være roten til konflikt, og jo større verdiene er jo mer påkrevd er det å gjennomføre en korrekt verdsettelse. Når selskaper skal kredittvurderes er det ofte behov for å verdsette selskapet som vurderes. Dette for å gi en mest mulig korrekt rating av selskapet.

Når det er snakk om fusjon av selskaper er det påkrevd at verdien på de to selskapene som skal slås sammen klarlegges. Dette for at eierforholdet i det nye selskapet skal samsvare med de verdiene selskapene representerte før de ble fusjonert. For eksempel når de to statseide telekommunikasjons-selskapene Telenor ASA og det svenske Telia AB skulle fusjoneres ble det lagt ned et betydelig arbeid på verdsette alle delene av det to selskapene. Fusjonen ble imidlertid ikke gjennomført etter konflikter mellom de ulike aktørene. Når selskaper

fisjoneres splittes det opprinnelige selskapet opp i flere deler, og man er da avhengig av å finne en verdi på selskapene med tanke på eierskapsstrukturen. Når det fastsettes takst for beregning av eiendomsskatt verdsettes selskapet som skal beskattes for å beregne eiendomsskatten. Det benyttes ofte ulike former for verdsettelsesmodeller når eierne av et foretak skal være løpende oppdatert på verdiutviklingen i et selskap. Målsetningen for de fleste bedrifter er å maksimere verdien for eierne, og de gjør dette ved å investere lønnsomme prosjekter som medvirker til å øke verdien på selskapet. Men det er ikke alle prosjekter som er lønnsomme for eierne selv om de er lønnsomme for selskapet. En er derfor ofte opptatt av å verdsette selskapet for å se på hvordan investeringer i prosjektet påvirker kapitalstruktur og verdien for eierne. Et børsnotert selskap gjenspeiler sin verdi gjennom aksjekursen, men det er ikke alltid denne gir informasjon om hvilke verdiutvikling det er i de ulike divisjonene i selskapet. Det kan da være nyttig å verdsette de ulike enhetene for å se hvor godt disse drives. Eierrettighetene til en bedrift er det samme som eierrettighetene til bedriftens fremtidige kontantoverskudd, og verdiberegningen av selskapet bør også basere seg på disse. Imidlertid vil det være knyttet stor usikkerhet til prognostisering av disse kontantoverskuddene, og ofte må man ta ulike forutsetninger som kan være urealistiske. Verdsettelse av bedrifter er derfor ikke noen eksakt vitenskap, men i beste fall ”sofistikert gjettverk”.<sup>31</sup>

Valg av verdsettelsesmetode er avhengig av ulike faktorer som for eksempel hvor store ressurser man skal benytte på verdsettelsen. Ved kjøp av en mindre aksjepost vil det ofte ikke være lønnsomt å gjennomføre en omfattende verdsettelse. Hvor lang tid en har tilgjengelig vil også være en sentral faktor ved valg av metode. Hvor stor tilgangen på informasjon man har om selskapet, vil også være svært avgjørende når en skal velge metode for verdsetting av et selskap. Ofte er tilgangen på relevant informasjon om selskapet liten, eksempelvis ved verdiberegninger av relativt nye selskap i en ny bransje. Datagrunnlaget i form av regnskaper og budsjetter er da lite, og man må da ofte benytte seg av enklere verdsettelsesmetoder enn om man hadde full informasjon. En annen faktor som en bør ta hensyn til ved verdsettelse er hvor likvide selskapets eiendeler er. Ettersom salgbarheten av eiendelene vil ha betydning for selskapsverdien. Dette gjelder særskilt selskaper med spesialiserte produksjonsmidler. Slike selskaper kan ofte ha bokført store realkapitaleiendeler, som ved videresalg har meget liten verdi.

---

<sup>31</sup> Knut Boye, 1998

Elementer som bør være tilstede i en grundig verdsettelse er en regnskapsanalyse, en strategisk analyse, prognostisering av kontantoverskudd med den eksplisitte periode og sluttverdien, beregning av avkastningskrav, verdiberegning, sensitivitetsanalyse og til slutt bør det taes med rimelighetsbetraktninger omkring verdsettelsen.

## **Verdsettelsesmetoder**

Verdsettelse av et selskap kan basere seg på en eller flere ulike metoder. De ulike metodene har både fordeler og ulemper. Dersom man foretar en grundig verdsettelse bør flere av metodene benyttes for å få en mest mulig korrekt verdi. Noen modeller kan også egne seg bedre til noen selskap enn andre. Jeg vil kort presentere de mest brukte metodene fra de ulike verdsettelseskategoriene.

### **5.1 Balansebaserte metoder**

Dette er metoder som tar utgangspunkt i selskapets balanse som betegnelsen tilsier. Verdiberegningene tar utgangspunkt i verdsettelse av selskapets eiendeler fratrukket gjeld og utsatt skatt og latent skatt om det er aktuelt.

#### **5.1.1 Matematisk verdi eller bokført egenkapital**

Matematisk verdi gir uttrykk for den regnskapsmessige verdien av selskapets egenkapital vurdert i henhold til regnskapslovens og aksjelovens vurderingsregler. Omløpsmidlene skal vurderes til laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi etter forsiktighetsprinsippet<sup>32</sup>. Anleggsmidlene skal vurderes til anskaffelseskost. Det trekkes fra 28 % utsatt skatt på netto positive midlertidige forskjeller. Matematisk verdi kan i utgangspunktet synes å være av liten interesse, idet den baserer seg på regnskapslovens forsiktighetsprinsipp eller laveste verdis prinsipp. De reelle verdier og inntjeningsbaserte verdier kan i mange tilfeller avvike sterkt fra den bokførte egenkapitalen. Men det er også tilfelle at selskaper ikke er i stand til å forrente den bokførte egenkapitalen. I så tilfelle kan virkelig egenkapital være lavere enn bokført egenkapital. Ofte benyttes bokført verdi i forbindelse med forkjøpsrettsbestemmelser i vedtektene og aksjonæravtaler. Et eksempel er når det i gamle vedtekter hos et selskap er

---

<sup>32</sup> Regnskapsloven § 5-2 jf. § 4-1



bestemt at ved salg av aksjer skal gjenværende aksjonærer ha forkjøpsrett til matematisk verdi.

### **5.1.2 Substansverdi**

Substansverdien kan defineres på forskjellige måte. En mye brukt definisjon er at substansverdien av egenkapitalen er markedsverdien av eiendelene fratrukket markedsverdi av gjelden inkludert latent skattegjeld dersom det er aktuelt. Som man ser i definisjonen er det ved substansverdiberegninger nødvendig at det foreligger markedsverdier for selskapets eiendeler. Gjelden og omløpsverdien er i de fleste normale tilfeller uproblematisk å finne en markedsverdi på. Utfordringen i en substansverdiberegning er fastsettelsen av verdien på anleggsmidlene. Utfordringen med å bregne verdier på disse er at det ofte ikke eksisterer et velfungerende marked for anleggsmidlene. Om et slikt marked eksisterer og fungerer, som eksempelvis bruktbilmarkedet, er beregningen enkel. Men om man skal finne markedsverdier på ofte høyt spesialiserte produksjonsmidler er beregningene vanskeligere. Ofte er det imidlertid mulig å innhente anslag fra meglere som skipsmeglere og eiendomsmeglere. Disse baserer seg ofte på multiplikatorer for henholdsvis skip og bygninger. Dersom man har få eller ingen holdepunkter for markedsverdier på anleggsmidler benyttes ofte gjenanskaffelsesverdier for eiendelene justert for alder og verdiforringelse. Substansverdien baserer seg på ”going concern” – betraktninger. Sagt på en annen måte går en ut fra at selskapet skal drives videre. Dette fordi ”slaktverdier” av selskap relativt sett kan være mye lavere i forhold til virkelige verdier. Når substansverdier er basert på gjenanskaffelsesverdier er det en opplagt mindre meningsfylt verdiberegning enn substansverdi beregnet på basis av markedsverdier. Situasjoner hvor metoden gir en meningsfull verdi vil være når det eksisterer et marked hvor eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten. Det er også meningsfylt når eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomhet som drives i selskapet. Når et selskap vurderer å kjøpe et annet selskap i stedet for å kjøpe eget anlegg vil substansverdiberegninger være egnet.

Når substansverdier beregnes baserer man seg på siste tilgjengelige balanse på verdsettelsestidspunktet. Denne må imidlertid korrigeres for mer- eller mindreverdier i selskapets eiendeler og gjeld. Jeg vil se på noen forhold som en særlig bør være oppmerksom på ved substansverdiberegninger. Aksjer og andre verdipapirer kan avvike til dels betydelig (både positivt og negativt) i forhold til bokført anskaffelseskost. Et annet forhold det er viktig

å ta hensyn til er eventuelle pensjonsforpliktelser. Norske bedrifter har tradisjonelt ikke tatt hensyn til fremtidige pensjonsforpliktelser på den bokførte egenkapitalen. Selskapene har ofte begrenset seg til en noteopplysning om kapitalverdier av pensjoner som utredes direkte fra selskapet. Denne forpliktelsen må tas hensyn til ved beregning av selskapets substansverdi. I tillegg til dette må man også være oppmerksom på de betingede forpliktelser som knytter seg til kollektive pensjonsavtaler med forsikringsselskaper eller pensjonskasser. En bør også være oppmerksom på at selskaper kan ha særdeles gunstige/ugunstige avtaler knyttet til leie/utleie av bygg. Det er nødvendig å justere for denne fordelene/ulempene om leiekontrakten har lang varighet.

Latent skattegjeld som følge av avvik mellom virkelig verdi og bokført verdi av anleggsmidler er en annen justering som bør foretas. Markedsverdi for gjelden ligger ofte nært opptil den bokførte verdien. Den finansielle risikoen i selskapet vil imidlertid kunne føre til at gjelden har en verdi som avviker fra den bokførte verdien. Grunnregelen er likevel at lån med bevegelig rente ofte blir satt lik bokført verdi, mens lån med fast rente settes lik markedsverdi. En mulighet er å gjøre anslag på markedsverdien av gjelden ved å finne handlede obligasjonslån med lik risikoprofil og forfallsstruktur. Et annet moment man bør være oppmerksom på er om det er verdier i selskapet som er skjult i regnskapet. Dette er ofte immaterielle eiendeler som patenter, rettigheter, forsknings og utviklingskostnader, goodwill og badwill. Disse er i høyeste grad relevant ved en verdsettelse. Imidlertid vil det ofte være vanskelig å identifisere slike eiendeler. Goodwill betyr at selskapet oppnår mer avkastning på sine eiendeler enn sine konkurrenter. Eksempelvis vil Ekornes sine merkenavn som Svane og Stressless være eksempel på verdier som ikke fremgår i balansen. Disse eiendelene er patentert og det er knyttet goodwill til disse merkenavnene.

### **5.1.3 Likvidasjonsverdi**

Realisasjonsverdien eller likvidasjonsverdien tar, i likhet med substansverdien, utgangspunkt i bokført egenkapital basert på den siste tilgjengelige balanse. Denne korrigeres videre for differansen mellom bokførte verdier og realisasjonsverdier for eiendeler og gjeld. Likvidasjonsverdien representerer det teoretisk laveste beløp eierne vil sitte igjen med dersom virksomheten avvikles. Likvidasjonsverdien er et spesialtilfelle av substansverdien, og nesten alltid lavere enn substansverdien. Som tidligere nevnt kommer dette av at substansverdiene

baserer seg på videre drift som innebærer at eiendelene kan selges i et ordnet marked. I motsetning innebærer likvidasjon forsert salg som oftest gir kjøper rabatt. Det vil også være mindre fortjeneste ved slike salg ettersom det vil påløpe ekstra kostnader ved likvidasjon og avvikling som det ikke gjør ved videre drift. Likvidasjonsverdien er av de overnevnte grunner ikke en egnet metode for å beregne verdi når forutsetningen om videre drift ligger til grunn.

## 5.2 Inntjeningsbaserte metoder

### 5.2.1 Dividendemodellen

Dividendemodellen tar utgangspunkt i fremtidig inntjening. Selskapets verdi beregnes på grunnlag av nåverdien av fremtidige kontantstrømmer som tilfaller eierne. For en aksjonær er det to måter å oppnå avkastning på. Enten ved at det utbetales dividende til eierne eller ved at eieren selger sine andeler i markedet med gevinst. Aksjen selges til en aksjonær som har forventet kontantstrømmer i form av utbytte og et eventuelt fremtidig salg. Modellen baserer seg på at den prisen aksjen eventuelt kan selges for i fremtiden avgjøres av de forventede dividendeutbetalinger på det tidspunktet. Dette betyr at det til slutt er bare de forventede dividendeutbetalingene som avgjør hvilken prisen på aksjen. En modell for verdiberegning av en aksje vil da se slik ut:

$$P_0 = \sum_t \frac{DIV_t}{(1+k)^t}$$

$DIV_t$  står for dividendeutbetalingen i den aktuelle periode  $t$ ,  $k$  står for aksjonærens avkastningskrav.  $P_0$  er prisen på selskapets aksje i dag. Avkastningskravet til en aksjonær er den avkastningen en aksjonær krever for å plassere penger i det aktuelle verdipapiret gitt risikoen denne investeringen innebærer.  $t$  er tiden, uttrykt som de respektive perioder dividenden tilfaller aksjonæren. Modellen summerer i de forventede dividendeutbetalingene i all fremtid diskontert for å reflektere nåverdien av pengene. Det er mulig å forenkle modellen ved å forutsette at dividendeutbetalingene er konstant i all fremtid. En slik modell formuleres slik:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{k}$$

Denne modellen har en svakhet ved at forutsetningen om konstante dividendeutbetalinger i all fremtid er noe urealistisk i mange tilfeller. Man kan da utvide modellen ved å legge til grunn en konstant vekst i dividendeutbetalingene. Modellen vil da se slik ut:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{k - g}$$

$g$  står her for veksten i det periodiske dividendeutbetalingene, og forventes å være konstant fra periode til periode. Denne formelen er også omtalt som Gordons formel. Dette er også en noe begrenset forutsetning ettersom dividenden i virkeligheten kan variere over tid som betyr at det er en multipl vekst<sup>33</sup> Det er mulig å implementere dette i modellen. Dersom veksten er like stor eller større enn avkastningskravet vil ikke modellen gi en meningsfull pris, da nevneren må være større enn null. Modellen er dermed svært følsom for vekstforutsetningen som legges inn.

Ved verdiberegninger av selskaper i Norge er det ikke vanlig å legge til grunn dividendemodeller ved verdiberegninger, men modellen har stor utbredelse i USA, og benyttes der i mange ulike former. I amerikansk litteratur legges det større vekt på slike modeller enn i Norge. Noe av grunnen kan være at amerikanske selskaper er mer eierorienterte og utbetaler større deler av utbyttet til aksjonærene, og derfor legges det større vekt på utbyttet ved verdsettelse enn i Norge. Men man kan i noen tilfeller se at det også i norske selskaper legges større vekt på dividendeutbetalinger, og modellen vil kanskje få større utbredelse etter hvert. Modellen har sine begrensninger som blant annet at den kan undervurdere selskaper som holder tilbake større deler av kontantoverskuddene og investerer i prosjekter eller annen virksomhet. Dette er en betydelig svakhet ved modellen, noe som gjør den uegnet i mange verdiberegninger.

---

<sup>33</sup> Forelesningsnotater FIE 424, H-05

### 5.3 Resultatmodeller

Resultatmodeller er modeller der man forutsetter at resultatene som kapitaliseres representerer en tilnærming til de fremtidige kontantstømmer. En av de mest brukte resultatmetodene i praksis er *normalresultatmetoden*. Denne går ut på at man beregner et antatt normalt resultat i fremtiden basert på de ressurser selskapet i dag besitter, og de resultatpotensialet man finner ved å analysere de siste års historiske resultater og de(t) nærmeste års budsjett(er).<sup>34</sup> Budsjettet måles i verdsettelsesårets kroneverdi, kapitaliseres så med det realavkastningskrav som skal reflektere hvor stor avkastning investor krever utover en risikofri rente for å kompensere for risiko, justert for inflasjon. I dette risikobegrepet inngår forretningsmessig risiko dersom normalresultatet til totalkapitalen kapitaliseres og i tillegg finansiell risiko dersom normalresultatet til egenkapitalen kapitaliseres. Normalresultatmetoden krever at man estimerer: fremtidig antatt normalresultat, avkastningskrav, fremtidig normalvekst i normalresultatet, tidshorisont for kapitalisering og eventuell restverdi ved slutten av tidshorisonten om man kalkulerer med begrenset tidshorisont. De forutsetninger som velges for de nevnte punkter må være velbegrunnede og dokumenterte, ettersom små endringer i variablene vil forårsake til dels betydelige endringer i den beregnede verdi. Jeg vil peke på noen poster det vil være særlig viktig å være nøye med. I forholdet mellom regnskapsmessige avskrivninger og fremtidige nødvendige reinvesteringer er det viktig å ta hensyn til behovet for justeringer, når avskrivningene må erstattes med normale årlige reinvesteringer. Dette gjøres ved at en tilbakefører avskrivninger og beregner et korrigert driftsresultat før avskrivningene og så fratrekke de kalkulerte normale reinvesteringene. Normale reinvesteringer er her årlige reinvesteringer som må gjøres for å kunne opprettholde det beregnede driftsresultatet i overskuelig fremtid. En annen faktor det er viktig å være oppmerksom på er at den effektive skattesatsen kan komme til å avvike fra selskapets nominelle skattesats, ettersom de skattemessige avskrivningene vil være ulik reinvesteringene.

### 5.4 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller er modeller som verdsetter selskapet på basis av hvordan lignende selskaper er priset i markedet. Bruken av slike multiplere er utbredt i investormiljøer og de benyttes mye i praksis. Noe av grunnen til dette er at de er relativt enkle og lite

---

<sup>34</sup> Gunnar Dahl & Knut Boye, *Verdsettelse i teori og praksis*

ressurskrevende. Men samtidig som de er enkle å bruke gjøres det ofte meget strenge implisitte forutsetninger. De mest brukte multiplikatorene er:

- Aksjekurs/Resultat per aksje ( $P/E$  – *Price/Earning*)
- Aksjekurs/Kontantstrøm per aksje ( $P/CF$  – *Price/Cashflow*)
- Aksjekurs/Bok ( $P/B$  – *Price/Book*)
- Aksjekurs/Omsetning ( $P/S$  – *Price/Sales*)
- Selskapsverdi/Driftsresultat ( $EV/EBIT$  og  $EV/EBITDA$ )
- ROE – Return On Equity (*Nettoresultat etter skatt*)
- ROA – Return On Assets (*Nettoresultat + renter e/skatt*)

Verdivurdering basert på multippelanalyse tar utgangspunkt i sammenliknbare selskaper der verdiinformasjon er tilgjengelig. Prinsippet er det samme som f.eks. bruk av gjennomsnittlige kvadratmeterpriser for sammenliknbare boenheter for å finne verdien av en leilighet. En er imidlertid avhengig av å finne selskaper som er noenlunde like det selskapet en skal verdsette. I den grad markedet er effisient priset, gir multiplikatorverdien en markedsverdi som gjenspeiler trender innen industrien, risiko og forventet vekst. Men man vil ikke kunne stole fullt ut på multiplikatormodellene. Trender og den generelle stemningen i aksjemarkedet vil ofte sette preg på verdien. Dette vil medføre at om stemningen i markedet er lav vil multiplikatormodellen gi en for høy verdi i forhold til kontantstrømbaserte metoder, og motsatt dersom den generelle stemningen er lav. Verdsettelsesmodeller basert på multiplikatormodeller vil i stor grad være påvirket av eventuelle ”bobler” og ”bølgedaler” i markedet. Det kan være vanskelig å finne sammenliknbare selskaper. Forskjeller i risikoeksponering, vekstmuligheter, regnskapsprinsipper og finansieringsstruktur kan nedgradere multippelanalysen til en teoretisk øvelse. Identifiseringen og valg av sammenliknbare selskaper er et av kjernepunktene ved bruk av multiplikatormodeller ved verdsettelse. Utgangspunktet for prisingen er at de sammenliknbare selskapene er korrekt priset. I tilfeller hvor sammenliknbare selskaper er ”feilpriset” på grunn av liten likviditet i aksjen eller kursmanipulasjon, bør man ekskludere disse fra analysen. Multippelanalyse er enklest å benytte for selskaper med stabil, positiv inntjening i etablerte bransjer hvor flere sammenliknbare selskaper eksisterer. Så ved verdsettelse av selskaper med tanke på større investeringer, bør en, om ressursgrunnlaget tillater det, verdsette selskapet på grunnlag av mer omfattende verdsettelsesteknikker. Ofte er EV-multiplikatorer mer treffsikre enn P-

multiplikatorer<sup>35</sup>. Multiplikatormodeller kan baseres på flere forskjellige nøkkeltall. Jeg vil gi en kort presentasjon av de mest brukte multiplene som benyttes.

#### **5.4.1 Aksjekurs/Resultat pr aksje (P/E)**

Price/Earning-modellen er en av de mest benyttede modellene ved multiplanalyse. Denne defineres som pris pr aksje delt på fortjeneste pr aksje. Når selskapet verdsettes med denne multiplikatoren, multipliseres resultat før ekstraordinære poster fratrukket skatt med en P/E faktor. P/E-faktoren skal reflektere risiko og vekstpotensiale. P/E-tallet kan variere sterkt fra bransje til bransje og fra bedrift til bedrift. P/E-metoden er en relativ verdivurdering ettersom man ser på P/E-tallet for selskaper som det er naturlig å sammenligne seg med. Et moment man må være oppmerksom på er at mange selskaper på børsen er diversifiserte, og at det er få bedrifter hver bransje i Norge. Derfor vil de bedriftsspesifikke forholdene ofte være mer relevante enn observert P/E. Rent matematisk er P/E tallet realavkastningskravet etter skatt, men det er i praksis mer sammensatt. Eksempler på faktorer som påvirker P/E tallet er: realrentenivået, inflasjonsforventninger, risiko, vekstmuligheter, tidshorisont og eventuelle restverdiforutsetninger, forventet effektiv skattesats, overskuddslikviditet, verdier av ikke driftsrelaterte eiendeler, underliggende substans, selskapets utbyttepolitikk og selskapets evne til å forrente tilbakeholdte midler<sup>36</sup>.

#### **5.4.2 Selskapsverdi/Driftsresultat (EV/EBITDA)**

Denne multiplikatoren er selskapsverdien definert som markedsverdien av egenkapital og gjeld delt på driftsresultat før skatt og avskrivninger. Fordelene med dette målet er at det er uavhengig av regnskapspraksiser og finansieringsbeslutninger. Det vil heller ikke bli påvirket av større investeringer og avskrivninger. Investeringer i for eksempel dyre anleggsmidler vil kunne prege resultatene i kapitalintensive selskaper som Ekornes ASA i enkelte år. Målet er dermed mer egnet å sammenligne selskaper på tvers av industrier og i forskjellige land.

---

<sup>35</sup> Sverre Dyrnes, Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer

<sup>36</sup> G. Dahl, T. Hansen, R. Hoff, A. Kinserdal, *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen 1997

### 5.4.3 Aksjekurs/Kontantstrøm per aksje (P/CF)

Denne metoden baseres på nøkkeltall som er knyttet til selskapets kontantstrøm i stedet for resultatet. Kontantstrøm defineres på følgende måte i modellen:

$$\begin{aligned} & \text{Resultat før ekstraordinære poster} \\ & - \text{ skatt} \\ & + \text{ avskrivninger} \\ & = \text{ cashflow} \end{aligned}$$

Kontantstrømmen burde i tillegg justeres for avdrag langsiktig gjeld, netto endringer i arbeidskapitalen og nødvendige reinvesteringer. Price/cashflow vil være lavere enn P/E tallet. Denne metoden er lite brukt til å verdsette selskaper, men den benyttes i visse tilfeller til verdiberegninger i skipsbransjen.

### 5.4.4 Aksjekurs/Bok (P/B)

Aksjekurs/Bok defineres som aksjekursen (pris) over egenkapital per aksje (bok). P/B forholdet ser på markedsverdien av egenkapitalen i forhold til bokført verdi. En rekke selskaper har store verdier bundet i egenkapital og for disse vil denne modellen fungere bra i forhold til selskaper med store immaterielle verdier og humankapital som ikke lar seg identifisere i balansen.



### **5.4.5 Aksjekurs/Omsetning (Price/Sales)**

En mulig multiplikator for å verdsette selskaper er pris/salg modellen. Denne måler selskapsverdien i salgsinntekter. Denne multippelen egner seg best for selskaper som driver med salg, ettersom det er kun salg den måler. Banker og selskaper som oppnår inntekter fra andre områder enn direkte salg vil være mindre egnet å verdsette med denne multippelen. Metoden er ofte benyttet ved verdsettelse av hoteller og forretningsbygg. P/S-multiplikatoren brukes ofte som en pekepinn på prisingen av vekstselskaper innen IT-næringen og nye bransjer fordi de som regel ikke ennå er kommet i en fase hvor de gir meningsfulle overskudd som kan benyttes til å beregne prising.

## **5.5 Opsjonsbaserte metoder**

Verdsettelse basert på opsjoner innebærer at en verdsetter fleksibilitet og opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising. Opsjonsbasert verdsettelse egner seg i stor grad som et supplement til andre verdsettelsesmetoder. Verdien av selskapet vil da ofte øke som følge av opsjonsverdien. Verdien opsjonene representerer kan komme fra muligheten for å investere i oppfølgingsprosjekter til allerede eksisterende prosjekter. De kan også være store verdier knyttet til å legge ned driften ved et anlegg og selge produksjonsutstyret. Det finnes både finansielle opsjoner og realopsjoner som er egnet til å verdsette selskaper med. Realopsjonene kan i hovedsak deles inn i følgende kategorier:

1. Opsjon til å kunne ekspandere
2. Opsjon til å kunne vente
3. Opsjon til å kunne avvikle selskapet

Disse opsjonene kan også kombineres, også med de finansielle

Imidlertid krever denne typen verdsettelse en viss grad inngående informasjon om selskapet. Det vil også i mange tilfeller være vanskelig å verdsette selskapet om man kun ser på regnskap og budsjetter. Opsjonsbasert verdsettelse i Ekornes kan gjøres på flere ulike måter. Et eksempel på en opsjon kan være å se på mulige tilleggsinvesteringer som vil kunne øke produksjonskapasiteten. Ekornes åpnet for litt siden en ny fabrikk i Sykkylven som skal øke produksjonskapasiteten av Stressless-stolen. Denne utvidelsesmuligheten er en form for

realopsjon og vil ha en verdi. Denne verdien krever imidlertid informasjon som jeg ikke har tilgang på. Jeg velger derfor ikke å benytte denne verdsettelsesmetoden.

## 5.6 Kontantstrømbaserte modeller

Grunnen til at et selskap kan motta egenkapital er at noen er interessert i å eie selskapet. Selskapets eiere forventer at eierskapet medfører netto kontanttilførsel i fremtiden. Slik kontanttilførsel kan inneha mange former. Eksempler på kontanttilførsel er utbytte, opsjoner, høy gasjering av eierne, frynsegoder til eierne og andre kapitalgoder. Kontantstrømbaserte metoder baserer seg på at hele det frie kontantoverskuddet enten blir betalt ut til eierne eller holdt tilbake i selskapet og reinvestert i prosjekter som har avkastning lik avkastningskravet. I hovedsak er det to hovedtyper av kontantstrømbasert verdsettelse. Den første er egenkapitalmetoden hvor man baserer verdien på den frie kontantstrømmen til egenkapitalen, den andre metoden som benyttes er totalkapitalmetoden som er basert på den frie kontantstrømmen til totalkapitalen.

Når man skal fastsette verdien på selskapet, budsjetteres og diskonteres kontantoverskuddene for en periode med et avkastningskrav, for så å tillegges en terminalverdi som skal være en indikator på hvilke kontantstrømmer selskapet genererer i fremtiden etter eksplisitt periode. En svært sentral del av kontantsrømbasert verdsettelse er beregning av avkastningskrav, dette vil jeg beskrive mer inngående i kapittel 6.

### Terminalverdi

Før jeg presenterer de to variantene av kontantstrømbasert verdsettelse vil jeg beskrive hvordan man kommer frem til terminalverdien.

I praksis er det ikke mulig å estimere kontantstrømmer i all fremtid. Dette medfører at man må gjøre forenklinger i modellen for å gjøre den praktisk anvendbar. Metoden man benytter er at man finner en selskapsverdi på basis av en prediksjon av kontantstrømmene for en eksplisitt periode. Deretter beregner man en verdi av selskapet ved utgangen av den eksplisitte perioden kalt en terminalverdi. Lengden på den eksplisitte perioden fastsettes på bakgrunn av hvor lang tid det tar før selskapet befinner seg i en ”steady state” tilstand også kalt en moden fase.

Verdien som beregnes ved utgangen av eksplisitt periode kan beregnes ved å benytte ulike modeller. De mest brukte metodene er:

- Å benytte terminalverdi som tilsvarer bokført verdi ved utgangen av eksplisitt periode. Man forutsetter her at selskapets investeringer etter utløpet av eksplisitt periode gir en avkastning lik avkastningskravet. Ved terminalverdiberegninger med denne metoden blir dermed nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer lik den bokførte verdien.
- P/E – modell. Man beregner terminalverdien på basis av å multiplisere siste resultat med en P/E – multiplikator. Denne skal reflektere den forventede vekst og risiko i all fremtid.
- Konstant-vekst modellen. Denne metoden beregner en terminalverdi på basis av *Gordons formel*. Man tar i denne metoden hensyn til at kontantoverskuddene har en konstant vekst lik  $g$  i hver periode. Terminalverdien er da helt avhengig av hvilken vekst som legges til grunn for beregningene. I motsetning til de andre modellene tar denne hensyn til veksten i form av inflasjon og ekspansjonsinvesteringer. Modellen ser ut som følger når den benyttes på basis av FCFF:

$$P_0 = \frac{FCFF_1 \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

hvor FCFF = fri kontantstrøm til totalkapitalen

$g$  = vekst

WACC= Weighted Average Cost of Capital

I verdsettelsen jeg skal utarbeide vil jeg benytte en terminalverdi basert på konstant-vekst modellen.

### 5.6.1 Totalkapitalmetoden

Denne metoden regner ut verdien av selskapet på basis av fri kontantstrøm til totalkapitalen. Begrepet totalkapital er en samlebetegnelse på summen av all gjeld og egenkapital i selskapet.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen er kontantstrømmen som er tilgjengelig for eierne, og som skal betjene rentebærende gjeld. Altså de kontantstrømmer som er tilgjengelige for alle kapitalinnskyterne. Verdien av selskapets egenkapital og rentebærende gjeld finner man ved å diskontere alle fremtidige kontantoverskudd til totalkapitalen til dagens verdi. Verdien av egenkapitalen finner man så ved å trekke ifra den rentebærende gjelden. Kontantoverskuddene til totalkapitalen regnes da ut på følgende måte:

$$\begin{aligned} & \text{Driftsresultat} \\ & - \text{Skatt på driftsresultatet} \\ & + \text{Avskrivninger} \\ & - \text{Anleggsinvesteringer} \\ & - \text{Økning omløpsmidler} \\ & + \text{Økning rentefri gjeld} \\ & = \text{Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)} \end{aligned}$$

Når man har regnet ut FCFF må denne diskonteres, formelen som da benyttes er:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Formelen gir oss verdien av selskapet ved å diskontere summen av kontantoverskuddene i de  $t$  aktuelle periodene med WACC. WACC er avkastningskravet for totalkapitalen. Dersom en trekker fra verdien av den rentebærende gjelden sitter en igjen med verdien av egenkapitalen. Og om man legger til terminalverdien beregnet ved bruk av får en følgende uttrykk:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \text{terminalverdien}$$

## 5.6.2 Egenkapitalmetoden

Når verdien av et selskap fastsettes på bakgrunn av egenkapitalmetoden tar man utgangspunkt i den kontantstrømmen som man sitter igjen med etter at renter og avdrag på gjeld og investeringer er trukket fra. Dette er et uttrykk for den kontantstrømmen som er tilgjengelig for eierne av egenkapitalen. Denne beregningsmåten har klare likhetstrekk med dividendemodellen. Forskjellen på disse metodene er at man i egenkapitalmetoden ikke tar hensyn til hvordan kontantoverskuddene blir brukt.

Beregningene av kontantoverskuddene til egenkapitalen fremkommer på følgende måte:

$$\begin{aligned} & \text{Resultat etter skatt} \\ & + \text{Avskrivninger} \\ & - \text{Anleggsinvesteringer} \\ & - \text{Økning omløpsmidler} \\ & + \text{Økning rentebærende gjeld} \\ & + \text{Økning rentefri gjeld} \\ & \underline{\underline{= \text{Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)}}} \end{aligned}$$

Modellen for beregning av et selskap sin egenkapital vil da se slik ut:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \text{terminalverdi}$$

Man finner selskapet sin verdi ved å diskontere alle de frie kontantstrømmer i fremtiden ved å diskontere med et avkastningskrav til egenkapitalen. Beregninger av dette kravet vil jeg komme tilbake til i kapittel fem. Etter at man har funnet en diskontert verdi i eksplisitt periode legges terminalverdien til.

Når verdien av et selskap fastsettes ved bruk av denne metoden er man avhengig av å fastsette korrekt finansiell risiko. Endringer i kapitalstrukturen vil medføre endringer i den finansielle risikoen. Dette innebærer at for å ihensynta endringer i den finansielle risiko må man endre

avkastningskravet hver gang kapitalstrukturen i selskapet endrer seg. Dette er ikke så omfattende rent teoretisk, men i praksis vil det være så å si umulig.

## **5.7 Valg av verdsettelsesmetode**

I dette kapitlet har jeg presentert en rekke ulike metoder for å estimere verdien på et selskap. I en verdsettelse er man ute etter å estimere den mest mulig korrekte verdien av hele selskapet og hvilke inntjening dette får i fremtiden.

En rekke faktorer er med på å bestemme hvilke metode som bør benyttes. Metodene har ulike krav til informasjon og til ressurser som kreves. Valget av modell vil også påvirke hvor pålitelig den estimerte verdien blir.

I metodepresentasjonen beskrev jeg noen balansebaserte modeller. Disse krever at en har inngående kunnskap til et annenhåndsmarked som er velfungerende. Slik informasjon krever mye kunnskap og inngående kjennskap til selskapets produksjonsmidler. I Ekornes sitt tilfelle er produksjonsmidlene svært spesialiserte, og et velfungerende annenhåndsmarked vil ikke finnes for alle eiendelene til Ekornes. Jeg velger av disse grunner å utelukke de balansebaserte metodene.

I beskrivelsen av metoder beskrev jeg også en del resultatbaserte metoder og multiplikatormodeller. Disse modellene har vist seg å empirisk avvike mer ifra den faktiske kursutvikling enn de kontantstrømbaserte modellene<sup>37</sup>.

Når man erverver en aksje kjøper man i realiteten retten til andeler av de fremtidige kontantstrømmer i det aktuelle selskapet i evig tid, eller så lenge selskapet eksisterer. Verdien av et selskap er da i realiteten avhengig av hvilke kontantstrømmer som selskapet genererer i fremtiden. Det som har skjedd i fortiden er da av mindre betydning for dagens verdi. Av disse grunner velger jeg å verdsette Ekornes på basis av en kontantstrømbasert metode. Jeg kan da velge mellom verdsettelse på basis av kontantstrømmen til egenkapitalen eller på basis av kontantstrømmen til totalkapitalen. Egenkapitalmetoden er som tidligere nevnt avhengig av at avkastningskravet endres for hver gang kapitalstrukturen gir endringer i finansiell risiko. Dette vil ikke være mulig i praksis. Dette taler for bruk av totalkapitalmetoden. Om man

---

<sup>37</sup> Thomson 1995

legger til grunn Miller & Modigliani – hypotesen skal selskapsverdien være uavhengig av finansieringen. Jeg velger å forutsette at Miller& Modigliani – hypotesen holder, noe som betyr at avkastningskravet til totalkapitalen er uavhengig av finansieringen av selskapet. Et annet argument som taler for bruk av totalkapitalmetoden er at eventuelle avdrag og utbytteutbetalinger ikke behøves å estimeres. Dette forenkler metoden betraktelig.

For å kunne verdsette Ekornes på grunnlag av de frie kontantstrømmer til totalkapitalen er jeg avhengig av å estimere et mest mulig korrekt avkastningskrav. Hvordan et slikt avkastningskrav beregnes beskrives inngående i neste kapittel.

## 6 Avkastningskrav

Alle kapitallytere til et selskap forventer å bli kompensert for alternativkostnaden når de yter kapital til et selskap i form av investeringer, lån og andre kapitalinnskudd. Med kapitallytere menes i hovedsak investorer og lånegivere. Prisen selskapet må betale for å motta kapital fra disse kapitallyterne kalles kapitalkostnaden. Denne kan defineres som den forventede avkastning kapitalmarkedet tilbyr for den samme risikoen man påtar seg ved å yte kapital til det aktuelle selskap. De som har bidratt til egenkapitalen til selskapet har rett på den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Denne kontantstrømmen er i ulik grad usikker fra selskap til selskap og fra bransje til bransje. Usikkerheten representerer risiko, og investorene vil kompenseres for denne risikoen.

Dersom et selskap oppnår en egenkapitalrentabiliteten som er større enn egenkapitalkravet, betyr det at bedriften genererer en "superprofit". Dette er rentabilitet som er større enn hva prisen på den aktuelle risikoen er. Avkastningskravet kan også være en diskonteringsrente for verdi. Verdien i dag er da nåverdien av fremtidig verdi som er diskontert med en passende risikojustert avkastningskrav. Man vil på denne måten kunne belyse tids- og risikopreferanser hos investor.

I tillegg til investorene skal lånegivere og andre kreditorer ha betaling for den risikoen de påtar seg ved å yte kapital til selskapet. Summen av kapitallyternes bidrag av kapital i form av gjeld og egenkapital til selskapet er totalkapitalen i selskapet. For å gi et best mulig bilde av kapitalavkastningskravet vil jeg benytte WACC (Weighted Average Cost of Capital) som er en modell for det veide gjennomsnittet av avkastningskravet til egenkapitalen og gjelden.

Ved beregning av riktig verdi på et selskap er det av avgjørende betydning å beregne et korrekt avkastningskrav med tanke på den fremtidige drift. Det er foruten WACC, en rekke modeller man kan benytte for å beregne avkastningskravet.



## 6.1 Avkastningskravet til egenkapitalen - CAPM

En av de størrelsene det er knyttet størst usikkerhet til i beregningen av kapitalkostnaden er avkastningskravet til egenkapitalen. For å ta hensyn til denne risikoen i verdiberegninger diskonteres fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav som gjenspeiler hvilken risikokompensasjon investorene skal ha. Det er flere modeller som kan benyttes til å fastsette egenkapitalavkastningskravet. Noen av de mest brukte er; kapitalverdimodellen (CAPM), risikoanalysemodeller, arbitrasjemodellen og dividendemodeller. Jeg velger i min oppgave å benytte CAPM ettersom det er denne som benyttes mest i praksis.

Et alternativ kunne imidlertid vært arbitrasjeprisingsmodellen som en flerfaktormodell basert på flere forklaringsvariabler enn CAPM. Den har imidlertid ikke vist seg empirisk å gi signifikant bedre estimater enn CAPM er enklest å anvende i beregningen av egenkapitalavkastningskravet av disse to metodene. I oppgaven vil jeg derfor kun benytte CAPM i beregningen av egenkapitalavkastningskravet.

### CAPM Kapitalavkastningsmodellen

CAPM er en enfaktorsmodell som fokuserer på den markedsspesifikke risikoen eller betarisikoen til et selskaps aksje. CAPM fastsetter avkastningskravet med basis i investeringsrisiko. Utgangspunktet er den forventede avkastningen og variansen til denne. Avkastningens varians representerer investeringens risiko, som videre kan deles inn i systematisk (markedsrelatert)- risiko og usystematisk (bedriftsspesifikk)- risiko. Disse to definisjonene er beskrevet i forrige avsnitt. Jeg vil imidlertid kort se på hvordan risikoen påvirker CAPM.

Den systematiske risikoen er noe alle selskaper står overfor. Denne risikoen beskrives ved hjelp av betaverdien til selskapet. Den bedriftsspesifikke risikoen er imidlertid unik for hvert selskap. Denne risikoen kan investor diversifisere bort ved å bygge opp en portefølje med tilstrekkelig mange selskaper. Markedet betaler derfor ikke noen risikopremie til investorer som tar på seg bedriftsspesifikk risiko. Betaverdien til en aksje vil reflektere hvor sensitiv selskapet er ovenfor svingninger i markedet.

Grunnlaget for beregningene i CAPM er at investor kan fordele sine investeringer mellom to referanseplasseringer; en risikofri plassering og en investering i markedsporteføljen. Kapitalverdimodellen forutsetter at markedene er effisiente markeder noe som innebærer at aksjekursen reflekterer all offentlig tilgjengelig informasjon umiddelbart og uten noen form for påvirkning. Informasjonen er dermed avbildet i prisen på aksjen. Dette impliserer at investorene er diversifiserte og således diversifiserer bort den usystematiske risikoen. Den eneste risikoen en da må ta hensyn til er den systematiske risikoen representert ved beta. Effisiente markeder impliserer også at det ikke er skatt på avkastning og at det ikke eksisterer prismanipulasjon eller transaksjonskostnader.

Investeringen i markedsporteføljen er eksponert for risiko som kompenseres med en risikopremie. I kapitalverdimodellen er differansen mellom den risikofrie plasseringen og den forventede avkastningen risikopremien til markedet. Vi kan da sette opp følgende ligning for kapitalverdimodellen:

$$k_E = r_f (1 - s) + \beta_{EK} \times (r_M - r_f(1 - s))$$

$k_E$  = avkastningskravet for egenkapitalen etter skatt

$r_f$  = den risikofrie renten

$s$  = skattesats

$r_M$  = Avkastning for markedsporteføljen

$\beta_{EK}$  = Egenkapitalbetaen

$(r_M - r_f(1 - s)) = MP =$  Markedets risikopremie

Det er vanlig å trekke sammen leddet  $(r_M - r_f(1 - s))$  og kalle dette MP eller markedets risikopremie. MP er som tidligere omtalt den kompensasjonen investor krever for å eksponeres for risiko utover den risiko markedsporteføljen representerer.

Utfordringen i CAPM er ikke selve modellen, men estimeringen av de fremtidige inputvariablene. Dette fordi de historiske verdiene for disse variablene ofte er dårlige indikasjoner på fremtiden da de er unøyaktige og omfattes av andre forutsetninger enn i dag og i fremtiden.

Kritiske forhold ved betarisikoen vil være at det er knyttet stor usikkerhet når det gjelder den fremtidige verdien. Dette vil være sensitivt i forhold til nye eiere og nye styringsstrategier. Det vil også være usikkerhet knyttet til beregningen av den risikofrie renten. Dette med tanke på tidshorisont.

Jeg vil i det følgende se på de tre viktigste forholdene ved egenkapitalavkastningskravet, og fastsette verdier for disse inputvariablene.

- Risikofri rente
- Risikopremie for markedet
- Aksjens markedsrelaterte risiko (egenkapitalbetaen)

### **6.1.1 Den risikofrie renten**

Risikofri rente er avkastning på et verdipapir hvor det ikke løper noen risiko vedrørende utbetaling av renter og avdrag. Verdipapir uten risiko er vanskelig å konstruere, men statsobligasjoner er gjerne en egnet tilnærming. Ved verdsettelse av foretak er det ofte langsiktige investeringer som for eksempel oppkjøp, fisjoner og fusjoner som ligger til grunn for selve verdsettelsen. Det kan derfor argumenteres for å bruke en langsiktig statsobligasjonsrente ved beregning av risikofri rente. I tillegg er de lange statsrentene gjennomgående mer stabile enn de korte statsrentene, og en stabilisering av avkastningskravet har åpenbart egenverdi.

Ved å velge statsobligasjoner som estimat for fremtidig risikofri rente, innebærer det at renteforventningshypotesen stemmer. Renteforventningshypotesen sier at den lange renten oppfattes som et gjennomsnitt av dagens 1-års rente og markedets forventninger om fremtidige 1-års renter. For eksempel kan dagens 3-års rente ( $R(3)$ ) tolkes som et gjennomsnitt av 1-års renten idag ( $r1$ ), forventet 1-års rente om ett år ( $r2$ ) og forventet 1-års rente om to år ( $r3$ ). Formelt er dagens 3-års rente ifølge renteforventningshypotesen slik:

$$R(3) = (r1 + r2 + r3) / 3$$

En 10-årig statsobligasjon har for tiden en rente på 3,98%. Knut Boye ved NHH mener at dette er et for lavt estimat på fremtidig risikofri rente. Ifølge han vil 5 % være en mer korrekt risikofri rente. Dette fordi han peker på de historiske verdiene på reell risikofri rente. Jeg vil forutsette en prisstigning på 2,5 %, noe som gir en reell rente på 1,48 % dersom en bruker en 10-årig statsobligasjon. Basert på historien er det svært usannsynlig å estimere med en så lav rente i all fremtid. Ifølge Boye vil dermed ikke en 10-årig statsobligasjon inneholder all informasjon om fremtidige forventninger om rentenivået. Dette muligens fordi noe av teorien rundt den såkalte segmenteringshypotesen kan stemme. Den tar utgangspunkt i at aktørene i rentemarkedet har stor grad av risikoaversjon, og at de ønsker å avpasse løpetiden på sine fordringer til løpetiden på sin gjeld. Dermed deles markedet opp i uavhengige segmenter. Hypotesen sier at rentene på papirer med ulik løpetid bestemmes uavhengig av hverandre av tilbud og etterspørsel i de ulike segmentene. Under denne hypotesen har det ikke mening å beregne markedsaktørenes renteforventninger ut fra rentens terminstruktur.

Jeg velger å følge Knut Boyes argumentasjon, og benytter derfor ingen statsobligasjoner ved valg av risikofri rente. Den settes med andre ord til 5% før skatt.

### **6.1.2 Markedets risikopremie**

I CAPM beskrives markedets risikopremie som forskjellen mellom forventet fremtidig avkastning på markedsporteføljen og forventet fremtidig risikofri rente. Verdien skal representere den avkastningen investor er villig til å oppgi for å redusere risikoen assosiert med eierskap i en diversifisert portefølje av selskaper. Hvor mye avkastning den enkelte investor er villig til å oppgi for å redusere risiko er i stor grad påvirket av investors syn på totalrisikoen.

Markedets risikopremie baserer seg på historiske målinger. Den tar utgangspunkt i den historiske forskjellen mellom den gjennomsnittelige avkastningen i aksjemarkedet og den risikofrie renten. Den historiske avkastningen i aksjemarkedet representeres ved markedsporteføljens historiske avkastning. Risikopremien vil på kort sikt være preget av store variasjoner, og det vil derfor være hensiktsmessig å benytte et datagrunnlag fra en lengst mulig tidsperiode når man skal finne et gjennomsnitt. Dette for å unngå at store enkeltvariasjoner skal få innvirkning på en så viktig variabel som risikopremien representerer

i kapitalverdimodellen. Det er gjort flere beregninger av risikopremien i Norge, og i perioden fra 1967 til 1998 har Oslo Børs totalindeks gitt i gjennomsnitt 6,2% meravkastning i forhold til korte statsrenten etter skatt.<sup>38</sup> I mange av de periodene risikopremien er beregnet fra har det vært store svingninger i RP. Dette reduserer forklaringsverdien til den gjennomsnittlige risikopremien og en risikopremie på 6,3% vil muligens avvike fra den mest riktige risikopremien. Ingen vet hva den ”korrekte” likviditetspremien på Oslo Børs fordi det ikke det er for mange og komplekse forklaringsvariable som spiller inn. Det er mye som tyder på at dagens risikopremie er lavere i dag enn 6,3%. Det er ulike årsaker til dette, og jeg vil nevne de viktigste.

- Dagens investorer er mer diversifiserte enn før. Norske institusjonelle investorer holder mer diversifiserte porteføljer enn de gjorde tidligere. Dette gjelder spesielt økningen i utenlandske verdipapir på norske hender og norske verdipapir på utenlandske hender. Denne diversifiseringen er med på å gjøre det norske verdipapirmarkedet mindre utsatt for risiko særegent for Norge. Dermed har det redusert børsens markedspremie.
- Inflasjonsrisikoen er redusert. På 1970- og 1980 tallet var inflasjonen høy i Norge. I perioder var den over 10 %, og i perioden 1980-1984 var den oppe i 10,1%<sup>39</sup>. Siden den gang er inflasjonen redusert betraktelig, noe som helt klart er med på å dempe risikopremien. Kanskje enda viktigere er det at svingningene i inflasjonen er betydelig redusert. Mye dette kan tilskrives Norges Banks inflasjonsmål på 2,5 %. Vi ser heller ikke de store svingningene i oljeprisen slik vi så på slutten av 1970-tallet og begynnelsen av 1980-tallet. Selv om det er usikkerhet følgene virkningene av den høye oljeprisen vi har pr dags dato. Alt i alt har lavere inflasjon, mindre svingninger i inflasjonen samt en modernisering av børsen etter 1985 medført lavere risikopremie enn før.
- Mindre variasjon i børsens likviditet. I perioder har børsen var preget av store svingninger i likviditeten. Dette var spesielt gjeldende i perioden 1970-1984. Svingningene var mye et resultat oljeprissjokkene og at Norsk Hydro da utgjorde nær halvparten av total børsverdi. Da oljeprisen steg i 1979 fikk vi en stor kapitaltilførsel

---

<sup>38</sup> *Kravsetting, lønnsomhetsvurdering og verdivurdering*, Thore Johnsen og Frøystein Gjesdal, Cappelen, 1999

<sup>39</sup> *Kravsetting, lønnsomhetsvurdering og verdivurdering*, Thore Johnsen og Frøystein Gjesdal, Cappelen, 1999

til børsen, og en like stor kapitalflukt når oljeprisen sank igjen frem mot 1985. Disse to faktorene medførte store likviditetssvingninger og holdt risikopremien høy. Børsen har blitt betraktelig modernisert og normalisert etter 1985, og dette har medført en kraftig reduksjon i avkastingsrisikoen.

- Dereguleringen av kredittmarkedet på midten av 80-tallet, har medført at gjeldsfinansiering er blitt mindre lønnsomt. Reformene man fikk på midten av 1980-tallet førte i stor grad til en rebalansering av finansieringen i favør av egenkapital. Graden av gjeldsgearing hos norske selskaper er etter dette betydelig redusert. Dette har videre redusert markedsrisikoen for ulike selskaper.

Av overnevnte grunner velger jeg å sette markedets risikopremie til 6,2%. Dette mener jeg er et veloverveid estimat som både tar hensyn til historiske tall langt tilbake, og vektlegger hendelser i nyere tid

### **6.1.3 Aksjens markedsrelaterte risiko *Betakoeffisienten***

En aksjes markedsrelaterte risiko uttrykkes ved  $\beta$ . Aksjens  $\beta$  - verdi forteller hvor mye aksjen har svingt i forhold til markedsporteføljen. Betaverdien til Ekornes kan estimeres ved at en beregner en komparativ beta, regnskapsbeta eller en historisk beta.

En komparativ beta beregnes ved at man finner en bransjebeta på bakgrunn av snittet av egenkapitalbetaen og betaverdien til sysselsatt kapital for sammenlignbare selskaper. Når betaverdien for sysselsatt kapital ser man på kapitalstrukturen, og en kan dermed reversere beregningen når man har bransjebetaen og finne betaen for Ekornes. Denne metoden krever at man har betaverdien til sammenlignbare selskaper, noe det er vanskelig å finne til Ekornes. Jeg velger å se bort i fra denne beregningsmetoden for beta.

Regnskapsbetaen benyttes oftest for selskaper som ikke omsettes i et marked. Denne beregnes ved at man kjører en regresjonsanalyse mellom selskapets regnskap og markedets resultat. Denne metoden vil ikke være hensiktsmessig for Ekornes ettersom Ekornesaksjen omsettes i et marked.

For børsnoterte selskaper er den historiske betaverdien den mest benyttede. Denne gir et mål på selskapets aksjeverdi i forhold til markedet. For å beregne historisk beta gjennomfører man en regresjonsanalyse mellom markedet og aksjen. Markedsporteføljen har en beta på 1 som er et gjennomsnitt.

Jeg velger å benytte en regresjon av betaverdien. Denne utfører jeg ved at jeg innhenter alle sluttkursene til Ekornesaksjen de siste 5 årene på Oslo Børs. Disse sammenstiller jeg med Indeksen og gjennomfører en regresjonsanalyse. Denne analysen gir meg en betaverdi til Ekornes på 0,822. Dette betyr at Ekornesaksjen svinger samme vei som markedet, men ikke like mye. Hadde betaverdien vært 1 ville aksjen variert like mye samme vei som markedet og motsatt om den hadde vært -1.

#### **6.1.4 Likviditetspremie**

Aksjer som er lite omsatt på børsen har en lav likviditet. Dette kan medføre generelle problemer når man benytter CAPM. Lav omsetning av aksjen representerer en svakhet i den grad endringer i børskursen kan være forsinket i forhold til mer likvide aksjer. Den estimerte betaverdien kan da bli lavere enn hva den hadde blitt ved ”korrekt” kurs.

Ved lav likviditet i en aksje tillegger man ofte en likviditetspremie i avkastningskravet. Denne skal kompensere investor for innlåsningsrisikoen man utsetter seg for ved å binde fast kapital i en mindre likvid aksje. Denne risikoen medfører at investor kan måtte komme til å betale en relativt høy pris for å omsette aksjen i andre likvide midler. Eller enklere sagt, investor må selge ”billig” for å komme seg ut av aksjen. Dette er ofte gjeldende for bedrifter med asymmetrisk informasjon og få og store aksjonærer. Ekornes sin aksje er i stor grad preget av mange aksjonærer med mindre eierandeler. Ekornes sine eiere hadde pr. 01.01.2006 over 3000 aksjonærer, hvor de ti største eiere til sammen ca 56 % av aksjene.<sup>40</sup> De 20 største aksjonærene har økt sin eierandel med ca. 10 % det siste året, uten at det er av nevneverdig negativ betydning. Aksjen er også relativt mye omsatt og det er heller ingen ting som tyder på at asymmetrisk informasjon preger selskapet i noen grad. Av disse grunner velger jeg å ikke legge til noen likviditetspremie på aksjen til Ekornes.

---

<sup>40</sup> Tabell tidligere i oppgaven

### 6.1.5 Egenkapitalens og gjeldens markedsverdi

Ved beregning av egenkapitalens andeler av totalkapitalen anbefales det at det benyttes markedsverdier. Det vil si at man benytter de verdier som eksisterer i markedet i dag. Grunnen til det er at den bokførte verdien normalt er lavere enn markedsverdien. Årsaker til dette kan tilskrives inflasjon, store verdier i immaterielle aktiva og høye avskrivninger. I verdsettelsen av Ekornes vil de immaterielle aktivaene ha stor betydning. Dette fordi Ekornes har en rekke innarbeidede merkenavn jfr. den strategiske analysen tidligere i oppgaven.

### 6.1.6 Kritikk til kapitalverdimodellen

Som den mest anvendte modell for beregning av egenkapitalkrav er CAPM en av de mest anerkjente metoder på dette området. Det vil alltid være usikkerhet i forutsetningene og estimatene for de ulike variablene i slike modeller. Jeg vil se på noen kritiske faktorer ved modellen.

En viktig forutsetning i modellen er at det er nær sammenheng mellom risiko og avkastning. I denne sammenhengen kan man se på om betaverdien gir en god tilnærming for risiko, og om korrelasjonen mellom risikoen og avkastningen er positiv. Det er foretatt en rekke studier på dette området og sammenhengen er hyppig debattert.

Studier av korrelasjon mellom risiko og avkastning har vist at det ikke nødvendigvis alltid eksisterer slike sammenhenger. I en studie hvor man tok for seg perioden mellom 1963–1990<sup>41</sup> fant man ingen sammenheng mellom betaverdier og avkastning. En annen studie hvor man tok for seg perioden mellom 1926-1990<sup>42</sup> fant man klare sammenhenger på korrelasjoner i perioden 1926-1981, etter dette fant man ingen sammenheng.

Disse studiene peker på svakheter hos modellen. Og det kan synes som om det er noe tilfeldig hvilke sammenhenger som eksisterer mellom risiko og avkastning. Det er imidlertid viktig å

---

<sup>41</sup> Fama og French 1992

<sup>42</sup> Chan og Lakonishok 1993



også være kritisk til studiene som er foretatt. Selskapene vil stadig være i forandring. Dette være seg finansielle forandringer og endringer av forretningsvirksomheten. Begge disse faktorene vil være vesentlige når man skal fastsette selskapets risiko. Jeg velger å ikke trekke noen bastant konklusjon på grunnlag av disse studiene, men jeg vil påpeke at modellen ikke må betraktes som noen eksakt fasit.

Modellen er en av de mest benyttede selv om den høster mye kritikk. Mye av grunnen til dette er nok at den er relativt enkel å benytte. Det er utviklet en rekke andre modeller på området, og interessen for disse er økende. Disse modellene har ofte en høyere kompleksitetsgrad og de krever ofte et større datagrunnlag uten at de nødvendigvis gir mer nøyaktige resultater. CAPM er derfor fortsatt det mest foretrukne valget av modell for beregning av egenkapitalavkastningskrav.

## **6.2 Avkastningskrav for gjelden**

Ved verdiberegninger av et selskap er man interessert i avkastningskravet til totalkapitalen. Dette avkastningskravet er også avhengig av avkastningskravet til gjelden, og ikke bare avkastningskravet til egenkapitalen som det jeg gjorde rede for ovenfor.

Når man beregner gjeldsandelen i det veide avkastningskravet er det bare den rentebærende gjelden som inngår. Dette er fordi gjeld som ikke er rentebærende nesten alltid dekkes inn i driften av selskapet. Rentebærende gjeld betjenes derimot med deler av den frie kontantstrømmen som selskapet skaper.

Den rentebærende gjelden til større selskaper kan bestå av banklån, obligasjonslån, valutilån, subsidierte lån og andre låneprodukter som eksisterer i markedet. Vanlige banklån og obligasjonslån er imidlertid det mest vanlige. Obligasjonslån har i de fleste tilfeller faste nominelle kostnader kalt kupongrenter. Banklån har en kontraktstegnet nominell kostnad som er den avtalte lånerente. Avkastningskravet til gjelden vil være et veid gjennomsnitt av de nåværende kostnadene ved å låne kapital. En rekke faktorer er med på å bestemme et selskaps avkastningskrav på gjelden. De viktigste vil være;

- Konkursrisiko

- Type lån (annuitetslån, serielån, avdragsfrie perioder, etc.)
- Nedbetalingstid og rentebindingstid
- Prosjektrisiko
- Generelt rentenivå
- Selskapets rating
- Skatteforhold

Gjelden til de aller fleste selskaper er eksponert for ulik grad av risiko. Gjeldsyterne eksponeres for risiko i den grad det er sannsynlig at avdrag og eventuelle kuponger ikke alltid vil bli betalt eller ikke blir betalt til riktig tid og beløp. Selv om denne risikoen kan være lav vil den så å si alltid være til stede. Unntaket er enkelte statlige virksomheter som har garanterte lån. Det vil si at en statlig innstans garanterer for gjeld som virksomheten har.

På grunn av risikoen som er knyttet til alle lån vil kreditor kreve en tilleggspremie som skal kompensere for risikoen de påtar seg ved å yte gjeld til selskapet. Dette kan også ses på som en pris lånegiverne setter på å låne ut til den aktuelle risikoen. Nominell lånerente uttrykker ikke kreditors forventede avkastning og dermed heller ikke selskapets faktiske gjeldskostnad. Hva kreditorer forlanger av tillegg på lånerenten varierer. De fleste banker går ut fra den innlånsrenten de oppnår som er dannet på grunnlag av bankenes risiko. Bankenes innlån omtales som "funding", og prisen på denne er med på å påvirke utlånsrenten.<sup>43</sup> Den er også påvirket av konkurransen på kredittmarkedet. Men den mest avgjørende faktoren er den renten Den Norske Bank opererer med. I tillegg til dette er det vanlig at banker og andre lånegivere opererer med en risikopremie som skal kompensere lånegiver for risiko. Dette er risiko som er avhengig av det enkelte lån sin konjunkturelle og ikkediversifiserbare variasjon i mulige tap. Denne er oftest relativt lav i forhold til totalrenten på lånet. Det er også oftest aktuelt å legge til et tapstillegg på renten. Dette skal reflektere prisen på sannsynligheten for at kreditor ikke får igjen hele eller deler av lånet.

Når kreditorer fastsetter risikopremien og tapstillegget baserer de seg ofte på hvilke rangering selskapene har på ulike rangeringsskalaer. Dette er skalaer som er utarbeidet av internasjonale analysebyråer som S&P og Moody's. Rangeringen er et uttrykk for kredittverdighet og den oppsummerer sannsynligheten for at selskapets sine utestående lån blir misligholdt. Selskaper

---

<sup>43</sup> Sparebanken Vest sine nettsider ([www.spv.no](http://www.spv.no))

med lav rating må ofte benytte seg av såkalte junkbonds med svært høy rente, mens de med høyeste kreditrating kan oppnå såkalt investment grade gjeld. Investment grade gjeld kan oppnås ved rating bedre enn BBB på S&P<sup>44</sup> sin rangering. Disse rangeringene er mye brukt i praksis. Den effektive renten omfatter også administrasjonskostnader for kreditor. Disse kostnadene danner den effektive lånerenten.

$$\text{Effektiv rente} = \text{bankenes innlånsrente (tilnærmet lik "statsrenten")} + \text{risikopremie} + \text{tapstillegg} + \text{administrasjonskostnader}$$

Når gjeldskostnaden for et foretak skal fastsettes kan man og så sammenligne selskapets gjeld med tilsvarende selskaper. En ser da på gjennomsnittelig rente på lån til selskaper med tilsvarende rating på de internasjonale ratingbyråenes rangeringer. I stor grad bør en da se på renter med like lang levetid som gjennomsnittet for selskapets prosjekter. Imidlertid er den mest vanlige fremgangsmåten for å beregne gjeldens avkastningskrav å ta utgangspunkt i selskapets historiske gjeldskostnad.<sup>45</sup> Man må imidlertid se på løpetiden, prioritet, bindingstid og andre faktorer som kan påvirke renten på selskapets ulike lån. Siden et selskap kan ha mange typer lån er det mest hensiktsmessig å operere med et gjennomsnitt av disse. Man må også se på om det er nødvendig å gjøre justeringer dette gjennomsnittet som følge av at man i enkelte perioder har svært høy/lav rente i forhold til rentenivået man har i dag.

### 6.3 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Et avkastningskrav er en forventning til kompensasjon for alternativkostnad ved å investere midler i et selskap i stedet for alternative investeringer. På samme måte vil både kreditorer og aksjonærer forvente å bli kompensert for risikoen de utsettes for ved å investere i et selskap i stedet for i alternative plasseringer. WACC er et veid avkastningskrav for all kapitalen i et selskap. WACC representerer tidsverdien av total kapitalen i selskapet. WACC benyttes direkte til å konvertere fremtidig forventet fri kontantstrøm til nåverdien.

---

<sup>44</sup> Standard & Poors ratingbyrå sine internettsider

<sup>45</sup> T. Johnsen og F. Gjesdal, *Kravsetting Lønnsomhetsvurdering og verddivurdering 1999*

WACC bygger på forutsetningen om konstant kapitalstruktur. Det vil også være mest hensiktsmessig å gjøre alle beregninger etter skatt siden den frie kontantstrømmen er beregnet etter skatt. En annen forutsetning er at det bør benyttes markedsverdi-vekter på de ulike finansielle elementene ettersom dette representerer de virkelige økonomiske kravet fra hvert av de finansielle instrumentene.

Den generelle formelen for beregning av WACC ser slik ut:

$$WACC = EK_r * \frac{EK_m}{EK_m + G_m} + G_r * \frac{G_m}{EK_m + G_m}$$

Hvor:

$EK_r$  = Egenkapitalens avkastningskrav (etter skatt)

$G_r$  = Gjeldens avkastningskrav (etter skatt)

$EK_m$  = Egenkapitalens markedsverdi

$G_m$  = Den rentebærende gjeldens

Det veide avkastningskravet for totalkapitalen kan da oppsummert identifiseres ved å gjennomføre følgende steg:

1. Identifisere vekter for markedsverdier av kapitalstrukturen
2. Utarbeide et estimat for alternativkostnaden til gjelden
3. Utarbeide et estimat for alternativkostnaden til egenkapitalen

Jeg har i min beskrivelse av WACC anbefalt å benytte markedsverdier av egenkapital og gjeld ved beregning av de relative vektene. Årsaken til at det bør benyttes markedsverdier er at et korrekt avkastningskrav skal avspeile hvilke avkastning lånegivere og aksjonærer ville hatt om de plasserte pengene i andre aktiva med lik risikoprofil. Markedsverdiene i et fungerende marked vil til enhver tid reflektere den verdien som kunne vært plassert i andre aktiva.

## 6.4 Beregning av avkastningskrav for Ekornes ASA

Jeg har i det foregående kapittel presentert teorien som jeg har funnet aktuell ved beregning av avkastningskrav for Ekornes. Dette teorigrunnlaget vil jeg nå benytte for å beregne et mest mulig korrekt avkastningskrav til Ekornes. Dette avkastningskravet skal senere benyttes i verdiberegningene, og er en av de sentrale driverne til verdien på Ekornes.

### 6.4.1 Egenkapitalens avkastningskrav

I kapittel 6.1 utledet jeg uttrykket for egenkapitalens avkastningskrav til:

$$k_E = r_f (1 - s) + \beta_{EK} \times MP$$

Jeg har allerede fastsatt verdien på den risikofrie renten til 5%, markedets risikopremie til 6,2%, Beta verdien til 0,822 og når vi vet at skatten i Norge er 28% er regnestykket for egenkapitalens avkastningskrav klart.

$$k_E = 5 (1 - 0,28) + 0,822 * 6,2\% = \underline{8,70\%}$$

Jeg har regnet ut egenkapitalkravet til Ekornes til å være 8,7 %, noe som er et vanlig egenkapitalavkastningskrav etter skatt i Norge. Dette egenkapitalavkastningskravet vil jeg senere benytte i beregningen av WACC

### 6.4.2 Avkastningskrav til gjelden

Jeg argumenterte tidligere i kapittelet for at renten burde beregnes med basis i innlånsrenten til bankene med et påslag for risikopremie som tar hensyn til sannsynligheten for konkurs

Effektiv rente = bankenes innlånsrente (tilnærmet lik "statsrenten") + risikopremie + tapstillegg + administrasjonskostnader

Bankenes innlånsrente ligger i dag rundt 3,2%, dette er den renten bankene betaler for likviditet ute i markedet. I regnskapsanalysen konkluderte jeg med at Ekornes hadde en svært god soliditet i forhold til andre selskaper, og de viser i tillegg en god utvikling i inntjening. Risikoen for konkurs må derfor sies å være svært lav. Ekornes har også meget høy rating hos ulike ratingbyrå, og har blant annet "*Høyeste kredittverdighet*" hos Lindorff Descision. Jeg setter på bakgrunn av dette, risikopremien for gjelden til 0,8% som er meget lavt. Denne marginen ligger oftest mellom 1 og 2 % på tilsvarende selskaper med høyere gjeldsgrad<sup>46</sup>

Administrasjonskostnadene for lån varierer med størrelsen på lånene og hvor stor banken er. Det vil i praksis si at det eksisterer stordriftsfordeler når det gjelder utlån av penger, noe som egentlig er logisk. Ekornes sin langsiktige gjeld er relativ stor for en bank i norsk sammenheng. Lånet er imidlertid delvis syndikert, noe som vil si at den er delt på flere banker. Syndikering av gjeld er ofte ønskelig fra bankenes side for å ikke ha så stor konsentrasjonsrisiko i et selskap. Provisjonskostnaden settes til 2,% som er en standardsats for lån på denne størrelsen.<sup>47</sup>

Følgende regnestykke uttrykker da den effektive renten:

$$\text{Effektiv rente} = 3,2\% + 0,8\% + 2\% = 6\%$$

Gjelden var pr. 21.12.2005 i Ekornes sine årsregnskaper oppgitt til kr. 50 775 000, Og siden Ekornes i sin helhet kun har flytende rente representerer dette markedsverdien på gjelden

### **6.4.3 Markedsvekter**

WACC forutsetter at de relative vektene til henholdsvis egenkapitalen og gjelden skal benyttes ved den relative vektingen av de respektive avkastningskrav. Dette gjenspeiler det prinsipp at et avkastningskrav skal avspeile hvilke avkastning aksjonærene og kreditorene ville hatt om de plasserte midler i aktiva med tilsvarende risikoprofil. Markedsverdien vil reflektere det som til enhver tid den verdien som kunne vært plassert i andre aktiva. Bokført verdi representerer ikke et korrekt mål på markedsverdier og kan derfor ikke benyttes. Jeg vil i kap 6.4.3.1 og 6.4.3.2 beregne markedsverdier

---

<sup>46</sup> Sparebanken Vest

<sup>47</sup> Sparebanken Møre

### 6.4.3.1 Gjeldens markedsverdi

Ekornes er et relativt solid selskap som jeg konkluderte med i regnskapsanalysen. Rentene på denne gjelden er i sin helhet også flytende. Disse to faktorene medfører at gjelden oppgitt i finansregnskapet vil være den korrekte ved beregning av gjeldens markedsverdi. Ekornes har også svært lav konkurserisiko ettersom de har en god utvikling i resultatene og en solid buffer mot tap. Når gjelden skal beregnes er det imidlertid kun interessant å se på den rentebærende gjelden. Den kortsiktige gjelden vil oftest være finansiert gjennom driften og er dermed ikke relevant i beregningen av fri kontantstrøm. I årsrapporten for 2005 er den langsiktige gjelden oppgitt til å være 50 775 000

### 6.4.3.2 Egenkapitalens markedsverdi

Når man skal beregne markedsverdiens egenkapital er det vanlig å multiplisere aksjekursen med antall aksjer det aktuelle tidspunktet. Pr 01.01.2006 var det 36 828 000 Ekornesaksjer i markedet. Disse ble priset på børsen til 124,25 den aktuelle datoen. Markedsverdien eller børsverdien blir dermed  $36\,828\,000 \times 124,25 = 4.575.687.000$  Det kan se ut som jeg nå har regnet ut det som er utredningens formål, nemlig å finne egenkapitalens verdi. Det er imidlertid ikke tilfelle siden en slik verdivurdering vil si svært lite om den faktiske markedsverdien i selskapet siden den kun er basert på en børskurs som svinger mye.

### 6.4.3 WACC

Jeg har nå innhentet den nødvendige informasjon for å beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Når jeg setter denne informasjonen inn i WACC formelen får jeg følgende uttrykk:

$$\text{WACC} = 8,70\% \times \frac{4575879000}{4575879000 + 50775000} + 6\% \times \frac{50775000}{4575879000 + 50775000} = 8,65\%$$

WACC for Ekornes er 8,65%. Dette estimatet skal jeg senere benytte i diskonteringen av kontantstrøm i eksplisitt periode og terminalverdien.

<b>WACC</b>	8,65%
<b>Avkastningskrav egenkapitalen etter skatt</b>	8,70 %
<b>Avkastningskrav gjelden</b>	6,00 %
<b>Markedsverdi egenkapitalen</b>	kr 4 575 879 000
<b>Markedsverdi gjelden</b>	kr 50 775 000
<b>Skattesats</b>	28 %
<b>Antall aksjer</b>	36828000
<b>Aksjekurs</b>	124,25
<b>Gjeldsgrad</b>	0,010974454
<b>Egenkapitalgrad</b>	0,989025546

Tabell 6.1 WACC

Tabell 6.1 oppsummerer verdier som jeg har benyttet for å beregne WACC.



## 7. Verdivurdering

I kap. 5 beskrev jeg total kapitalmetoden og argumenterte for hvorfor jeg valgte å benytte denne metoden i verdsettelsen av Ekornes. Total kapitalmetoden fastsetter verdien på selskapet ved å diskontere kontantoverskudd til total kapitalen. Når jeg nå skal estimere kontantoverskuddene, vil disse basere seg på den strategiske analysen og regnskapsanalysen jeg gjennomførte tidligere. Disse analysene er basert på tilgjengelige regnskapstall, års- og kvartalsrapporter og annen informasjon fra ulike nettsteder og aviser. Jeg har også fått tilsendt diverse materiale fra Ekornes. Det er imidlertid viktig å presisere at informasjonen jeg har benyttet er offentlig tilgjengelig. Det er også sannsynlig at en ved å ha tilgang på intern informasjon kunne gitt en mer presis analyse og dermed en sannsynligvis bedre verdsettelse. Med intern informasjon mener jeg internregnskap, prognoser, strategier, ulike opsjoner og annen informasjon unndratt offentligheten. Ved å ha tilgang på denne typen informasjon kunne jeg med større sikkerhet utarbeidet estimer for de ulike verdidriverne. Jeg ville også kunne fått informasjon om eventuelle opsjoner og verdien av disse. Dette ville igjen gitt et mer sannsynlig verdiestimat. Men det er jo fare for at en da kunne sett på tallene litt for positivt og gitt ett for høyt verdiestimat. I sensitivitetsanalysen som jeg kommer tilbake til senere skal jeg se på ulike variasjoner i verdidriverne som påvirker verdiestimatet.

I verdsettelsen vil jeg videre gå frem som beskrevet i kapittelet om total kapitalmetoden. Det neste skrittet er da å fastsette talfestede estimer for kontantoverskuddene i den eksplisitte periode. Disse skal diskonteres med avkastningskravet for å finne nåverdien av kontantoverskuddene. Det neste skrittet er å finne et estimat på verdien av alle kontantoverskuddene etter den eksplisitte periode. Dette skjer ved at jeg beregner en terminalverdi slik som jeg redegjorde for i beskrivelsen av verdsettelsesmetoder.

### 7.1 Den eksplisitte periode

Den eksplisitte periode er de periodene hvor kontantoverskuddene til total kapitalen estimeres for å danne et grunnlag for selskapets verdi. Den eksplisitte periode er en høyvekstperiode, og ved periodens slutt forutsettes det konstant vekst i kontantoverskuddene i all fremtid. Veksten i denne perioden vil basere seg på makroøkonomiske og mikroøkonomiske forhold. De selskapsspesifikke forhold er det som er av størst betydning når vekst høyere enn økonomien

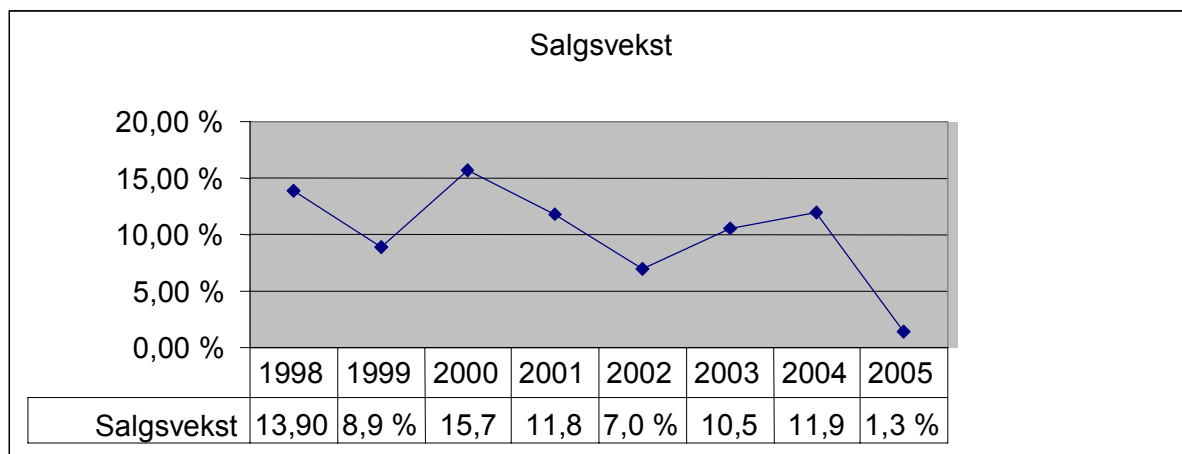
generelt skal fastsettes. Jeg har i min strategiske analyse vurdert faktorer som er avgjørende for størrelse og lengde på den eksplisitte periode. Beregningene og bakgrunns materialet for estimatene i eksplisitt periode er i vedleggene 13.4.1

Det er for øvrig mange meninger omkring hvor lang den eksplisitte periode bør være. Boken *Valuation*<sup>48</sup> anbefaler en periode på mellom 10 og 15 år. Annen litteratur anbefaler en eksplisitt periode på mellom 5- og 10 år. Det er imidlertid viktig å ha i bakhodet at jo lenger frem i tid en skal utarbeide estimerer for jo vanskeligere er det å gi sikre estimerer. Jeg velger

I den strategiske analysen listet jeg opp en rekke faktorer som konkluderte med at Ekornes er et selskap som skiller seg ut i forhold til sine konkurrenter. Jeg vil videre i kapitlet estimere den veksten som skal ligge til grunn i eksplisitt periode.

### 7.1.1 Inntekter

Ekornes har de seneste årene hatt en stabil vekst i omsetningen. Denne omsetningen er i stor grad resultatet av en bevisst satsning på vekstmarkeder og nye produkter.



**Figur 7.1 Vekst i salgsinntekter**

Vi ser i Figur 7.1 at veksten har variert rundt 10% årlig de siste åtte årene. Det geometriske gjennomsnittet er på 10,6%<sup>49</sup>. Ekornes har gjennom flere år vist at de har en større salgsvekst

<sup>48</sup>

<sup>49</sup> Geometrisk gjennomsnitt =  $(1+r_1)(1+r_2)\dots(1+r_n)^{1/n}-1$

enn resten av bransjen. Og i den strategiske analysen så jeg på forhold rundt denne veksten. Blant annet ser vi at veksten i stor grad svinger med veksten i økonomien ellers i Norge<sup>50</sup>. Ekornes har i økende grad diversifisert sine produkter samtidig som de stadig ekspanderer i nye markeder. En annen faktor som forklarer en del av veksten er det historiske lave rentenivået som har vært i deler av perioden<sup>51</sup>. Det har også vært relativt gode konjunkturer i de markeder Ekornes opererer innenfor. Ekornes har modernisert designet på sine produkter og brukt betydelige andeler av budsjettet til markedsføring, dette er de viktigste faktorene til den store veksten. En annen viktig faktor for at veksten har vært så høy er at Ekornes har etablert seg i nye markeder i Asia og Russland, dette har økt salgsvolumet og bidratt til salgsveksten.

Imidlertid viser figur 7.1 en nedgang i 2005 som er relativt drastisk. Om dette viser et trendskille er vanskelig å si. Når jeg utarbeider fremtidsbudsjettet for eksplisitt periode vil jeg starte på en vekst på 6% og gradvis redusere denne til 3%. Dette ettersom en bransje ikke kan ha vekst større enn gjennomsnittet for alle bransjer over tid.

---

<sup>50</sup> Statistisk sentralbyrå

<sup>51</sup> Statistisk sentralbyrå

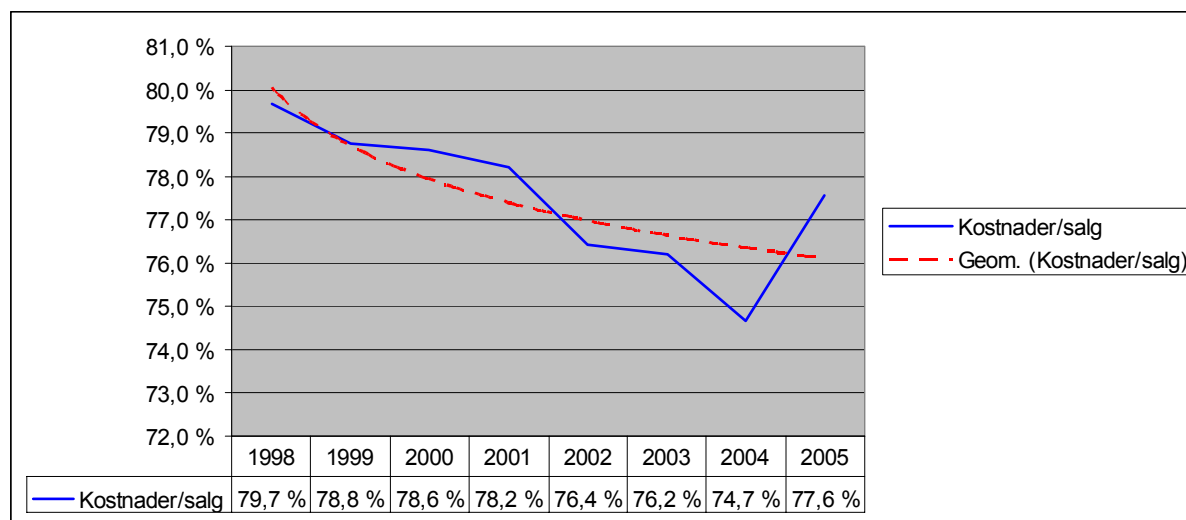
## 7.1.2 Utvikling i driftskostnader

En annen viktig vekstfaktor som det er naturlig å se på når utviklingen fremover skal estimeres er hvilke utvikling kostnadene, omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden har. Disse vil i mange tilfeller variere med salgsinntektene og det vil derfor være hensiktsmessig å se på disse forholdstallene i en egen analyse. Driftskostnader er kostnadene som omfatter de ulike produksjonsfaktorene i produksjonen. Lønn og sosiale kostnader, varekostnader, andre driftsutgifter som strøm, transport og ellers kostnader som varierer med produksjonsvolumet. I tabellen under ser en hvordan andelen kostnader ift. salgsinntekter varierer i analyseperioden. Andelen har som en ser holdt seg meget stabil rundt gjennomsnittet på 78%.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt
<b>Kostnader/salg</b>	79,7 %	78,8 %	78,6 %	78,2 %	76,4 %	76,2 %	74,7 %	77,6 %	78 %

**Tabell 7.1 Andel kostnader av inntekter**

Dersom vi setter tallene inn i en graf og lager en trendlinje basert på det geometriske gjennomsnittet ser vi en trend som indikerer at andelen kostnader avtar i forhold til salgsinntektene.



**Figur 7.2 Andel kostnader av inntekter**

I figur 7.1 kan vi se at de faktiske tallene viser imidlertid et lite skifte i andelen kostnader oppover. Dette kommer delvis av en innkjøringsfase til de nye produksjonslokalene og – fasilitetene som jeg omtalte i den strategiske analysen. Om en ser på common-size analysen<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Regnskapsanalysen kap 4.4.1

så er det i hovedsak varekostnadene som er redusert i forhold til salgsinntektene. Mye av årsaken til denne reduksjonen i varekostnader kan tilskrives en bevisst effektiviserings- og oppkjøpsstrategi de senere årene. Ekornes har kjøpt opp sine underleverandører 100% og har effektivisert disse. Dette medfører økte kostnader på kort sikt, men i det lange løp fører det til en kostnadsreduksjon. Dette er faktorer som jeg påpekte i den strategiske analysen, og det viser at Ekornes har hatt og har et meget bevisst fokus på kostnader og kostnadsreduksjon.

År	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt
Varekostnad	3 %	15 %	8 %	-3 %	10 %	-1 %	5 %	5 %
Lønn og sosiale kostnader	12 %	15 %	12 %	11 %	9 %	14 %	5 %	11 %
Andre driftskostnader	110 %	134 %	112 %	50 %	79 %	112 %	38 %	91 %

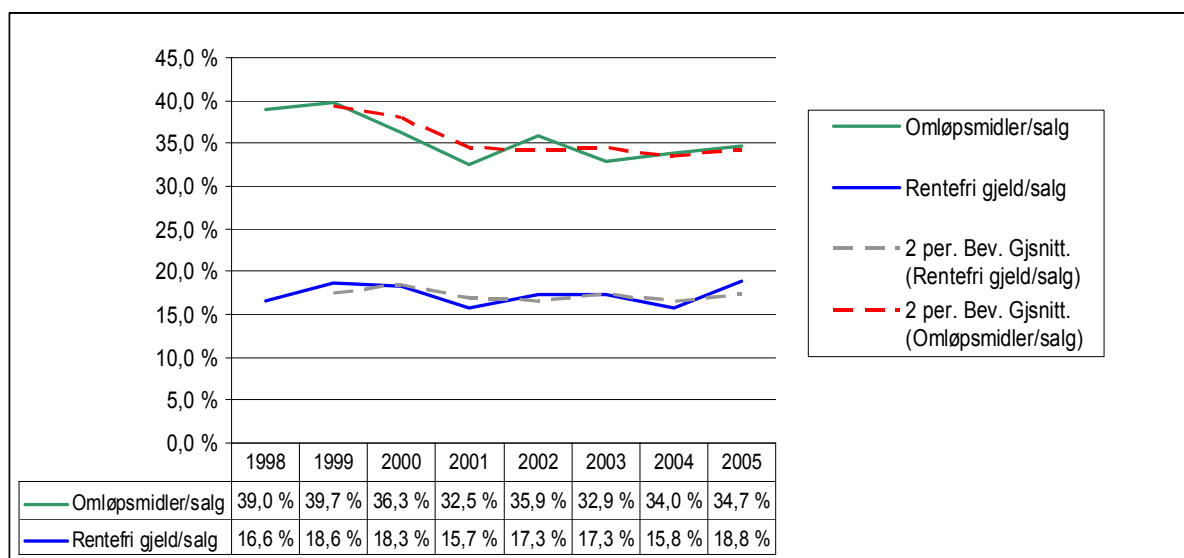
**Tabell 7.2 Kostnadsposter**

Av common-size analyser ser vi også at lønnskostnadene hav en svak økning i analyseperioden. Dette er et resultat av en trend vi ellers har i samfunnet, og den er ikke til å unngå Ekornes har imidlertid hatt et stabilt antall ansatte samtidig som de har økt sin produksjon. Dette henger sammen med økt grad av automatisering i produksjonen. I tabell 7.3 kan en se at lønnskostnadene ellers holder seg relativt stabilt på rundt 11% i analyseperioden. Varekostnadene for halvfabrikata Ekornes ikke produserer selv vil variere med kostnadsnivået på det internasjonale markedene. Ekornes kjøper inn betydelige mengder huder, metall- og treråvarer samt andre mindre innsatsfaktorer. Prisene på disse faktorene er det ikke mulig for en enkelt produsent å påvirke. Og disse vil i sin helhet være gitt i markedet.

I den strategiske analysen så jeg på forhold rundt den siste tids store effektiviseringsprosessen i Ekornes, og konkluderte med at de har klart å bringe kostnadene nedover. Imidlertid er prosessen med de store investeringene knyttet til effektivisering over og det vil være vanskelig å senke kostnadsandelen enda mer. Med bakgrunn i dette mener jeg at Ekornes vil lykkes med å stabilisere kostnadsnivået på et lavere nivå enn i begynnelsen av analyseperioden. Anslaget for andelen kostnader ift. inntekter i eksplisitt periode er på 78%.

### 7.1.3 Utvikling i kortsiktig gjeld/rentefri gjeld og omløpsmidler

Den rentefrie gjelden er sammensatt av gjeld til leverandører og andre kreditorer. Leverandørene er de som leverer varer direkte til produksjonen, både halvfabrikata og råvarer. Siden den kortsiktige gjelden i hovedsak består av leverandørgjeld og annen driftsavhengig gjeld betyr det at den vil variere positivt med omsetningen. Det vil si at når omsetningen øker vil den kortsiktige gjelden øke, og motsatt.



**Figur 7.3 Utvikling omløpsmidler og rentefri gjeld**

I figur 7.2 ser en at forholdet mellom omløpsmidler og salg har vært på i snitt 35% i perioden. Utviklingen er stabil. Forholdet mellom rentefri gjeld og salgsinntekter er også meget stabilt, og ligger på rundt

### 7.1.4 Utvikling i anleggsinvesteringer og avskrivninger

Utviklingen i anleggsmidlene og avskrivningene er viktige men vanskelig størrelser å estimere. Avskrivningene beregnes på grunnlag av anleggsmidlene og har i analyseperioden vært i gjennomsnitt på 11%. Anleggsmidler er imidlertid en størrelse det er knyttet usikkerhet til å estimere. Dette ettersom det ikke alltid vil være en direkte sammenheng mellom størrelsen på posten anleggsmidler og omsetningen/salgsinntektene.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt
<b>Vekst i Anleggsmidler</b>	19,0 %	39,8 %	50,2 %	52,1 %	40,7 %	43,0 %	13,1 %	16,3 %	34 %
<b>Anleggsmidler/Salg</b>	18,2 %	23,4 %	28,0 %	31,4 %	34,3 %	35,9 %	33,4 %	34,6 %	30 %
<b>Avskrivninger/AM</b>	14,5 %	12,1 %	10,0 %	10,1 %	9,8 %	10,0 %	11,1 %	11,0 %	11 %

**Tabell 7.3 Utvikling i anleggsinvesteringer og avskrivninger**

Tabell 7.3 viser veksten i anleggsmidler i analyseperioden. Som vi ser har det vært store variasjoner i denne veksten. Den store økningen i anleggsmidler 2000 og 2003 kan forklares med at Ekornes har bygd en ny hovedfabrikk I Sykkylven. Denne stod ferdig i 2004. Denne investeringen er den største i Ekornes' historie, og det ventes at investeringene vil avta etter dette. Jeg går da ut fra en gradvis nedtrapping av veksten i anleggsmidler i den eksplisitte periode<sup>53</sup>.

### 7.1.5 Skatt

Skattesatsen for selskaper i Norge er 28%. Denne skattesatsen er den som benyttes for å beregne skatt av regn ville være akseptabelt å benytte denne skattesatsen i beregningene i eksplisitt periode. I tabellen under har jeg listet opp driftsskattesatsen i analyseperioden. Denne varierer marginalt mellom 30% og 31%. Grunnen til at vi ser en forskjell i effektiv skattesats og selskapsskattesatsen på 28%, er at det eksisterer forskjeller i regnskapsmessige og skattemessige avskrivninger. Dette grunnet ulike regler for skatteregnskap og finansregnskap.

År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Driftsskattesats</b>	31,0 %	32,8 %	31,2 %	31,1 %	31,9 %	31,5 %	31,2 %	30,6 %

**Tabell 7.4 Driftsskattesats**

<sup>53</sup> Vedlegg 13.4.2

Driftsskattesatsen (s) er beregnet på følgende måte<sup>54</sup>:

$$s = \frac{SK - 0,28 \cdot (FI - FK) - 0,28 \cdot (UFI - UFK)}{DR + UDR}$$

hvor:

SK= rapportert skattekostnad

FI= normal finansinntekt før skatt

FK= normal finanskostnad før skatt

UFI= unormal finansinntekt før skatt

UFK= unormal finanskostnad før skatt

DR= normalt driftsresultat før skatt

UDR= unormalt driftsresultat før skatt

Når jeg skal beregne skattekostnaden i eksplisitt periode er jeg ute etter å predikere fremtidig skatt på selve driftsresultatet. Driftsskattesatsen vil gi et godt estimat på hvilke skattesats Ekornes må forholde seg til i den eksplisitte perioden.

Jeg velger å benytte gjennomsnitt av driftsskattesatsen i analyseperioden som grunnlag for beregning av skatt i eksplisitt periode. Den gjennomsnittlige driftsskattesatsen er 31,41%

### **7.1.6 Langsiktig vekst**

Terminalverdien som jeg skal estimere skal fastsettes med basis i Gordons formel. Denne forutsetter konstant vekst i kontantoverskuddene i all framtid. Å fastsette denne vekstforutsetningen vil ha stor innvirkning på sluttverdien til Ekornes.

Den langsiktige vekstraten har en naturlig øver begrensning i økonomien. Dette er en følge av at om en bedrift hadde kunne vokst veldig høyt eller uendelig, ville denne bedriften vokst på bekostning av alle andre, og det ville til slutt kun vært denne bedriften igjen. I det lange løp vil derfor veksten maksimalt være den forventede realveksten sammen med forventet inflasjon i dag. BNP-veksten har de siste 150 årene vært i snitt på 3%<sup>55</sup>. Den har imidlertid

---

<sup>54</sup> Forelesningsnotater ROS 430

<sup>55</sup> SSB



avtatt det siste tiåret til 2,6%. Jeg forutsetter en langsiktig vekst på 2,5% etter eksplisitt periode når jeg fastsetter terminalverdien. Dette mener jeg er en realistisk vekst som både tar hensyn til historiske tall

## 7.2 Kontantoverskudd i eksplisitt periode

I kap 5.6.1 beskrev jeg totalkapitalmetoden og jeg argumenterte senere for hvorfor jeg ønsket å verdsette Ekornes med basis i denne metoden. Deretter beskrev jeg ulike variabler og hvordan en estimerer disse.

Jeg har nå estimert veksten i de ulike postene som inngår i beregningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen.<sup>56</sup> De ulike vekstfaktorene benytter jeg til å estimere regnskapspostene i eksplisitt periode som inngår i totalkapitalmetoden.<sup>57</sup>

År	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Salgsinntekter	2 756	2 894	3 038	3 160	3 286	3 385	3 487	3 591
+ Andre driftsinntekter	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
- Driftskostnader	2 150	2 257	2 370	2 465	2 563	2 640	2 720	2 801
- Ordinære avskrivninger	103	115	129	143	156	167	175	183
= <b>Driftsresultat</b>	<b>505</b>	<b>523</b>	<b>541</b>	<b>555</b>	<b>570</b>	<b>580</b>	<b>595</b>	<b>610</b>
- Skatt på driftsresultat	159	164	170	174	179	182	187	192
= <b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>347</b>	<b>359</b>	<b>371</b>	<b>380</b>	<b>391</b>	<b>398</b>	<b>408</b>	<b>418</b>
+ Avskrivninger	103	115	129	143	156	167	175	183
- Anleggsinvesteringer	122	112	126	123	117	106	69	72
- Endring i omløpsmidler	136	45	48	40	42	33	34	35
+ Endring rentefri gjeld	38	23	25	21	21	17	17	18
= <b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)</b>	<b>228,9</b>	<b>340,0</b>	<b>351,6</b>	<b>380,5</b>	<b>409,4</b>	<b>443,2</b>	<b>498,2</b>	<b>512,9</b>

Tabell 7.5 Budsjett eksplisitt periode

$$\frac{228,9}{1 + 0,0865} + \frac{340}{(1 + 0,0865)^2} + \dots + \frac{498,2}{(1 + 0,0865)^7} + \frac{512,9}{(1 + 0,0865)^8} = 2134360000$$

Når jeg legger sammen alle kontantoverskuddene i den eksplisitte perioden og diskonterer disse med avkastningskravet får jeg 2 134 360 000.

<sup>56</sup> Vedlegg 13.4.2

<sup>57</sup> Kap 5.6.1

### 7.3 Terminalverdi

Som jeg skrev tidligere vil jeg Benytte Gordons formel for å beregne terminalverdien til Ekornes. Jeg har i de foregående kapitlet estimert kontantoverskuddene i eksplisitt periode, og jeg vil benytte estimatet for kontantoverskuddet til egenkapitalen til år 2013 som utgangspunkt. Dette er det siste kontantoverskuddet i eksplisitt periode, og det vil være knyttet en del usikkerhet til dette ettersom det er så langt frem i tid. Imidlertid mener jeg at de estimatene som ligger bak denne verdien er grundige og veloverveide og derfor gir et godt utgangspunkt for å beregne terminalverdien.

Andre estimater som inngår i Gordons formel er WACC og den konstante vekstrate etter eksplisitt periode som ble omtalt i kap 7.1.6. Når disse variablene settes inn i Gordons formel får vi følgende uttrykk.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{514100000 \times (1 + 0,025)}{0,0865 - 0,025} = 8567\ 710\ 000$$

Siden terminalverdien baserer seg på FCFE fra år 2013 er det nødvendig å diskontere den med WACC slik at verdien representerer dagens verdier.

$$\text{Nåverdi terminalverdi} = \frac{8567710000}{(1 + 0,0865)^8} = 4\ 411\ 912\ 725$$

Jeg har da et estimat på nåverdien av terminalverdien som jeg skal benytte videre i verdiberegningen

## 7.4 Beregning av verdiesimatet ved totalkapitalmetoden

Jeg har nå beregnet alle størrelser som er relevante for å beregne Ekornes sin verdi. Vedlegg 13.4.5 viser utregningene for verdigrunnlaget

$$\frac{2134360000 + 4\,411\,912\,725 - 64000000 - 9000000}{36828000} = 176,55$$

Figuren under oppsummerer de estimater og verdier i verdsettelsen

Normalisert skattesats	31,41 %
Årlig vekst	2,50 %
WACC	8,650 %

	Sum nåverdi eksplisitt periode	2172,36
+	Nåverdi terminalverdi	4402,10
=	Verdi Totalkapitalen	6575,11
-	Verdi Gjeld 01.01.06	64,00
-	Verdi opsjoner ansatte	9,00
=	<b>Verdi Egenkapital</b>	<b>6502,11</b>
/	Antall aksjer pr 01.01.06	36,828
=	<b>Verdi pr aksje Ekornes ASA 01.01.06</b>	<b>176,55</b>

Tabell 7.6 Verdiberegning

Jeg har beregnet at verdien på Ekornes aksjen pr 01.01.06 er kr 176,55. Den faktiske børskursen 31.12.2005 var kr 124,25. Differansen mellom mitt anslag og den faktiske kursen er kr 52,3. Årsakene til denne differansen kan være mange. Kursene som eksisterer på Oslo Børs er også basert på en psykologisk faktor, som innebærer store svingninger uten realøkonomisk støtte. Det vil også være usikkerhet til de estimater som ligger bak en verdsettelse, og små endringer i estimatene og forholdstallene kan gi store forskjeller i verdianslaget. Dette skal jeg vise i kapittel 9 hvor jeg foretar en sensitivitetsanalyse, som ser på hvilke konsekvenser variasjoner i verdidriverne har for sluttverdien til Ekornes.



**Figur 7.4 Kursutvikling i Ekornes i perioden 01.01.01 til 10.08.06<sup>58</sup>**

I grafen over ser en at kursen har variert rundt 127 kr, men den har imidlertid vært helt oppe i 150 kr i 2006. Ut fra estimatet mitt på 176,5 så er det en klar kjøpsanbefaling på aksjen.

<sup>58</sup> [www.ose.no](http://www.ose.no)

## 8 Verdifastsettelse ved hjelp av multiplikatormodellen P/E

Jeg verdsatte i forrige kapitelet Ekornes ved hjelp av total kapitalmetoden. Dette er en relativt omfattende og tidkrevende metode som krever et stort datagrunnlag i form av årsrapporter, regnskapsanalyse og strategisk analyse. Ofte er en slik analyse for tid- og ressurskrevende. Og man benytter seg da ofte av multiplikatormodeller.

En av de mest brukte multiplikatormodellene er P/E-modellen som jeg beskrev i kap 5.4.1. Jeg er imidlertid avhengig av å finne sammenlignbare selskaper i samme bransje med noenlunde samme finansiering og vekstmuligheter. Dette vil ofte være vanskelig, og i Ekornes sitt tilfelle er det meget vanskelig å finne et slik sammenligningsgrunnlag. Et selskap som imidlertid er av en viss likhet er Hjellegjerde som er en mellomstor møbelprodusent på Sunnmøre. Ekornes er imidlertid betraktelig større enn dette selskapet basert på markedsandeler og omsetning. Ekornes har som tidligere påpekt en meget høy egenkapitalprosent på nesten 50%, noe som også er svært forskjellig fra Hjellegjerde og har en mye høyere egenkapitalprosent enn Hjellegjerde. Hjellegjerde sin egenkapitalprosent varierer rundt 30% og 35% så bruk av P/E tallet opp mot Hjellegjerde vil gi et lite representativt resultat.

Ettersom det ikke er mulig å finne selskaper som det er realistisk å sammenligne Ekornes med velger jeg et P/E-multippel på 14 som ofte benyttes som et gjennomsnitt når en foretar en multippelverdsettelse av P/E tall på Oslo Børs<sup>59</sup>. Siden denne multippelen er basert på en hel rekke aksjer vil betaverdien ha et snitt på rundt 1. Dette forutsetter at betaverdien til Ekornes også er rundt 1. Jeg estimerte betaverdien til Ekornes til 0,82, noe som er relativt nært markedsbetaen på 1.

---

<sup>59</sup> Forelesningnotater Verdsettelse og fusjoner H05

Når jeg verdsetter Ekornes med basis i P/E-tallet benytter jeg resultat etter skatt 01.01.2006. Jeg får da følgende beregning:

	Resultat etter skatt 01.01.2006	303 178
*	Mltippel (Oslo Børs)	14
=	Verdi Ekornes pr 01.01.2006	4 244 492
/	Antall aksjer 01.01.2006	36 828
=	<b>Verdi pr. aksje</b>	<b>115,25</b>

Beregning av verdi basert på P/E multipl

Ved å multiplisere resultat etter skatt med multipljen på 14 og dividere på antall aksjer på samme tidspunkt får jeg et estimat på verdien til Ekornes på 115,25 kr. Dette ligger nærmere børsverdien på analysetidspunktet, og må derfor kunne sies å gi et mer korrekt anslag på verdien til Ekornes. Å verdsette Ekornes med basis i en slik multipl krever svært lite resurser og analysearbeid. En multiplanalyse vil derfor ikke være like grundig og heller ikke ta hensyn til alle variabler. En slik multiplanalyse må derfor ses på som et supplement og et hjelpemiddel for å foreta rimelighetsbetraktninger.

## 9. Usikkerhet i verdiestimatet

Når jeg fastsatte verdien på Ekornes ved bruk av total kapitalmetoden i kap 7.4 påpekte jeg at det er heftet usikkerhet til verdiestimatet jeg kom frem til. Denne usikkerheten beror på at det er usikkerhet i estimatene og verdidriverne som ligger til grunn for beregningen. Det vil alltid være heftet usikkerhet ved verdier som predikeres, og det er ikke mulig å unngå slik usikkerhet. Men det vil være mulig å se hvor sensitiv verdiestimatet er på ulike verdidrivere.

Jeg vil foreta en sensitivitetsanalyse for å belyse noe av den usikkerheten som er knyttet til usikkerheten i verdiestimatet. Dette vil jeg gjøre ved å endre på ulike kritiske verdidrivere og se hvilke utslag dette gir i verdiestimatet. Jeg ønsker å se på endringer i følgende kritiske verdidrivere for Ekornes:

- WACC
- Årlig vekst (g)
- Salgsvekst
- Endringer i kostnadsandelen

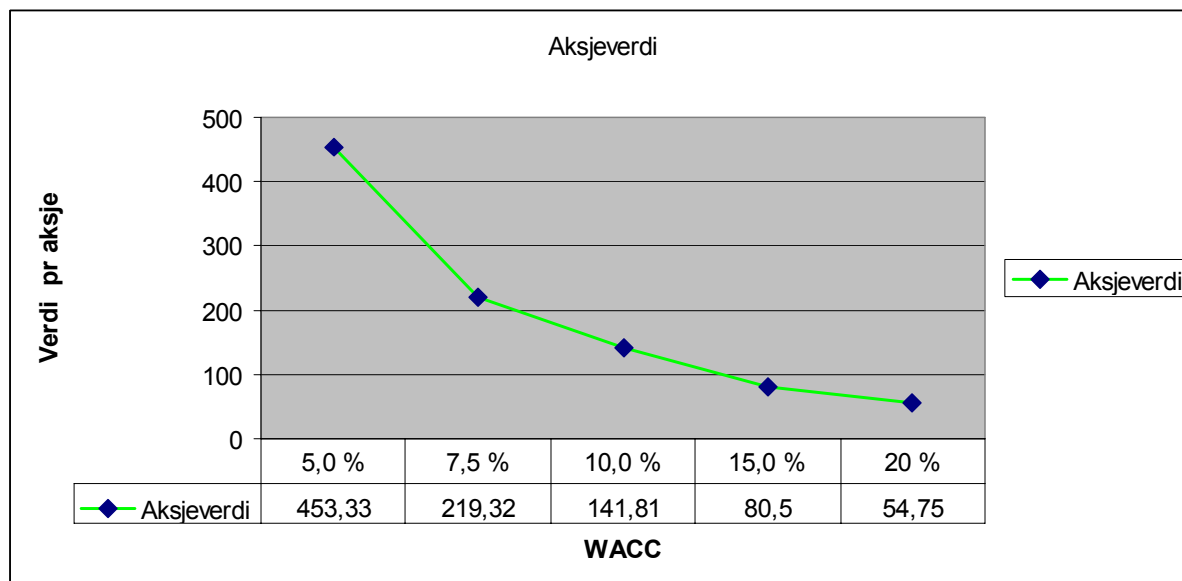
Dette er verdidrivere jeg mener er de som i størst grad vil kunne endres og som jeg har plukket ut etter å ha testet hvilke drivere som gir de største utslagene. I den påfølgende analysen vil jeg se på hvor kritiske disse er for verdien til Ekornes, og hvor store endringene i disse må være for at det skal gi signifikante endringer i verdi.

### 9.1 WACC

Som jeg nevnte i innledningen er formålet med en sensitivitetsanalyse å se på kritiske verdidrivere for verdien på Ekornes. WACC er en driver det vil være knyttet usikkerhet til. Dette fordi WACC består av flere variabler som kan samvariere både positivt og negativt. Disse variablene er avkastningskrav, Betaverdi, gjeldens avkastningskrav og risikofri rente. Jeg har valgt å se på disse samlet, og kun endre WACC i sin helhet i analysen.

WACC	5,0 %	7,5 %	10,0 %	15,0 %	20 %
Aksjeverdi	453,33	219,32	141,81	80,5	54,75

Tabell 9.1 Endring i WACC



**Figur 9.1 Endring i WACC**

Grafen viser at WACC har en meget stor innvirkning på estimert aksjeverdi. Jeg vil påpeke at det mest relevante området WACC vil bevege seg innenfor er intervallet mellom 7,5% og 15%. Verdien pr aksje varierer her mellom 219 kr ved WACC=7,1% og 80 kr ved WACC=15%. Dette er en relativt stor forskjell, og den viser et meget viktig aspekt ved en verdsettelse, nemlig at verdiestimatet er prisgitt analysen bak inputverdiene og de verdier som en velger å basere verdsettelsen på. Når en går under WACC=5% gir total kapitalmetoden en verdi på 453 kr pr aksje. Dette er et urealistisk WACC og det er sjelden så lave WACC-verdier benyttes i praksis. En ser også at verdien blir meget lav ved å benytte en WACC-verdi på 20%. Ekornesaksjen prises da bare til vel 55kr, noe som er en urimelig lav verdi og et urimelig høyt vektet avkastningskrav. Analysen konkluderer med endringer i WACC på 4%-5% vil gi store utslag i estimert aksjeverdi, og kan halvere eller fordoble estimatet.

## 9.2 Årlig vekst (g)

En annen faktor det vil være interessant å se på er hvilke utslag i estimatet en får ved å endre estimatet på årlig vekst. Mitt opprinnelige valg var Norges Banks inflasjonsmål på 2,5%, og jeg vil nå se på hvilke konsekvenser det vil få for aksjeverdien å benytte en annen vekstfaktor ved beregning av terminalverdi. Jeg påpeker at en vekstfaktor større enn avkastningskravet som benyttes i for å beregne terminalverdien i Gordons formel, vil gi noe drastiske utslag. Dette er ikke av betydning ettersom det er fullt og helt modelltekniske forhold som medfører dette. Grunnen er at om veksten blir større enn avkastningskravet blir terminalverdien negativ,

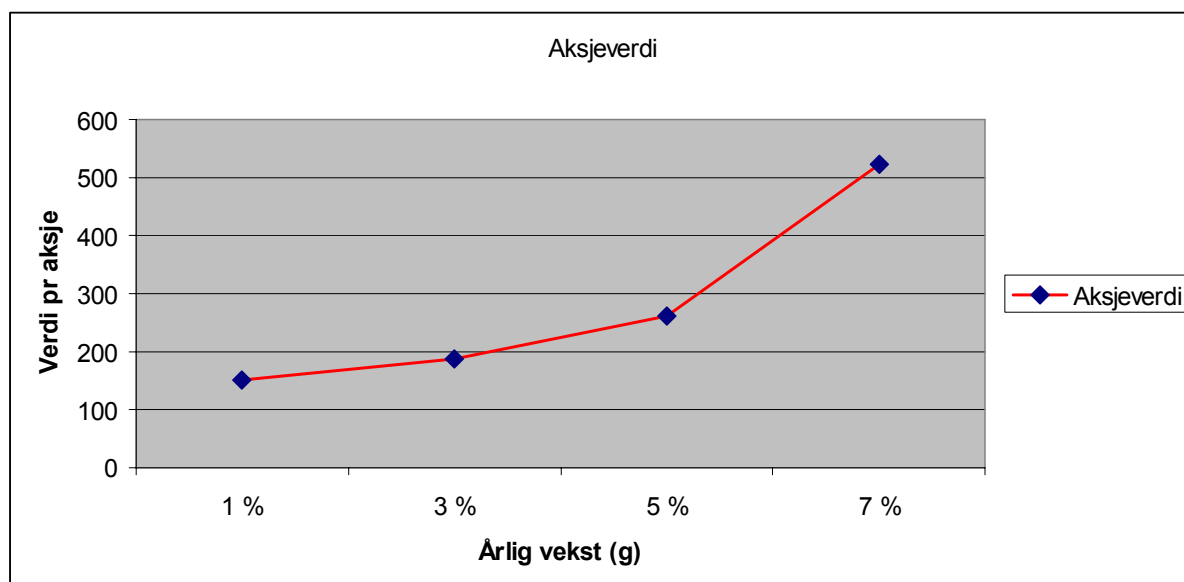


og dermed selskapsverdien negativ. Jeg begrenser meg derfor til å se på hva som skjer når en endrer veksten innenfor avkastningskravet jeg har brukt.

Årlig vekst	1 %	3 %	5 %	7 %	10 %
Aksjeverdi	150,87	187,01	262	522,09	-480,02

Tabell 9.2 Endring årlig vekst

I tabellen 9.2 ser en hvordan verdiestimatet på Ekornesaksjen øker positivt med veksten er. Vi ser også at en vekst høyere enn WACC ikke er mulig i modellen ettersom den gir negativ verdi.



Figur 9.2 Endring i vekst etter eksplisitt periode

Verdien på aksjen øker med 75% og veksten øker fra 1% til 5%. Dette er det området som det er mest naturlig at veksten ligger innenfor.<sup>60</sup> Den mest sannsynlige veksten ligger mellom 2,5% og 3%, og en vekst i dette intervallet vil gi en estimert aksjeverdi på mellom 175 kr og 200 kr. Analysen viser at veksten er en relativt sentral faktor ved verdiestimatet. Men etter mine antagelser vil veksten i det lange løp ligge i nærheten av 2,5%, og endringene i vekst skal være relativt store for å ha innvirkning av betydning på den estimerte aksjeverdien.

<sup>60</sup> Statistisk sentralbyrå

### 9.3 Salgsvekst

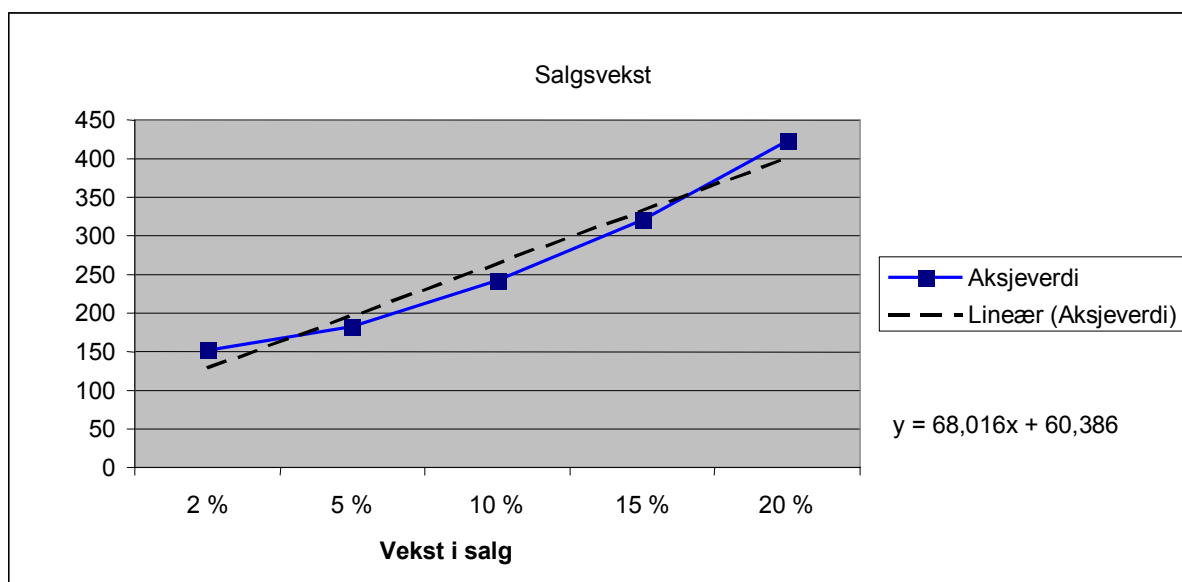
Salgsveksten er en verdidriver det vil være heftet usikkerhet til, og det er da interessant å se på hvilke følger mindre endringer i salgsveksten har for verdien på Ekornes.

Salgsvekst	2 %	5 %	10 %	15 %	20 %
Aksjeverdi	152,36	182,08	243,25	322	422,48

Tabell 9.3 Salgsvekst

Ved å endre salgsveksten i eksplisitt periode til 20% vil aksjeverdien øke til NOK 422. Dette tilsvarer en økning på 141%. Imidlertid vil en så stor økning i årlig salgsvekst være relativt urimelig. I mi opprinnelige verdsettelse benyttet jeg en avtagende vekst med et gjennomsnitt på 4,1%<sup>61</sup>. Veksten de siste årene har imidlertid vært på rundt 10% i gjennomsnitt foruten 2005, og om den samme veksten opprettholdes i eksplisitt periode vil verdien på aksjen bli NOK 243. Dette er ikke så veldig urimelig og det medfører en økning på 38%.

Figur 9.3 gir en grafisk fremstilling av verdiendringen ved endring i vekst eksplisitt periode. Om vi legger en lineær trendlinje i grafen ser en at denne øker med ca NOK 70 pr. 5% økning i salgsvekst.

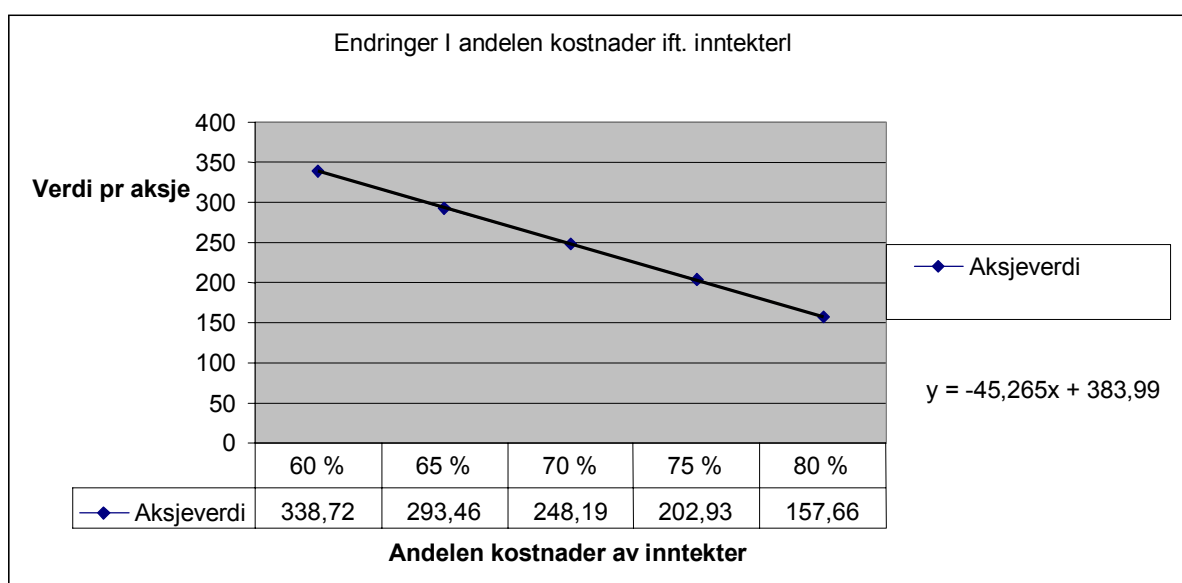


Figur 9.3 Vekst i salget

<sup>61</sup> Vedlegg 13.4.2

## 9.4 Endringer i andelen kostnader av omsetning

Hvor store kostnadene er i forhold til inntektene er et mål på hvor effektiv og konkurransedyktig Ekornes er. Dersom de greier å utnytte sine strategiske fordeler som merkenavn og en effektiv automatisert produksjon vil de kunne redusere andelen kostnader. Kostnadsandelen har ligget jevnt på 77-78% i analyseperioden. Jeg forutsatte en kostnadsandel i eksplisitt periode på 78%, som representerer gjennomsnittet de siste årene. Det er relativt lite sannsynlig at kostnadene vi utgjøre en større andel enn 80% av inntektene, og jeg vil da konsentrere min analyse omkring kostnadsandeler under 80 %.



**Figur 9.4 Endring i kostnadsandel**

Av grafen figur 9.4 kan en se at aksjeverdien øker med 45 kr for hver 5% reduksjon i kostnadsnivået. Dette er relativt mye, og om ekornes reduserer kostnadsandelen sin fra estimatet på 78% til 70% vil verdien på aksjen stige fra 175 kr til 248 kr. Dette er en verdiøkning på 41%, noe som er mye ved en kostnadsreduksjon på 10 %. Med en stadig utvikling i teknologi og nye automatiserte produksjonsprosesser kan dette være mulig. Men som jeg fokuserte på i den strategiske analysen har Ekornes allerede effektivisert svært mye, og ytterligere effektivisering i stor skala de nærmeste årene er usannsynlig. Dette i og med at kostnadene også omfatter lønnskostnader som har hatt en tendens til å øke mer i Norge enn i utlandet.

En mer sannsynlig reduksjon i kostnadene er at disse flytter seg ned mot 75%. Ekornes vil da alt annet like ha en verdi pr aksje på 203 kr. Verdiøkningen er på 16 % mens kostnadsreduksjonen kun er på 4 % ift. mitt opprinnelige estimat I kap. 7

## 10 Scenarioanalyse

I verdsettelsen av Ekornes i kap.7 vektla jeg å finne estimer som i størst mulig grad gjenspeilet den vekst og de forutsetninger som var mest sannsynlig. Jeg fant da den verdien av Ekornes som er den mest realistiske sett fra dagens ståsted. Det er imidlertid ikke sikkert at det mest sannsynlige inntreffer, verden er tross alt mer enn statistikk.

Jeg ønsker å se på noen alternative scenarioer enn det jeg så på i den moderate verdsettelsen i kap 7. Det vil da være mest naturlig å se på ytterkantene av hva som mulig kan skje. Jeg velger et positivt og et negativ scenario som hver for seg representerer ulike utfall i nøkkelforutsetningene. I praksis er scenarioanalyse et vanlig hjelpemiddel for å se på mulige fremtidsutsikter. Scenarioanalyser benyttes ofte av større selskaper innen konjunkturavhengige bransjer innen råvarer som olje og metall, men de har også utbredelse i mindre eksportselskaper som Ekornes. Slike analyser utarbeides også ofte av analytikere.

### 10.1 Positivt scenario

For å se på hvilke verdi Ekornes har dersom en langvarig positiv utvikling inntreffer vil jeg konstruere et positivt scenario. Dette scenariet fokuserer på en utvikling i kritiske nøkkelfaktorer som er mer positivt enn den utviklingen jeg presenterte i verdsettelsen min i kap. 7.

I den strategiske analysen vektla jeg at Ekornes var relativt tungt eksponert internasjonalt og de største markedene er i USA og Europa. I dette scenariet forutsetter jeg en sterk vekst i disse markedene som følge av lavere energipriser som i omfatter olje og strøm. Dette igjen medfører en drastisk økning i BNP. Jeg hever vekstestimatet mitt til 4 % etter eksplisitt periode. En reduksjon i oljeprisene vil imidlertid slå negativt ut for veksten i Norge siden konjunktorene her i stor grad svinger i takt med prisen på råolje. Dette vil slå bra ut for Ekornes i form av lavere lønninger og andre faktorpriser, siden Ekornes har all sin produksjon i Norge vil dette være positivt og det vil redusere kostnadene for Ekornes. Jeg forutsetter at kostnadene reduseres til 65 % av omsetningen. Dette fordi Ekornes øker omsetningen sin på markedene utenfor Norge og reduserer kostnadene. Det blir det motsatte av den effekten vi ser i dag hvor mange bedrifter flytter produksjonen til lavkostland og selger varer til Norge.

Ved verdiberegningen forutsetter jeg at alle andre faktorer holdes uendret fra hovedverdsettelsen. Jeg har utarbeidet vekstberegning og budsjettering i eksplisitt periode i vedlegg 13.5.1 Ved å benytte estimatene fra budsjettet for eksplisitt periode får jeg følgende verdiberegning:

	Sum nåverdi eksplisitt periode	3730,4
+	Nåverdi terminalverdi	9842,8
=	Verdi Totalkapitalen	13573
-	Verdi Gjeld 01.01.06	64
-	Verdi opsjoner ansatte	9
=	Verdi Egenkapital	13500
/	Antall aksjer pr 01.01.06	36,828
=	Verdi Ekornes ASA 01.01.06	366,57

**Tabell 10.1 Verdi positivt scenario**

En ser at Ekornesaksjen i dette scenarioet verdsettes til 366,57 kr som er over det dobbelte en hva den opprinnelige beregningen kom frem til. Dette scenariet vil kunne bli et faktum dersom situasjonen i midt-østen stabiliserer seg, og man greier å produsere mer energi samt utvikle mer energieffektiv teknologi vil scenarioet være nokså sannsynlig. I vedlegg 13.5.2 har jeg utarbeidet fremtidsbudsjettet for dette scenariet.

## 10.2 Negativt scenario

At annet mulig scenario er at oljeprisen fortsetter å skyte i været og går fra dagens nivå på rundt \$ 70 til \$200. Dette vil føre til en stagnering i veksten internasjonalt samtidig som vi i Norge får stadig høyere inntekter. Dersom vi åpner opp for bruk av alle pengene vi tjener på oljen vil dette medføre stor mangel på arbeidskraft som igjen medfører økning i lønninger og andre faktorkostnader.

For Ekornes vil dette være svært negativt da kostnadene vil skyte i været og veksten i omsetningen på de største markedene vil stagnere. Jeg forutsetter i dette scenariet at veksten blir på 2% i eksplisitt periode og 1 % etter eksplisitt periode. Samtidig øker andelen kostnader av omsetningen til 88%. Jeg har utarbeidet vekstberegning og budsjettering i

eksplisitt periode i vedlegg 13.5.2 Ved å benytte estimatene fra budsjettet for eksplisitt periode får jeg følgende verdiberegning:

	Sum nåverdi eksplisitt periode	832,54
+	Nåverdi terminalverdi	1556,80
=	Verdi Totalkapitalen	2389,34
-	Verdi Gjeld 01.01.06	64,00
-	Verdi opsjoner ansatte	9,00
=	Verdi Egenkapital	2316,34
/	Antall aksjer pr 01.01.06	36,828
=	Verdi Ekornes ASA 01.01.06	62,90

**Tabell 10.2 Verdi positivt scenario**

Vi ser at verdien pr aksje nå er redusert til 62,90 som er ca 1/3 av verdien jeg kom frem til i hovedberegningen. Et slikt negativt scenario som jeg presenterte her er fullt ut mulig, og kan godt inntreffe dersom etterspørselen etter olje bare øker, og konfliktnivået i oljeproduserende stater øker.

### 10.3 Konklusjon scenarioanalyser

De to scenariene jeg nå har presentert har sett på hvor kritisk det internasjonale konjunkturbildet påvirker Ekornes. Dette fordi Ekornes har store deler av sin omsetning i utenlandske markeder og at de har produksjonen i Norge. Av scenariene ser en at Ekornes ikke kan påvirke sin egen utvikling ved store konjunkturskift, og er prisgitt de internasjonale konjunkturer samt oljeprisen.

Jeg lar ikke de to scenarioene påvirke mitt opprinnelige kursestimat på 176,55 kr. Dette ettersom den verdivurderinger jeg har gjort er basert på forutsetninger og estimater er de mest sannsynlige.

## 11 Avsluttende kommentar

Formålet med utredningen har vært å utarbeide et verdiestimat på egenkapitalen til Ekornes. Estimatet er basert på kontantstrømmer som selskapet genererer i fremtiden. For å utarbeide kontantstrømmene har jeg benyttet en strategisk analyse og en analyse av regnskapet. Disse har vært basis for de estimerer for verdidriverne til Ekornes. Selve verdsettelsen er gjort ved å utarbeide en DCF-analyse, som estimerer kontantstrømmer til sysselsatt kapital fra drift. Kontantstrømmene er neddiskontert med et avkastningskrav som jeg har estimert ved hjelp av WACC. Jeg verdsatte også Ekornes ved hjelp av en multippel basert på P/E-tallet for å se på en alternativ verdsettelsesmetodikk.

Prosessen med å verdsette Ekornes har ledet meg frem til et verdiestimat på 175 kr. Dette er en verdi som ligger noe over børskursen som har ligget rundt 130 kroner i den perioden jeg analyserte selskapet. Jeg gir derfor en sterk kjøpsanbefaling til Ekornesaksjen.

Arbeidet med å innhente informasjon, analysere selskapet strategisk og regnskapsmessig samt å budsjettere og framskrivingen har vært en omfattende prosess. En slik analyse er avhengig av at analytikeren gjør en rekke subjektive vurderinger. Disse medfører en usikkerhet, men jeg har hele tiden gjort bevisste valg av de estimerer som representerer det mest sannsynlige utfallene. Jeg har også belyst noe av denne usikkerheten i sensitivitetsanalysen for å gi et bilde av hor små endringer som skal til for at verdien endrer seg.



## 12 Litteraturliste

### Bøker:

- T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels "Valuation, Measuring and managing the Value of Companies" fourth edition, John Wiley & Sons, Inc. 2005
- Penman S. H. "Financial Statement Analysis and Security Valuation", second edition, McGraw-Hill, 2003
- Brealy and Myers "Principles of corporate finance" Seventh edition Irwin/ McGraw-Hill, 2003
- Gjesdahl, Frøystein og Thore Johnsen "Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering" Cappelen 1999
- Roos, Gøran, Georg von Krogh og Johan Roos "Innføring i strategi" 3. utgave, Fagbokforlaget 2002
- Porter, Michael E. "Konkurransetrinn" Norsk utgave, Tano 1992
- E. Jakobsen, L. B. Lien "Ekspansjon" 1. utgave, Gyldendal 2001

### Forelesningsnotater:

- Knut Boye 2005, FIE 424 "Verdsettelse og fusjoner "
- Haug 2005, FIE 402N "Foretakets Finansiering "
- Kjell Henry Knivslå, ROS 430 "Strategisk rekneskapsanalyse med verdsetting"

### Internettisider

- [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no)
- [www.tbl.no](http://www.tbl.no) (teknologibedriftenes landsforening)
- [www.ssb.no](http://www.ssb.no) (statistisk sentralbyrå)
- [www.lindorffdecision.no](http://www.lindorffdecision.no)
- [www.aftenposten.no](http://www.aftenposten.no)
- [www.spv.no](http://www.spv.no) (Sparebanken Vest)
- [www.ose.no](http://www.ose.no) (Oslo Børs)

## **Annet materiell**

- Tilsendte årsrapporter fra Ekornes
- Diverse presentasjonsmateriell og brosjyrer fra Ekornes

## 13 Vedlegg

### 13.1 Regnskap

#### 13.1.1 Rapportert regnskap

<b>RESULTATREGNSKAP (tall i mill NOK)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Salgsinntekter	1 214	1 321	1 528	1 708	1 827	2 019	2 260	2 290
Andre driftsinntekter	3	7	8	2	1	2	2	1
<b>sum driftsinntekter</b>	<b>1 216</b>	<b>1 327</b>	<b>1 536</b>	<b>1 710</b>	<b>1 828</b>	<b>2 021</b>	<b>2 262</b>	<b>2 292</b>
Varekostnad	396	399	460	495	479	529	522	547
Lønn og sosiale kostnader	304	342	393	440	489	533	608	639
Ordinære avskrivninger	32	37	43	54	61	72	84	87
Andre driftskostnader	269	304	354	402	430	478	559	591
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>1 000</b>	<b>1 083</b>	<b>1 250</b>	<b>1 392</b>	<b>1 459</b>	<b>1 612</b>	<b>1 773</b>	<b>1 864</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>216</b>	<b>244</b>	<b>286</b>	<b>318</b>	<b>370</b>	<b>408</b>	<b>489</b>	<b>427</b>
Finansinntekter	5	11	11	5	8	11	11	14
Finanskostnader	4	5	6	7	14	3	3	4
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>152</b>	<b>250</b>	<b>290</b>	<b>316</b>	<b>363</b>	<b>416</b>	<b>500</b>	<b>442</b>
Skattekostnad	60	75	85	97	115	121	158	138
<b>Årsresultat</b>	<b>152</b>	<b>175</b>	<b>205</b>	<b>220</b>	<b>248</b>	<b>295</b>	<b>343</b>	<b>303</b>
Foreslått utbytte	100	117	117	134	207	438	276	276
<b>Tilbakeholdt resultat</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>88</b>	<b>86</b>	<b>42</b>	<b>(143)</b>	<b>66</b>	<b>27</b>

## 13.1.2 Omgruppert og justert regnskap

OMGRUPPERT REGNSKAP (NOK 1")		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	Salgsinntekter	1213	1 321	1 528	1 708	1 827	2 019	2 290
+	Andre driftsinntekter	3	7	8	2	1	2	1
=	<b>sum driftsinntekter</b>	<b>1216</b>	<b>1 327</b>	<b>1 536</b>	<b>1 710</b>	<b>1 828</b>	<b>2 021</b>	<b>2 291</b>
-	Varekostnad	396	399	460	495	479	529	547
-	Lønn og sosiale kostnader	304	342	393	440	489	533	639
-	Ordinære avskrivninger	32	37	43	54	61	84	87
-	Andre driftskostnader	269	304	354	402	430	478	591
=	<b>Driftsresultat</b>	<b>216</b>	<b>244</b>	<b>286</b>	<b>318</b>	<b>370</b>	<b>408</b>	<b>427</b>
-	Driftsrelatert skattekostnad	67	74	87	97	112	148	130
=	<b>Netto driftsresultat</b>	<b>149</b>	<b>170</b>	<b>199</b>	<b>221</b>	<b>257</b>	<b>284</b>	<b>297</b>
+	Netto finansinntekter	4	4	5	3	5	4	6
=	<b>Nettoresultat av sysselsatt kapital</b>	<b>153</b>	<b>174</b>	<b>203</b>	<b>224</b>	<b>261</b>	<b>288</b>	<b>303</b>
-	Netto finanskostnader	3	3	5	5	3	2	3
=	<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>150</b>	<b>170</b>	<b>199</b>	<b>219</b>	<b>258</b>	<b>286</b>	<b>300</b>
+	Unormalt netto driftsresultat	2	18	2	-1	-4	5	-4
+	Unormalt netto finansresultat	3	4	3	0	6	4	7
=	<b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>152</b>	<b>192</b>	<b>204</b>	<b>218</b>	<b>248</b>	<b>295</b>	<b>303</b>
-	Netto betalt utbytte	88	99	121	114	65	218	280
=	<b>Endring i egenkapital</b>	<b>64</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>104</b>	<b>183</b>	<b>77</b>	<b>23</b>

## 13.2 Balanse

### 13.2.1 Rapportert balanse

<b>BALANSE (tall i mill NOK)</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b><i>Eiendeler</i></b>								
<i>Driftsmidler</i>								
Tomter, bygninger m.m.	121	178	263	345	414	468	490	495
Maskiner og anlegg	73	96	129	153	174	211	216	249
Driftsløsøre, inventar	27	34	35	38	37	40	42	41
<b>Sum driftsmidler</b>	<b>221</b>	<b>309</b>	<b>428</b>	<b>536</b>	<b>624</b>	<b>719</b>	<b>749</b>	<b>785</b>
<i>Langsiktige plasseringer</i>								
Andre langsiktige fordringer	3	9	10	12	12	11	14	22
<b>Sum langsiktige plasseringer</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>22</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>224</b>	<b>317</b>	<b>438</b>	<b>548</b>	<b>637</b>	<b>730</b>	<b>763</b>	<b>806</b>
<i>Omløpsmidler</i>								
Lager av ferdige varer	47	56	61	59	67	64	87	94
Lager av varer i arbeid	18	18	19	21	25	29	30	33
Lager av råvarer	91	67	85	86	82	88	91	98
Kundefordringer	143	188	223	220	242	241	276	300
Andre kortsiktige fordringer	23	31	23	22	34	37	38	35
Kontanter og bankinnskudd	149	154	134	134	196	194	232	213
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>471</b>	<b>514</b>	<b>545</b>	<b>543</b>	<b>645</b>	<b>652</b>	<b>753</b>	<b>773</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>694</b>	<b>831</b>	<b>982</b>	<b>1091</b>	<b>1281</b>	<b>1382</b>	<b>1516</b>	<b>1583</b>
<b><i>Egenkapital og gjeld</i></b>								
Aksjekapital	33	33	33	33	35	34	37	37
Egne aksjer								
Overkursfond	97	103	103	103	176	176	386	386
<b>Sum innskutt EK</b>	<b>130</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>210</b>	<b>210</b>	<b>423</b>	<b>423</b>
Annen EK	201	271	354	441	478	324	380	402
<b>Sum EK</b>	<b>331</b>	<b>407</b>	<b>490</b>	<b>578</b>	<b>689</b>	<b>534</b>	<b>803</b>	<b>825</b>
Langsiktige pensjonsforpliktelser	10	9	10	7	6	7	6	7
Utsatt skatt	13	10	11	12	10	10	11	8
Langsiktig gjeld	39	41	76	92	52	50	45	51
<b>Sum forpliktelser og langsiktig gjeld</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>97</b>	<b>111</b>	<b>69</b>	<b>67</b>	<b>62</b>	<b>65</b>
Leverandørgjeld	63	89	110	88	87	96	83	114
Utbytte skyldige offentlige avgifter	100	117	117	134	207	438	276	280
Betalbar skatt	36	33	20	7	21	36	35	36
Betalbar skatt	63	67	72	81	93	93	124	105
Annen kortsiktig gjeld	39	57	77	92	115	123	137	159
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>302</b>	<b>364</b>	<b>395</b>	<b>402</b>	<b>524</b>	<b>786</b>	<b>655</b>	<b>694</b>
<b>SUM EK OG GJELD</b>	<b>694</b>	<b>831</b>	<b>982</b>	<b>1091</b>	<b>1281</b>	<b>1388</b>	<b>1521</b>	<b>1584</b>

## 13.2.2 Omgruppert og justert balanse

Omgruppert Balanse (NOK 1'')	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Eiendeler								
Immaterielle eiendeler	0	0	0	1	1	4	6	8
Varige driftsmidler	221	309	248	535	625	720	749	785
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>221</b>	<b>309</b>	<b>428</b>	<b>536</b>	<b>626</b>	<b>724</b>	<b>755</b>	<b>793</b>
Varer	156	141	165	167	173	181	207	225
Fordringer	165	220	246	242	276	278	314	335
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>321</b>	<b>361</b>	<b>411</b>	<b>409</b>	<b>449</b>	<b>459</b>	<b>521</b>	<b>560</b>
<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>542</b>	<b>670</b>	<b>839</b>	<b>945</b>	<b>1075</b>	<b>1183</b>	<b>1276</b>	<b>1353</b>
Finansielle fordringer	3	9	10	12	11	11	14	22
Kontanter og bank	149	154	134	134	196	194	232	213
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>152</b>	<b>163</b>	<b>144</b>	<b>146</b>	<b>207</b>	<b>205</b>	<b>246,46</b>	<b>235,4</b>
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>152</b>	<b>163</b>	<b>144</b>	<b>146</b>	<b>207</b>	<b>205</b>	<b>246</b>	<b>235</b>
<b>Eiendeler</b>	<b>694</b>	<b>831</b>	<b>982</b>	<b>1091</b>	<b>1281</b>	<b>1388</b>	<b>1522</b>	<b>1588</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>								
<b>Egenkapital</b>	<b>431</b>	<b>524</b>	<b>607</b>	<b>712</b>	<b>895</b>	<b>972</b>	<b>1079</b>	<b>1080</b>
Langsiktig finansiell gjeld	10	9	10	7	6	7	6	7
Kortsiktig finansiell gjeld	39	57	77	92	115	130	137	159
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>49</b>	<b>66</b>	<b>87</b>	<b>99</b>	<b>121</b>	<b>136</b>	<b>144</b>	<b>165</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	52	51	87	104	62	61	52	57
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	162	189	202	176	202	219	220	272
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>214</b>	<b>240</b>	<b>289</b>	<b>280</b>	<b>264</b>	<b>280</b>	<b>272</b>	<b>329</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>	<b>694</b>	<b>831</b>	<b>982</b>	<b>1091</b>	<b>1281</b>	<b>1388</b>	<b>1521</b>	<b>1584</b>

## 13.4 Beregninger brukt i Verdssettelsen

### 13.4.1 Utvikling sentrale størrelser i analyseperioden

Utvikling i ulike størrelser for beregning av vekst											
År	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt		
Vekst i Anleggsmidler	19,0 %	39,8 %	50,2 %	52,1 %	40,7 %	43,0 %	13,1 %	16,3 %	34 %		
Anleggsmidler/Salg	18,2 %	23,4 %	28,0 %	31,4 %	34,3 %	35,9 %	33,4 %	34,6 %	30 %		
Avskrivninger/AM	14,5 %	12,1 %	10,0 %	10,1 %	9,8 %	10,0 %	11,1 %	11,0 %	11 %		
Omløpsmidler/salg	39,0 %	39,7 %	36,3 %	32,5 %	35,9 %	32,9 %	34,0 %	34,7 %	36 %		
Rentefri gjeld/salg	16,6 %	18,6 %	18,3 %	15,7 %	17,3 %	17,3 %	15,8 %	18,8 %	17 %		
Kostnader/salg	79,7 %	78,8 %	78,6 %	78,2 %	76,4 %	76,2 %	74,7 %	77,6 %	78 %		
Salgsvekst	13,90 %	8,9 %	15,7 %	11,8 %	7,0 %	10,5 %	11,9 %	1,3 %	10 %		

### 13.4.2 Utvikling i eksplisitt periode

Utvikling i eksplisitt periode											
År	2005	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*		
Økning i anleggsmidler	-	15,0 %	12,0 %	12,0 %	10,5 %	9,0 %	7,5 %	4,5 %	4,5 %		
Avskrivninger/anleggsmidler	-	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %		
Omløpsmidler/salg	-	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %		
Kortsiktig gjeld/salg	-	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %		
Kostnader/salg	-	78,0 %	78,0 %	78,0 %	78,0 %	78,0 %	78,0 %	78,0 %	78,0 %		
Salgsvekst	-	6,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %		
Skattesats	-	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %		
Salgsinntekter	2 600	2756	2894	3038	3160	3286	3385	3487	3591		
Anleggsmidler	815	937	1050	1176	1299	1416	1522	1591	1662		
Omløpsmidler	773	909,5	955,0	1002,7	1042,8	1084,5	1117,1	1150,6	1185,1		
Rentefri gjeld	431	468,5	491,9	516,5	537,2	558,7	575,5	592,7	610,5		

## 13.4.3 Fremtidsbudsjett i eksplisitt periode

År	2005	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
+	2 290,0	2 756,0	2 893,8	3 038,5	3 160,0	3 286,4	3 385,0	3 486,6	3 591,2
-	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8
-	1 777,0	2 149,7	2 257,2	2 370,0	2 464,8	2 563,4	2 640,3	2 719,5	2 801,1
-	87,0	103,1	115,5	129,3	142,9	155,8	167,4	175,0	182,9
=	<b>427,0</b>	<b>505,3</b>	<b>523,4</b>	<b>541,5</b>	<b>554,7</b>	<b>569,8</b>	<b>579,9</b>	<b>594,7</b>	<b>610,0</b>
-	130,0	157,8	163,4	169,1	173,2	177,9	181,0	185,7	190,4
=	297,0	347,6	360,0	372,4	381,5	391,9	398,8	409,1	419,5
+	87,0	103,1	115,5	129,3	142,9	155,8	167,4	175,0	182,9
-	46,0	122,3	112,5	126,0	123,4	116,9	106,2	68,5	71,6
-	20,0	136,5	45,5	47,7	40,1	41,7	32,5	33,5	34,5
+	73,0	37,9	23,4	24,6	20,7	21,5	16,8	17,3	17,8
=	<b>391,0</b>	<b>229,8</b>	<b>340,9</b>	<b>352,6</b>	<b>381,5</b>	<b>410,5</b>	<b>444,3</b>	<b>499,3</b>	<b>514,1</b>



### 13.4.5 Diskonteringsfaktor og nåverdi cashflow i eksplisitt periode

	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Diskonteringsfaktor	1,081610	1,169880	1,265354	1,368620	1,480313	1,601121	1,731789	1,873120
Nåverdi Cashflow	212	291	278	278	277	277	288	274

## 13.5 Positivt scenario

### 13.5.1 Vekst sentrale størrelser i analyseperioden positivt scenario

Utvikling i eksplisitt periode	2005	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
År									
Økning i anleggsmidler	-	15,0 %	12,0 %	12,0 %	10,5 %	9,0 %	7,5 %	4,5 %	4,5 %
Avskrivninger/anleggsmidler	-	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Omløpsmidler/salg	-	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %
Kortsiktig gjeld/salg	-	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Kostnader/salg	-	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %	65,0 %
Salgsvekst	-	6,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Skattesats	-	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %
Salgsinntekter	2 600	2756	2894	3038	3160	3286	3418	3555	3697
Anleggsmidler	815	937	1050	1176	1299	1416	1522	1591	1662
Omløpsmidler	773	909,5	955,0	1002,7	1042,8	1084,5	1127,9	1173,0	1219,9
Rentefri gjeld	431	468,5	491,9	516,5	537,2	558,7	581,0	604,3	628,5

## 13.5.2 Fremtidsbudsjett i eksplisitt periode positivt scenario

	2005	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Verdsettelse av totalkapitalen									
+ Salgsinntekter	2 290	2 756	2 894	3 038	3 160	3 286	3 418	3 555	3 697
+ Andre driftsinntekter	2	2	2	2	2	3	3	3	3
- Driftskostnader	1 777	1 791	1 881	1 975	2 054	2 136	2 222	2 310	2 403
- Ordinære avskrivninger	87	103	115	129	143	156	167	175	183
= <b>Driftsresultat</b>	<b>427</b>	<b>864</b>	<b>900</b>	<b>936</b>	<b>966</b>	<b>997</b>	<b>1 031</b>	<b>1 072</b>	<b>1 114</b>
- Skatt på driftsresultat	130	270	281	292	301	311	322	335	348
= Driftsresultat etter skatt	297	594	619	644	664	686	709	737	766
+ Avskrivninger	87	103	115	129	143	156	167	175	183
- Anleggsinvesteringer	46	122	112	126	123	117	106	69	72
- ,	20	136	45	48	40	42	43	45	47
+ Endring rentefri gjeld	73	38	23	25	21	21	22	23	24
= <b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>391</b>	<b>476</b>	<b>600</b>	<b>624</b>	<b>664</b>	<b>704</b>	<b>750</b>	<b>822</b>	<b>855</b>

## 13.6 Negativt scenario

### 13.6.1 Vekst sentrale størrelser i analyseperioden negativt scenario

Utvikling i eksplisitt periode	2005	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
År	-	15,0 %	12,0 %	12,0 %	10,5 %	9,0 %	7,5 %	4,5 %	4,5 %
Økning i anleggsmidler	-	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %	11 %
Avskrivninger/anleggsmidler	-	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %	33,00 %
Omløpsmidler/salg	-	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %
Kortsiktig gjeld/salg	-	88,0 %	88,0 %	88,0 %	88,0 %	88,0 %	88,0 %	88,0 %	88,0 %
Kostnader/salg	-	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
Salgsvekst	-	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %	30,4 %
Skattesats	2 600	2652	2705	2759	2814	2871	2928	2987	3046
Salgsinntekter	815	937	1050	1176	1299	1416	1522	1591	1662
Anleggsmidler	773	875,2	892,7	910,5	928,7	947,3	966,2	985,6	1005,3
Omløpsmidler	431	450,8	459,9	469,1	478,4	488,0	497,8	507,7	517,9
Rentefri gjeld									

## 13.6.2 Fremtidsbudsjett i eksplisitt periode negativt scenario

	2005	2006*	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*	2012*	2013*
Verdsettelse av totalkapitalen	2 290	2 652	2 705	2 759	2 814	2 871	2 928	2 987	3 046
+ Salgsinntekter	2	2	2	2	2	2	2	2	2
- Andre driftsinntekter	1 777	2 334	2 380	2 428	2 477	2 526	2 577	2 628	2 681
- Driftskostnader	87	103	115	129	143	156	167	175	183
= Ordinære avskrivninger	<b>427</b>	<b>217</b>	<b>211</b>	<b>204</b>	<b>197</b>	<b>191</b>	<b>186</b>	<b>186</b>	<b>185</b>
- Skatt på driftsresultat	130	68	66	64	61	60	58	58	58
= Driftsresultat etter skatt	297	149	145	140	135	131	128	128	127
+ Avskrivninger	87	103	115	129	143	156	167	175	183
- Anleggsinvesteringer	46	122	112	126	123	117	106	69	72
- Endring i omlopsmidler	20	102	18	18	18	19	19	19	20
+ Endring rentefri gjeld	73	20	9	9	9	10	10	10	10
= Fri kontantstrøm til totalkapitalen	<b>391</b>	<b>48</b>	<b>140</b>	<b>135</b>	<b>146</b>	<b>161</b>	<b>180</b>	<b>225</b>	<b>229</b>