

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



**Helene Havnen-Olesen & Siv Ragnhild Karlsen**

**Veileder: Førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå**

Masteroppgave i hovedprofilen økonomisk styring

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som 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***

Vi har i denne utredningen gjennomført en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Ekornes ASA basert på offentlig informasjon og faglig kunnskap vi har tilegnet oss gjennom masterstudiet. Formålet har vært å estimere verdien til Ekornes-aksjen.

Vi presenterer først virksomheten og bransjen før vi foretar en strategisk analyse av eksterne og interne forhold i bedriften. Videre omgrupperer og justerer vi rapporterte regnskapstall, og utarbeider risiko- og lønnsomhetsanalyser på bakgrunn av disse.

Resultatene fra den strategiske regnskapsanalysen benytter vi for å fremskrive regnskap og krav over budsjetthorisonten. Disse estimatene danner grunnlaget for verdsettelsen. Vi har benyttet fundamental verdsettelse som hovedteknikk, herunder egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Disse gir et fundamentalt verdiestimat på hhv 88,27 og 88,26 kr per aksje.

Videre har vi supplert med komparativ verdsettelsesteknikk, som gir et estimat på 67,81 kr per aksje. Vi finner dette ikke veiledende. Basert på fundamental verdisetting faller vi ned på anbefalingen *kjøp*.

## ***Forord***

Det teoretiske fundamentet vi bygger denne oppgaven på er fagene BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse, BUS 425 Strategisk analyse og verdsetting, BUS Auditing, BUS 422 Investering og BUS 402 Styring av større foretak, ved Norges Handelshøyskole.

Arbeidet har vært en nyttig og lærerik prosess hvor vi spesielt har erfart sammenhengen mellom kvalitativ analyse og utarbeidede regnskapstall.

Vi tar forbehold om visse svakheter i informasjonsgrunnlaget, da vi har benyttet oss av offentlig tilgjengelig informasjon som ikke nødvendigvis er objektiv. Herunder Ekornes sin egen hjemmeside og årsrapporter.

Vi vil gjerne takke veileder Kjell Henry Knivsflå for gode råd og tilbakemeldinger gjennom hele arbeidsprosessen

Bergen, 18.06.09

Helene Havnen-Olesen

Siv Ragnhild Karlsen

# *Innholdsfortegnelse*

<b>1 Innledning.....</b>	<b>1</b>
1.1 Valg av tema for utredningen.....	1
1.2 Valg av foretak.....	1
1.3 Begrensninger i oppgaven.....	1
1.4 Strukturen for utredningen.....	2
<b>2 Presentasjon av møbelbransjen og Ekornes ASA .....</b>	<b>4</b>
2.1 Møbelbransjen.....	4
2.2 Presentasjon av Ekornes ASA.....	8
2.2.1 Historie .....	9
2.2.2 Ekornes ASA.....	9
2.2.3 Visjon og forretningsidé.....	10
2.2.4 Virksomhetsområder .....	11
2.2.5 Ekornes Contract.....	12
2.2.6 Produksjon.....	13
2.2.7 Marked og markedsstrategi.....	13
2.2.8 Aksjonærer .....	14
2.2.9 Konsekvensene for Ekornes.....	14
2.2.9.1 Kapasitetstilpasning.....	15
2.3 Presentasjon av konkurrentene .....	16
2.3.1 ASA Natuzzi S.p.A .....	16
2.3.2 Hjellegjerde ASA .....	17
2.3.3 Brunstad AS .....	18
<b>3. Valg av verdsettelsesteknikk.....</b>	<b>19</b>
3.1 Verdsettelsesteknikker .....	19
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	19
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	19
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse .....	20
3.2 Valg av hovedteknikk .....	20
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse .....	21

<b>4. Strategisk analyse .....</b>	<b>22</b>
4.1 Ekstern analyse .....	22
4.1.1 Porters konkurransekraftmodell .....	22
4.1.1.1 Kundenenes forhandlingsmakt .....	23
4.1.1.2 Leverandørenes forhandlingsmakt .....	25
4.1.1.3 Trusselen fra nyetableringer .....	26
4.1.1.4 Trusselen fra substitutter .....	27
4.1.1.5 Rivalisering mellom etablerte aktører .....	28
4.1.1.6 Oppsummering og innsikt fra eksternanalysen .....	30
4.2 Intern analyse .....	31
4.2.1 VRIO - analyse.....	32
4.2.1.1 Merkenavn .....	33
4.2.1.2 Markedskommunikasjon .....	33
4.2.1.3 Design .....	34
4.2.1.4 Produktfordeler .....	34
4.2.1.5 Produksjon.....	35
4.2.1.6 Økonomi.....	36
4.2.1.7 Teknologiske ressurser .....	36
4.2.1.8 Organisasjonskultur.....	37
4.2.1.9 Oppsummering og innsikt fra intern analysen.....	39
4.3 Konklusjon av strategisk analyse.....	40
<b>5. Regnskapsanalyse .....</b>	<b>42</b>
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse .....	42
5.1.1 Perspektiv for analysen .....	43
5.1.2 Bransjeanalyse.....	43
5.1.3 Analyseperiode.....	43
5.1.4 Analysenivå.....	43
5.1.5 Offentlig informasjon .....	44
5.2 Trailing av Ekornes 2009T .....	44
5.3 Rapportert finansregnskap for Ekornes .....	47
5.4 Omgruppering av regnskapet.....	49
5.4.1 Avsatt utbytte .....	50
5.4.2 Dirty surplus.....	50
5.4.3 Normalt kontra unormalt resultat .....	52

5.4.3.1 Normalisert driftsskattesats.....	53
5.4.4 Drifts- kontra finanspost .....	54
5.5 Målefeil .....	55
5.5.1 Justering av tilbakeført opsjonsbonus .....	58
5.5.2 Justering av goodwill .....	59
5.5.3 Oppsummering av målefeil .....	59
5.6 Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap.....	61
5.7 Forholdstallsanalyse.....	62
5.7.1 Rammeverk for forholdstallsanalysen.....	62
<b>6. Risikoanalyse.....</b>	<b>63</b>
6.1 Kortsiktig risiko .....	64
6.1.1 Likviditetsgrad 1 .....	64
6.1.2 Likviditetsgrad 2 .....	65
6.1.3 Dekomponering av likviditetsgrad 1 .....	66
6.1.3.1 Endring i LG fra 2007-2008 .....	67
6.1.4 Dekomponert LG1, EKO vs bransjen .....	68
6.1.5 Finansiell rentedekningsgrad i balansen .....	69
6.1.6 Rentedekningsgrad gjennom resultat og kontantstrøm .....	70
6.1.7 Analyse av endring i likviditet – finansielle eiendeler.....	72
6.1.8 Konklusjon likviditetsanalyse .....	72
6.2 Langsiktig risiko - soliditet .....	73
6.2.1 Egenkapitalandelen .....	74
6.2.2 Finansieringsmatrise .....	75
6.2.3 Konklusjon soliditetsanalyse.....	76
6.3 Syntetisk rating .....	77
6.4 Konklusjon av risikoanalyse .....	78
<b>7 Analyse av krav.....</b>	<b>79</b>
7.1 Egenkapitalkravet .....	80
7.1.1 Risikofri rente.....	81
7.1.2 Egenkapitalbeta .....	81
7.1.3 Markedets risikopremie.....	82
7.1.4 Netto finansielt gjeldskrav .....	82
7.1.5 Selskapskrav – netto driftskrav .....	84

<b>8 Lønnsomhetsanalyse .....</b>	<b>85</b>
8.1 Egenkapitalrentabilitet .....	86
8.1.1 Superrentabilitet i egenkapitalen .....	86
8.1.2 Oppsplitting i eksterne og interne forhold .....	87
8.1.2.1 Superrentabilitet i bransjen .....	87
8.1.2.2 Superrentabilitet internt i bedriften .....	89
8.1.3 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten .....	90
8.1.3.1 Analyse av drift .....	91
8.1.3.2 Virkningen av netto finansiell gearing.....	99
8.1.4 Konklusjon rentabilitetsanalyse .....	101
8.2 Fundamental vekstanalyse .....	102
8.2.1 Analyse av kapitalvekst .....	103
8.2.1.1 Vedvarende vekst i kapital (ekv) .....	103
8.2.2 Analyse av resultatvekst .....	105
8.2.2.1 Varig vekst i driftsinntekter (div) .....	106
8.2.2.2 Varig vekst i netto driftsresultat (ndr) .....	107
8.2.2.3 Varig vekst i nettoresultat til egenkapitalen (nrv) .....	109
8.2.3 Oppsummering av vekst .....	110
<b>9 Budsjettering og fremskriving .....</b>	<b>111</b>
9.1 Budsjettering .....	111
9.1.1 Vekst i driftsinntekter .....	114
9.1.1.1 Budsjettering av driftsinntekter .....	115
9.1.2 Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler .....	115
9.1.3 Budsjettering av netto driftsmargin .....	117
9.1.4 Budsjettering av finansiell gjeldsandel .....	118
9.1.5 Budsjettering av finansiell eiendelsdel .....	119
9.1.6 Budsjettering av finansiell gjeldsrente .....	120
9.1.7 Budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet .....	123
9.2 Fremtidsregnskap .....	124
9.2.1 Fremskrivning av verdidriverne .....	125
9.2.2 Presentasjon av fremtidsregnskap og krav .....	127
9.3 Fremskrivning av krav .....	129
9.3.1 Egenkapitalkravet .....	129

9.3.2	Krav til netto finansiell gjeld.....	130
9.3.3	Netto driftskapitalkrav .....	130
9.3.4	Krav til sysselsatt kapital .....	130
9.3.5	Presentasjon av fremtidsregnskap og krav .....	131
<b>10</b>	<b>Fundamental verdsettelse av Ekornes .....</b>	<b>131</b>
10.1	Rammeverk for fundamental verdsettelse .....	129
10.2	Egenkapitalmetoden .....	130
10.2.1	Utbyttmodellen .....	130
10.2.2	Superprofittmodellen .....	132
10.3	Netto driftskapitalmetoden .....	133
10.3.1	Superprofitt modellen .....	133
10.3.2	Fri-kontantstrøm modellen .....	134
10.4	Sensitivitetsanalyse .....	135
10.4.1	Endring i driftsinntektsveksten .....	136
10.4.2	Endring i ndm og onde .....	137
10.4.3	Endring i ekk på horisonten .....	138
<b>11</b>	<b>Relativ verdsettelse .....</b>	<b>139</b>
11.1	Multiplikatormodellen .....	140
11.1.1	Svakheter i multiplikatormodellen .....	141
11.1.2	Handlestrategi .....	142
<b>12</b>	<b>Oppsummering og konklusjon - handling.....</b>	<b>142</b>

Kildereferanser



# ***1 Innledning***

## ***1.1 Valg av tema for utredningen***

Bakgrunnen for å velge ett tidligere beskrevet emne som regnskapsanalyse og verdivurdering er basert på et ønske om en praktisk anvendelse av fagene vi har hatt i studietiden, og med et ønske om å lære fagområdet på en mer grunnleggende og sammensatt måte. Vi tror at dette vil klargjøre oss til å tre ut i næringslivet – litt rikere på praktisk erfaring.

## ***1.2 Valg av foretak***

Ekornes har de siste tiår fremstått som et spesielt og unikt foretak på Sunnmøre med tanke på foretningstift, merkevarebygging, og ikke minst dialog og samarbeid mellom ledelse og ansatte i Ekornes. Dette har nøret under lysten til å sette seg ordentlig inn i hva som er de strategiske fordelene til Ekornes, samt hvordan konsernet drives rent økonomisk, og på dette grunnlag gjennomføre en verdivurdering av konsernet.

## ***1.3 Begrensninger i oppgaven***

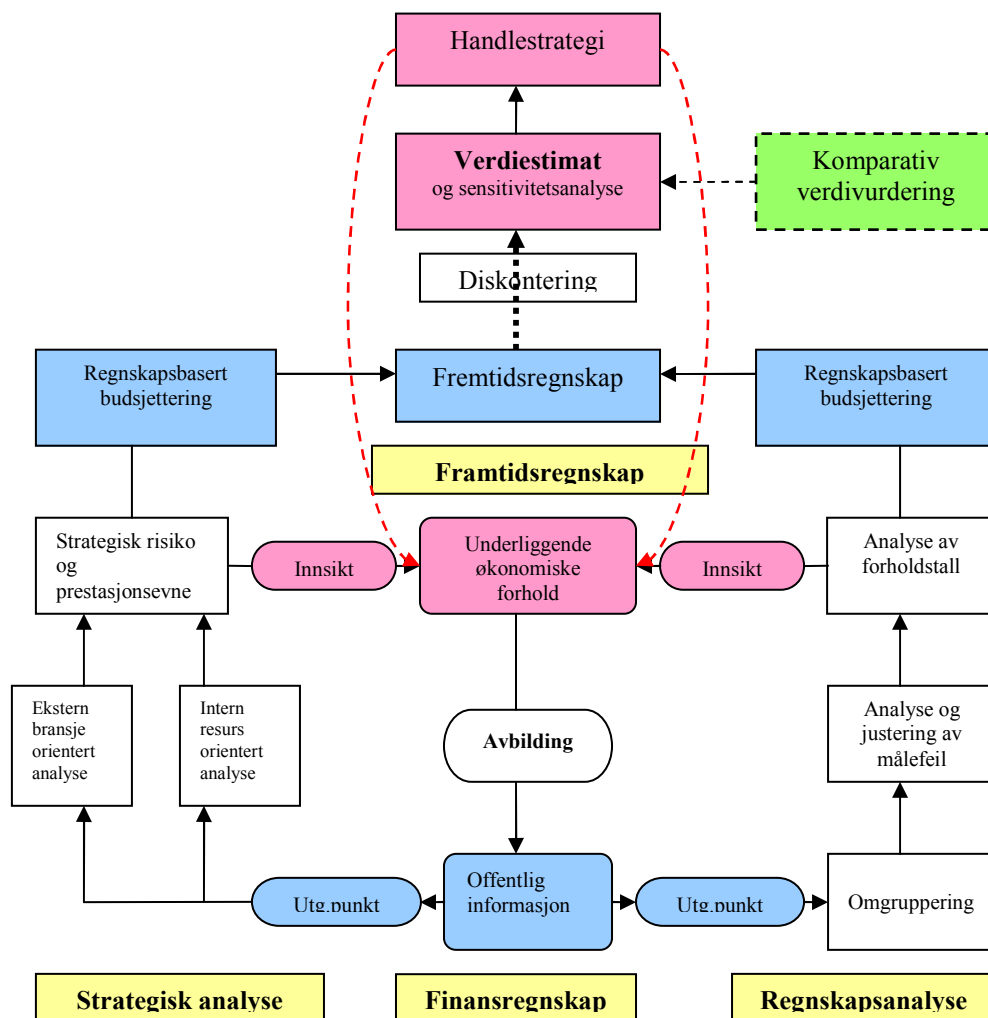
Tilgjengelig informasjon utover faglig litteratur er årsrapporter innhentet fra Ekornes og konkurrenter, nyheter og statistikker fra Oslo Børs, informasjon og artikler fra bransjeorganisasjoner og avisartikler fra nettet. I beskrivelsen av bransjen har vi lagt særlig vekt på en artikkel skrevet av Raabe i Sunnmørsposten 19.03.05. Raabe har hatt en rekke oppdrag og deltatt i svært mange prosjekter i møbelindustrien på Sunnmøre. Vi har tatt hans meninger og synspunkter for sannheter, uten at vi med sikkerhet vet at utsagnene stemmer fullstendig med virkeligheten. Videre har vi lagt stor vekt på artikkelen ”Europa priser seg ut av møbel” i Sunnmørsposten 10.11.04, da denne belyser konkurranseforholdene norske aktører møter fra aktører i lavkostland.

Denne oppgaven baseres ensidig på teoretisk kunnskap opparbeidet gjennom studiet. Dette kan føre til svakheter i den strategiske analysen, samt i vurderingen av regnskapsinformasjon og verdsettelsen.

Vi forutsetter at innhentet informasjon, både litteratur og artikler er korrekte.

## 1.4 Strukturen for utredningen

Målet i vår utredning er å foreta en verdivurdering av Ekornes basert på metoden fundamental verdsettelse. For å gjennomføre denne verdivurderingen på en best mulig måte velger vi følgende modell som struktur for vår oppgave.



Modell 1.1; Rammeverk for fundamental verdivurdering (BUS 425, 2006)

Vi starter med en presentasjon av møbelbransjen, før vi presenterer konsernet Ekornes og firmaets konkurrenter. Konkurrentene vi har valgt er italienske Natuzzi S.p.A., og de to norske møbelprodusentene Hjellegjerde ASA og Brunstad AS.

Påfølgende vil vi foreta en strategisk analyse av Ekornes basert på informasjonen om bransjen, Ekornes og konkurrentene. Den strategiske analysen består av ekstern analyse og en intern analyse. Som modell for ekstern analyse har vi valgt å benytte Porters konkurranseanalysemodell (Kotler, 2004), hvor vi ønsker å belyse forholdene i

møbelbransjen. Samtidig ønsker vi å kunne fastslå hvilke konkurransefortrinn Ekornes har i forhold til bransjen som kan gi grunnlag for eventuell markedsrett og profitt. For analyse av interne forhold har vi valgt å benytte VRIO-analyse (Barney, 2002) hvor vi avdekker Ekornes' strategiske fortrinn, og i hvilken grad disse er varige, midlertidige eller kortsiktige. De to strategiske analysene vil så bli oppsummert i en SWOT-analyse hvor vi skiller mellom Ekornes sine styrker og svakheter internt i organisasjonen, og mulighetene og truslene Ekornes har som en aktør i møbelbransjen.

Neste steg i utredningen er regnskapsanalyse hvor vi tar utgangspunkt i de offentlige finansregnskapene for Ekornes og konkurrentene fra årene 2003 til 2008. Målet med regnskapsanalysen er å fremlegge et omgruppert og justert finansregnskap med utgangspunkt i et investororientert syn, hvor balanseverdiene er basert på virkelige verdier, og resultatet er basert på virkelige inntekter og kostnader. For å få frem virkelige verdier velger vi å justere lønnskostnader og nedskrivning av goodwill for Ekornes. Alle justeringer og omgrupperinger som vi har foretatt for Ekornes vil også bli utført for konkurrentene når det er hensiktsmessig.

Det omgrupperte og justerte finansregnskapet for Ekornes og konkurrentene blir så brukt som grunnlag for forholdstallsanalysen. I forholdstallsanalysen velger vi å gjøre en analyse av kortsiktig risiko ved bruk av en likviditetsanalyse, og en analyse av langsiktig risiko ved en soliditetsanalyse og lønnsomhetsanalyse. Likviditets- og soliditetsanalysen blir så oppsummert ved en syntetisk rating hvor vi utleder en kredittrating av Ekornes og konkurrentene. Neste oppgave er å kartlegge historiske krav for Ekornes. Deretter analyserer vi veksten i driftsinntektene til Ekornes, og som grunnlag for veksten fra 2008 til 2009 bruker vi det trailede resultatet for 2009.

Når vi tar fatt på budsjetteringen og fremtidsregnskapet samt fremskriving av krav er dette basert på det omgrupperte og justerte regnskapet, samt de strategiske fordelene vi kommer fremt til under den strategiske analyse. Med utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremskriving av krav, utarbeider vi et verdiestimat for Ekornes. Vi velger å benytte egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, herunder netto driftskapitalmetoden. Ved bruk av egenkapitalmetoden velger vi å estimere verdi på bakgrunn av utbyttmodellen og superprofittmodellen. Ved netto driftskapitalmetoden benytter vi oss av fri-kontantstrømmmodellen og superprofittmodellen. For å underbygge vårt verdiestimat supplerer vi med en komparativ verdsettelse av Ekornes og de børsnoterte konkurrentene

Natuzzi S.p.A., og Hjellegjerde ASA. Som komparativ metode benytter vi multiplikatormodellen, med anvendelse av multiplikatorene Pris/Bok og Pris/Fortjeneste. For å analysere usikkerheten i verdiestimatet av den fundamentale verdsettelsen foretar vi en sensitivitetsanalyse av de viktigste budsjettdriverne. Avslutningsvis bestemmer vi en handlestrategi.

## ***2 Presentasjon av møbelbransjen og Ekornes ASA***

Vi vil i denne delen av oppgaven presentere møbelbransjen med hensikt å få en forståelse av industrien, markedet, forhandlere, underleverandører, konkurransesituasjon, samt litt om fremtiden i møbelbransjen og den økonomiske krisen verden opplever i dag. Derne vil vi presentere konsernet Ekornes ASA og de valgte konkurrentene.

### ***2.1 Møbelbransjen***

En relativt homogen gruppe av aktører har siden 1930 årene evnet å bygge frem dagens møbelindustri. Denne gruppen har hatt teknologisk rasjonalisering, motivert arbeidskraft og design som sine sterkeste konkurransefortrinn. Samarbeid og kompetansedeling innen bransjen har vært en nøkkelfaktor for å utvikle møbelbransjen til det den er i dag ([mobelfagligsenter.no](http://mobelfagligsenter.no)).

Norsk møbel- og innredningsindustri består i dag av om lag 450 bedrifter, som i 2007 produserte møbler for til sammen 13 mrd og sysselsatte ca 8.200 årsverk. Av den totale produksjonen ble mer enn 29 % eksportert, noe som tilsvarte ca 3.3 mrd kr i 2008 ([insidenorway.no](http://insidenorway.no)).

Bransjen er sammensatt av alt fra små spesialiserte produsenter, til store internasjonale konsern, hvor Ekornes anses som det største og mest internasjonale konsernet i Norge.

#### ***Møbelindustri i høykostland***

Den norske møbelindustrien har vært i solid vekst siden begynnelsen av 1990-tallet, men i perioden 2000 – 2003 var bransjen gjennom en tøff tid, med høy rente og utfordrende valutasituasjon. Dette resulterte i økte kostnader, synkende omsetning, dramatisk redusert

inntjening med påfølgende masseoppsigelse av ansatte. I 2002 advarte sentralbanksjef Svein Gjerdrem mot den norske møbelindustriens død i sin årstale (dn.no).

På denne tiden oppstod en diskusjon om hvorvidt det var mulig å drive lønnsom industrivirksomhet i høykostlandet Norge, og en vesentlig del av løsningen for mange av aktørene var utflagging til lavkostland i Europa og Asia. Timelønnen i møbelindustrien i Norge var opptil 40 ganger høyere enn i lavkostland som Polen og Litauen (smp.no). I lavkostlandene var også materialkostnadene langt lavere, samt at aktørene oppnådde fordeler ved at produksjonen var nærmere sluttbrukerne i de internasjonale eksportmarkedene (Raabe, smp.no).

Aktørene som valgte å holde stand i Norge gjennomgikk en betydelig omstrukturering og opprustning med tanke på effektivisering av produksjonsprosessene og redusering av kostnader. Dette har styrket bransjen i ettertid.

### ***Møbelmarkedet***

Møbelmarkedet kan deles i to, med hjemmemøbler som ett hovedmarked, og kontor- og kontraktmøbler som ett marked. Hjemmemarked kan deles i to hovedområder; platemøbler og stoppmøbler. Relevant for denne oppgaven er hjemmemøbler, og da stoppmøbler.

Bransjen beveger seg syklisk likt realøkonomien for øvrig, og er svært sensitiv for generelle endringer i økonomien, endringer i forbruksmønsteret til husholdningene og økt rentenivå. Nå som verden er i økonomisk resesjon, se avsitt under vedrørende økonomiske krise, står markedene både i Norge og internasjonalt på stedet hvil. Til tross for omfattende stimuleringspakker har ikke dette ført til økt kjøpelyst hos forbrukerne. I påvente på at den økonomiske krisen skal nå bunnen forsøker aktørene i bransjen å bearbeide kundegruppene med betydelig markedsføring.

### ***Forhandlere***

Møbelbedriftene selger sine produkter, nasjonalt og internasjonalt, via store møbelkjeder og mindre forretninger med smalt utvalg. I tillegg har noen få produsenter egne butikker. Til tross for at de store møbelkjedene som Skeidar, Møbelringen og Bohus står for ca 45 % av omsetningen av møbler i Norge (Raabe, smp) sliter de med lønnsomheten. Dette skaper et press på produsentene med krav om økte prosenter til møbelkjedene som kompensasjon for deres jobb med salg av produktene.

### ***Underleverandører***

I følge InnsideNorway (innsidenorway.no), er fremstillingen av møbler, for de fleste i bransjen, et samarbeidsprosjekt mellom en møbelbedrift og dens underleverandører. Når en stoppmøbelprodusent fremstiller en sofa, vil bedriften produsere en varierende andel av det aktuelle produktet selv, og gjøre innkjøp av for eksempel beslag, stålkomponenter, stoff og skrog fra leverandører. Dette praktiseres i ulik grad, hvor et ytterpunkt er aktører som får sine produkter, i sin helhet, produsert hos underleverandør, mens de selv står for design, produktutvikling, markedsføring og distribusjon (Raabe, smp.no).

### ***Konkurransesituasjon***

Det er som nevnt tidligere mange konkurrenter av ulik størrelse i møbelbransjen. Ingen av konkurrentene har utkrystallisert seg med en dominerende posisjon i møbelbransjen, og konkurransen er basert på produktkvalitet, merkenavn, gjenkjennelse, pris og service. Dette skaper en sterk rivalisering i bransjen. De som vinner konkurransen er de med kjente merkenavn, og de som har finansielle muskler til å drive utbredt markedsføring.

Konkurransen har tiltatt kraftig de seneste årene. Som følge av globaliseringen i markedet har enkelte virksomheter flyttet sin produksjon til lavkostland. Disse aktørene spiller en stadig større rolle som følge av at flere av aktørene har mulighet til å tilby sine produkter til lavere priser. Dette øker priskonkurransen i lavpris segmentet i møbelmarkedet, men påvirker også mellom- og høyprissegmentet i stor grad.

Et betydelig problem i bransjen er også at aktører som oppnår suksess enten produktmessig eller markedsmessig blir umiddelbart kopiert av konkurrenter både i Norge og utlandet, og de som vinner marked med kopiering er de som holder kostnadene lavest (Raabe smp). Ifølge Bart de Turck i UEA (smp.no) erobrer disse aktørene markedsandeler på vegne av de som har investert i nyutvikling.

For de mindre aktørene i den internasjonale bransjen ligger det en trussel i at noen av aktørene i England og USA har store finansielle ressurser. Som et resultat av deres kapasitet til betydelige markedsaktiviteter lever mindre foretak under trusselen om å miste markedsandeler.

I følge Den europeiske møbelindustriforeningens (UEA) generalsekretær Bart De Turck, er vesteuropeiske møbler de dyreste i verden og taper av den grunn markedsandeler både lokalt og internasjonalt (smp.no). Han hevder videre at de som har en plass i industrien i fremtiden er de som har opparbeidet seg sterke merkenavn. Bart de Turck i UEA støtter

dette utspillet, og hevder at å beskytte møbeldesign mot kopiering er nesten umulig hvis en ikke har et særdeles sterkt merkenavn.

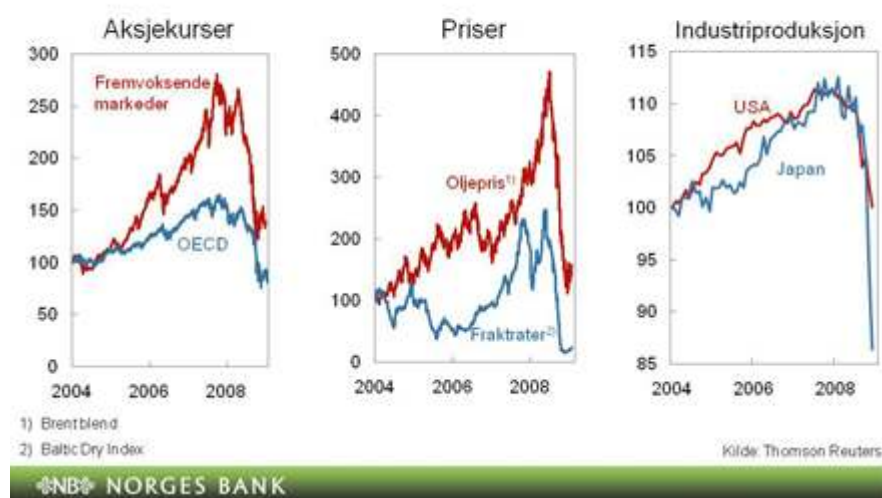
### ***Global økonomisk krise***

Siden 2003 har den Norske økonomien vært i en sterk oppgangskonjunktur, med en gjennomsnittlig vekst på over 4 % i året. I følge Norges Bank har veksten vært særlig sterk i 2007. I 2008 avtok veksten i Norge markert og husholdningenes konsum har stagnert (Finansmarkedene i ulage)

September 2008 var finanskrisen et faktum verden over. På denne tiden gikk storbanker i USA konkurs, og krisen bredte seg til Europa og Asia. Søm følge brøt pengemarkedene sammen hvorpå likviditeten tørket ut, rentene steg kraftig og aksjekursene falt. På denne tiden reduserte bankene tilgangen til nye lån både for husholdninger og bedrifter (www.norges-bank.no).

### **Fall i alle land og markeder**

Indeks. 1. januar 2004 = 100. 1. januar 2004 – 10. februar 2009



Modell 2 – fall i alle land og markeder (Norges Bank, årstale 09).

Veksten i verdensøkonomien var allerede på vei ned i første halvdel av 2008, men alt ble verre i løpet av de siste månedene. Nedgangen var betydelig, og omfattet nær sagt alle finansmarkeder og vare- og tjenestemarkeder i USA, Europa, Asia, Latin-Amerika og Oseania (Økonomiske perspektiver, norges-bank.no).

Til tross for dette hadde Norsk industri generelt sett en betydelig økning i omsetning for 2008. I løpet av de tre første kvartalene vokste omsetningen, men totalbildet ble dempet av

en kraftig nedgang i siste kvartal, hvilket ga en økning på 6,3 % totalt. Dette bildet reflekteres i SSBs' statistikk for omsetning i industrien for 2008 ([www.ssb.no](http://www.ssb.no)).

Fra 3. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009 falt BNP Fastlands-Norge med hele 1,7 prosent. I andre halvår 2009 kan aktiviteten komme til å øke slik at BNP Fastlands-Norge for hele 2009 antas ned med 1,4 prosent i forhold til 2008. Aktivitetsveksten antas å ta seg langsomt opp slik at neste konjunkturoppgang starter i 2011/2012 (konjunkturtendenser [ssb](http://ssb.no)).

Økonomien i Norge og verden for øvrig skal, i følge Statistisk sentralbyrå, ha nådd bunnen som følge av iverksatte krisepakker i den vestlige verden. Likevel vil det bli en svak utvikling i økonomien på kort sikt, det vil si frem til og med 2012. Fra 2013 skal økonomien tilta kraftig i vekst, slik det historisk har vært etter krisetider i historiens forløp ([ssb.no](http://ssb.no)). Det vil si at vi fra 2013 får en oppgangskonjunktur med påfølgende økte renter og økte priser på råvarer og innsatsfaktorer.

### ***Fremtiden i møbelbransjen***

Dessverre for norsk møbelindustri ligger lavkostlandene på samme nivå rent produksjonsteknologisk. For å hevde seg i konkurransen mot produkter produsert i lavkostland kan norske aktører vinne terreng på design og kvalitet.

For å markere seg med større tyngde internasjonalt, har aktører i bransjen vist økt vilje til samarbeid og kompetansedeling. Målet er å stå sammen under fellesnevneren Norge, med felles markedskonsept og merkenavn. Ved dette kan bransjen bli mer slagkraftig og øke sitt nedslagsfelt ([smp.no](http://smp.no)). Ifølge BartDeTurck ([smp.no](http://smp.no)) er det aktører med sterke merkenavn som har fordeler i fremtiden. I så måte kan et samarbeid i bransjen være veien å gå for å bli tydeligere internasjonalt.

## ***2.2 Presentasjon av Ekornes ASA***

I presentasjonen av Ekornes vil vi legge vekt på Ekornes sin historie, visjon, forretningsidé, virksomhetsområder, produksjon og markedsstrategi. Avslutningsvis velger vi å se på hvilke tiltak Ekornes har gjennomført som følge av den økonomiske krisen. Til slutt tar vi for oss valg av verdsettelsesteknikk og rammeverket for denne.

Ekornes ASA (heretter Ekornes) er Nordens største møbelprodusent, og holder til i Sykkylven, på Sunnmøre i Møre og Romsdal fylke. Ekornes eier merkenavnene Ekornes®, Stressless® og Svane®. Ekornes' suksess kan i hovedsak knyttes til produktet Stressless®,



som Ekornes har evnet å gjøre til et av verdens mest kjente varemerker innen møbelbransjen. Videre er Ekornes®, Stressless® og Svane® noen av de mest kjente varemerkene innen møbelbransjen i Norge (ÅR 07:16).

### ***2.2.1 Historie***

Bedriften J.E. Ekornes Fjærfabrikk ble etablert som en familiebedrift i 1934, med produksjon av Svane®-madrasser som driftsgrunnlag. Møbelindustrien var i sin startfase på Sunnmøre, og J.E. Ekornes leverte madrassfjærer til denne industrien. I 1959 ble møbelproduksjon en del av virksomheten, og i 1963 startet J.E. Ekornes med eksport av sofagrupper til Tyskland. Stressless® ble lansert på markedet i 1971, og fikk umiddelbar suksess. Innen år 1980 passerte bedriften en omsetning av Stressless® på 100 mill. I 1995 ble Ekornes ASA notert på Oslo Børs, og i 2003 omsatte Ekornes ASA for 2000 mill (Ekornes Årsrapport 07).

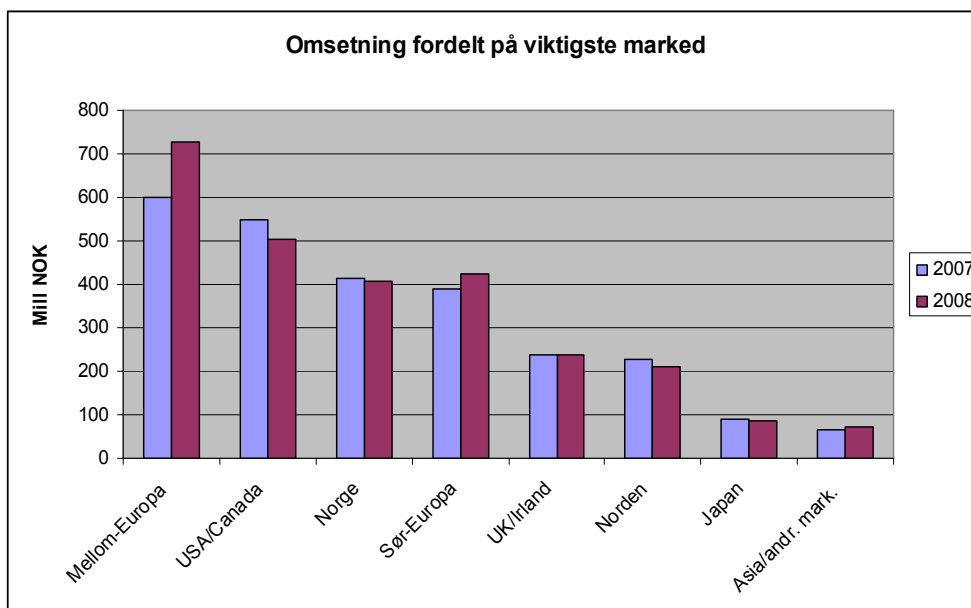
### ***2.2.2 Ekornes ASA***

Ekornes ASA er morselskapet i Ekornes-konsernet, og skjøtter alle fellesfunksjoner for de øvrige enhetene i virksomheten. Ekornes har følgende datterselskap; JK Ekornes AS, Ekornes Møbler AS, Ekornes Fetsund AS, Ekornes Skandinavia AS, og selvstendige salgskontorer rundt om i verden.

JK Ekornes AS består av 3 fabrikker som produserer Stressless®. Ekornes Møbler AS består av 2 fabrikker som produserer Ekornes® Collection, samt en fabrikk som produserer trekomponenter for intern leveranse i konsernet. Ved Ekornes Fetsund AS produseres Svane®-madrassen og skumplast. Total er det 6 fabrikker i konsernet, og alle er lokalisert i Norge, hvorav 5 er lokalisert på Sunnmøre.

Ekornes har selvstendige salgskontor i de viktigste markedene: Norge, Danmark, Finland, Storbritannia, USA/Canada, Frankrike, Tyskland, Singapore, Tokyo, og Brasil.

I 2008 hadde Ekornes 1632 ansatte, hvilket tilsvarte 1557 årsverk, og omsatte for 2673,1 mill NOK.



Tabell 2.1 – Omsetning fordelt på viktigste marked

### 2.2.3 Visjon og forretningsidé

#### *Visjon*

Ekornes skal være en av de mest attraktive merkevareleverandører i verden av møbler til hjemmeinnredning.

#### *Forretningsidé*

Ekornes skal:

- være en ledende merkevareleverandør av hjemmeinnredningsmøbler på et nasjonalt og internasjonalt marked
- tilby produkter som i pris og design henvender seg til et bredt publikum
- utvikle og produsere produkter som er fremragende mht. komfort og funksjon
- drive markedsføring basert på selskapets egne merkenavn
- ha forhandlere som direkte kunder
- gi gode marginer til forhandlerne, og dermed være en av deres mest lønnsomme leverandører
- være markedsleder i sin nisje (Skandinaviske hvilestoler)
- gi aksjonærene god langsiktig avkastning
- være en attraktiv arbeidsplass

Utdrag av Ekornes hjemmeside; Mål og Verdier for Ekorneskonsernet (ekornes.no).

## 2.2.4 Virksomhetsområder

Ekornes ASA har to virksomhetsområder hvor Stressless® er ett virksomhetsområde, og Ekornes® Collection og Svane®-madrass er samlet under ett virksomhetsområde.

### ***Stressless®***

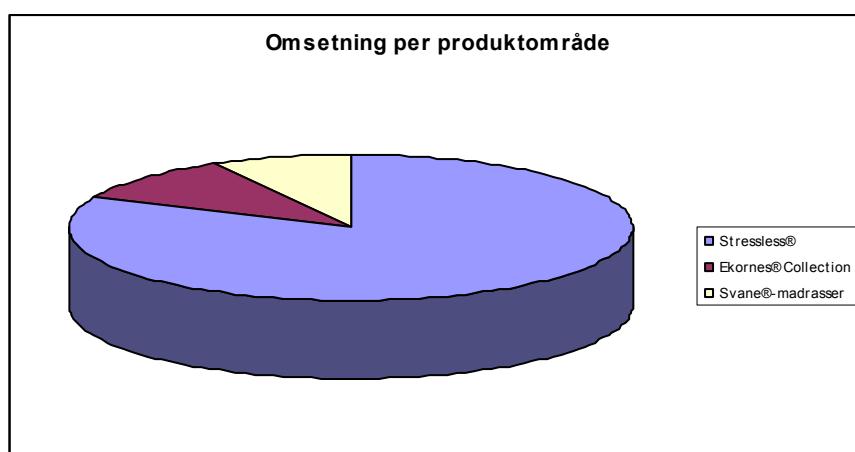
Stressless® er Ekornes sitt største produktområde og omsetningen var i 2007 var på 2 042,2 mill NOK, hvorav 95 % var eksport. Stressless® stod for 79 % av den totale omsetningen i Ekornes i 2007. Produktområdet består av Stressless® stol, Stressless® sofa, og produksjonskapasiteten i 2007 var på 1700 sitteenheter pr dag fordelt på 3 fabrikker.

### ***Ekornes® Collection***

Ekornes® Collection omsatte i 2007 for 199,2 millioner. Collection stod med andre ord for beskjedne 7,7 % av omsetningen i 2007, hvor 64 % av omsetningen til Collection er eksport. Produktområdet består av fastrygg sofa, og sortimentet er redusert de siste årene da etterspørselen har rettet seg i større grad mot Stressless® sofa.

### ***Svane®-madrasser***

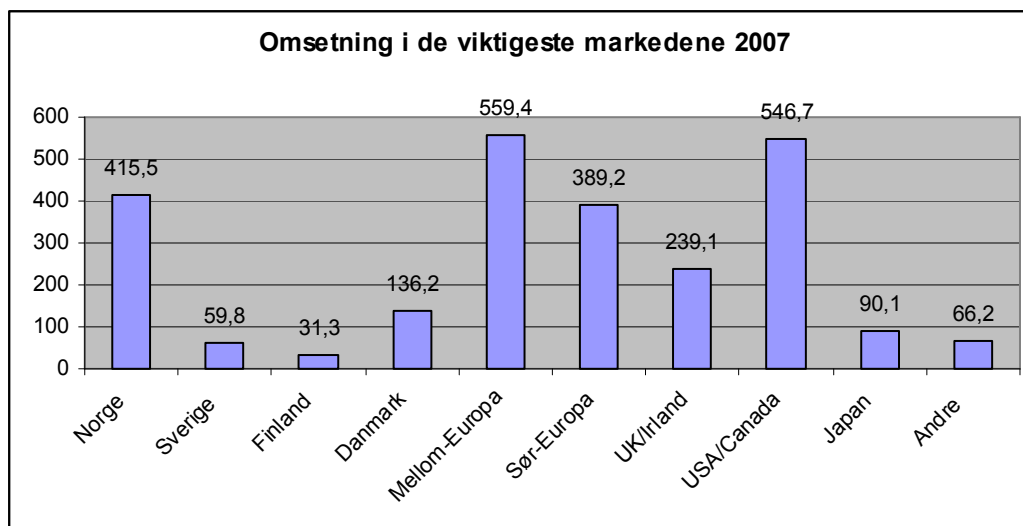
Omsetningen av Svane®-madrasser var i 2007 på 257 mill, og står for ca 10 % av omsetningen i Ekornes. Produktområdet består av Svane®-madrass (fjærmadrass) og Svane® IntelliGel® -madrass.



Figur 1 – Fordeling av omsetning av produktområdene

### ***Omsetning i de viktigste markedene***

Mellom-Europa, og da især Tyskland er det største markedet til Ekornes, etterfulgt av USA/Canada, Norge og Sør-Europa. Ekornes har cirka 75 % av totalomsetningen i disse markedene.



Tabell 2.2 – fordeling av omsetning i de viktigste markedene

### ***2.2.5 Ekornes Contract***

Ekornes har i de seneste årene økt sitt fokus mot kontraktmarkedet, og satser på å bli den fremste leverandøren til det Nordiske hotellmarkedet. Per i dag er Ekornes hovedleverandør av madrasser til alle hotellene i Scandic kjeden i Norden, samt at de har leveranser til skip og offshore (Årsrapport Ekornes 07). I mai 2008 inngikk Ekornes en avtale om oppkjøp av Stay AS, og Ekornes ble med dette en totalleverandør til kontraktmarkedet. Gjennom oppkjøpet av Stay AS har Ekornes fått tilgang på verdifull kompetanse og nøkkelkontakter nasjonalt og internasjonalt innenfor satsingsområdet. I følge Bart de Turck ([www.smp.no](http://www.smp.no)) ligger fremtidig lønnsomhet innen møbelbransjen i kontraktmarkedet, da dette er et marked med andre typer distribusjonsformer, og veletablerte nettverk mellom leverandører og brukere. Ved denne satsingen vil Ekornes kunne bli en betydelig aktør både innen kontraktmarkedet og hjemmemarkedet, og på sikt betjene begge markedene både lokalt og internasjonalt.

### **2.2.6 Produksjon**

Ekornes' fabrikker blir kontinuerlig oppgradert, og flere av dem fremstår som Norges mest moderne og effektive av sitt slag. Fabrikkene består av motoriserte og effektive produksjonsanlegg, med bruk av conveyorsystemer, automatisert interntransport, samt utstrakt bruk av roboter og databasert utstyr til bl.a beising, mønsterbehandling og tilskjæring av trekk.

Ekornes tilstreber hele tiden å forbedre effektiviteten og teknologien i alle deler av produksjonen, og har som mål å investere for 150-200 mill årlig de neste årene. Resultatet av dette er å forenkle produksjonsprosesser for de ansatte, samt å redusere antall ansatte. Ekornes fokuserer samtidig på utvikling og utdanning av sine medarbeidere. Per i dag har de høy kompetanse på alle nivå i konsernet, og bruker betydelige ressurser på dette.

Ekornes ble nevnt i stortingsmelding 25 i 2005 vedrørende regionspolitikk:

*"Ekornes fremheves som en bedrift som har vist at norsk kompetanse, teknologi og design er en eksportvare".*

### **2.2.7 Marked og markedsstrategi**

Ekornes fremhever plassering i markedet og distribusjon som et nøkkelement i sin virksomhet, og bruker mye tid på å sette sammen det riktige utvalget av forhandlere for å nå sin markedsstrategi. For å sikre seg prioritet hos forhandlere verden rundt gir Ekornes en av bransjens høyeste marginer til forhandlerne, og er med dette en lønnsom og ettertraktet leverandør.

#### ***Norden***

I 2006 brøt Ekornes et mangeårig samarbeid med IdeSkeidar, og inngikk samarbeid med Møbelringen, Living og frie forhandlere. Dette førte til økt omsetning av Stressless® med 21,6 % og Svane® med 11,7 % i 2007. Totalt økte omsetningen med 8,8 %. Også i Sverige har Ekornes gjennomført en tilsvarende omstrukturering av forhandlere, og denne prosessen anses ferdigstil i løpet av 2009. Prosessen var ikke tilfredsstillende da Ekornes tapte omsetning som følge av dette, totalt 6,5 % for 2007. Svane® alene reduserte omsetningen med 20 %. I Danmark var markedssituasjonen uendret. Derimot var det så å si omsetningsstopp hos Ekornes hovedforhandler i Finland. Her ventes det omstrukturering i fremtiden.

### *Øvrige land*

Ekornes har opprettet selvstendige salgskontor i alle de viktigste markedene; Storbritannia, USA/Canada, Frankrike, Tyskland, Singapore, Tokyo, og Brasil. Ekornes har en viktig jobb i alle landene for å opprettholde den gode sammensetningen av forhandlere. Som i Norge sliter forhandlerne med lønnsomheten, og i USA har flere av forhandlerne gått konkurs som følge av den økonomiske krisen. Dette fører til økt risiko for Ekornes, og de jobber kontinuerlig med å få inn nye forhandlere som passer inn i Ekornes' forhandlerportefølje.

### *2.2.8 Aksjonærer*

De ti største aksjonærene er nevnt under i tabell 2.2. De øvrige aksjonærer eier 40,60 % av aksjeandelen. Norske aksjonærer har en total andel på 45,9 %, og utenlandske aktører har en eiendelsandel på 54,1 %.

10 største aksjonærer pr 04.08.2008	Aksjeverdi	% - andel
NORDSTJERNAN AB	3 928 176	10,67 SVE
STATE STREET BANK AN A/C CLIENT OMNIBUS D	3 744 240	10,17 USA
FOLKETRYGDFONDET	3 577 935	9,72 NOR
JPMORGAN CHASE BANK NORDEA TREATY ACCOUN	2 484 475	6,75 GBR
SKANDINAVISKA ENSKIL A/C CLIENTS ACCOUNT	1 824 780	4,96 SVE
ORKLA ASA	1 500 700	4,08 NOR
PARETO AKSJE NORGE	1 439 500	3,91 NOR
HANDELSBANKEN HELSIN CLIENTS ACCOUNT 3	1 241 050	3,37 FIN
UNHJEM BERIT VIGDIS EKORNES	1 064 800	2,89 NOR
OSLO PENSJONSFORSIKR	1 061 900	2,88 NOR

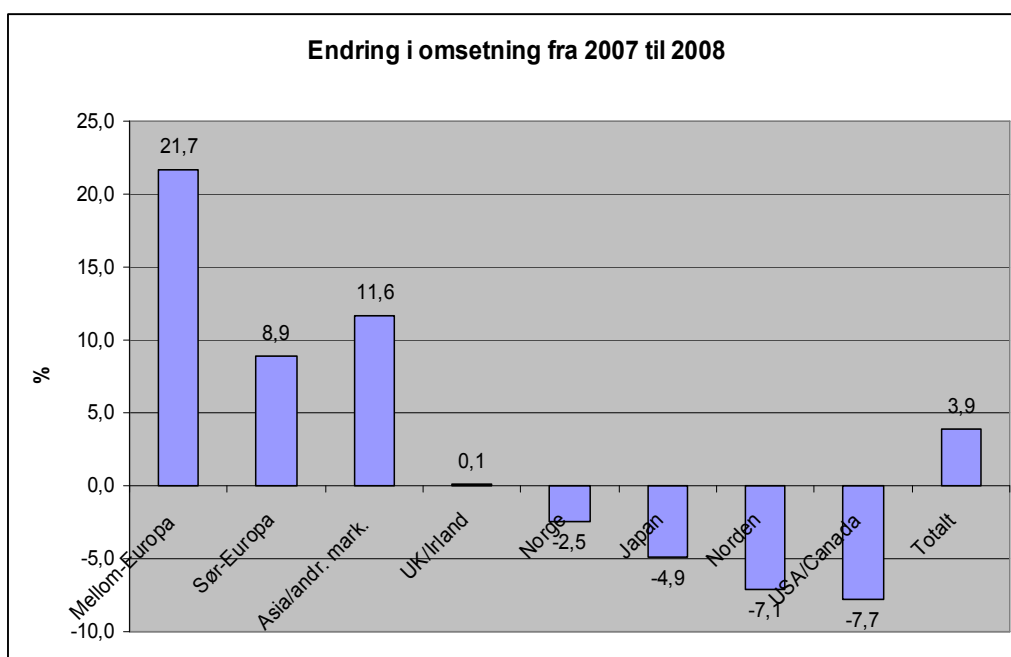
Tabell 2.3 – ti største aksjonærer i Ekornes

### *2.2.9 Konsekvensene for Ekornes*

Konsekvensene for Ekornes i krisetider har for første halvår i 2008 vært marginale, dog noe mer fremtredende i siste kvartal, hvor ordreinngang var noe lavere enn for tilsvarende periode i 2007. I desember isolert var ordreinngangen 26 % lavere enn i samme måned i 2007. Dette bekrefter at svekkelsen i selskapets markeder tiltok mot slutten av 2008. Til tross for finanskrisen og mørke skyer for konsumentenes forbruk, økte Ekornes

omsetningen med 3,9 % i 2008. I tabell 2.4 under ser vi oversikten over utviklingen i omsetningen i de ulike markedene.

Som vi ser av tabell 2.4 økte Ekornes sin omsetning med 21,7 % i Mellom-Europa. Dette til tross for at Ekornes anslår den generelle veksten i markedet til 2-4 %. Dette signaliserer at Ekornes har økt sine markedsandeler betydelig i Mellom-Europa, og da især i Tyskland. Trenden i Sør-Europa er også positiv, mens for UK/Irland er omsetningen stabil. Norge, Japan, Norden og USA er nedgangen markant. Bare i Finland isolert ble omsetningen redusert med 27,2 % (årsrapport Ekornes, 2008).



Tabell 2.4 – Endring i omsetning fra 2007 til 2008

Til tross for økt omsetning i 2008, samt en svært positiv ordreinngang og omsetning for januar 09, ser ikke Ekornes lyst på fremtiden, da den internasjonale finanskrisen har forverret seg kraftig siste halvår av 2008. Det har påvirket de internasjonale møbelmarkedene i negativ retning, og det forventes at utviklingen vil fortsette gjennom 2009 (e24.no).

### ***2.2.9.1 Kapasitetstilpasning***

Ekornes var tidlig ute med ulike tiltak for å tilpasse fremtidig etterspørsel med produksjonskapasiteten. 04.12.08 gikk de ansatte ved Ekornes med på å gå over til 4 dagers uke frem til utgangen av februar 09. I børs melding av 8. januar meddelte Ekornes

om kapasitetsreduksjon og omstruktureringer innen begge sine virksomhetsområder (4 dagers uke, ekornes.no). 23. januar 08 vedtok styret i Ekornes nedleggelse av fabrikken på Stranda og flytter med dette eksisterende produksjon til fabrikken på Hareid. Som en konsekvens av nedleggelsen av fabrikken mister 67 ansatte jobben. Ekornes har også sett seg nødt til å redusere antall årsverk med ytterligere 12 ansatte, totalt 180 personer, samt permittere 80 personer. Oppsummert fører dette til en reduksjon i produksjonskapasitet for Stressless®, Ekornes® Collection og Svane®-madrasser.

I tillegg avskaffer Ekornes sitt bonussystem for ansatte fra og med 2009.

Utfallet av tiltakene er at Ekornes står igjen med 1300 ansatte og 6 produksjonsanlegg.

## ***2.3 Presentasjon av konkurrentene***

Som representanter i bransjeanalysen vi tatt for oss den italienske møbelprodusenten Natuzzi S.p.A, samt to norske konkurrenter; herunder Hjellegjerde ASA og Brunstad AS. De to sistnevnte har i likhet med Ekornes sitt utspring i Sykkylven i Møre og Romsdal.

### ***2.3.1 ASA Natuzzi S.p.A.***

Natuzzi S.p.A, heretter Natuzzi, ble etablert i 1959 og ble notert på New York Stock Exchange i 1993. Natuzzi designer, produserer og selger sofaer, lenestoler og soverommøblement. Natuzzi har to virksomhetsområder hvor The Natuzzi brand er et høykvalitetsprodukt som selges til høyprissegmentet. Det andre virksomhetsområdet er The Italsofa brand som er kvalitetsmøbler tilpasset i mellomprissegmentet. Natuzzis strategi er å hente ut fortjeneste på høyprisproduktene, og samtidig konkurrere om markedsandeler med lavpriskonkurrenter ved å konkurrere på pris. Natuzzi er Italias største møbelprodusent, og er et stort internasjonalt konsern, med salg gjennom franchise selskapet Divani & Divani by Natuzzi og øvrige forhandlere i 123 land over alle fem kontinenter. Merkevaren finnes også i Norge, hvor selskapet benytter forhandleren Living.

I følge Natuzzi har de følgende konkurransefortrinn som gjør dem til Italias ledende møbelkonsern: Stilren design, Italiensk kvalitetshåndverk og en avansert vertikalt integrert produksjonsprosess ved fremstilling av sine produkter.

Natuzzi produserer 100 % av sine produkter gjennom tredjepart. Av dette produseres 37 % i Italia, og resterende i lavkostland som Romania, Brasil og Kina. Natuzzi ser produksjon i



lavkostland som en ren nødvendighet for å holde produksjonskostnadene nede ([www.natuzzi.com](http://www.natuzzi.com)). I følge Natuzzi kan tapet i 2008 skyldes svakt forhandlernet internasjonalt samt overkapasitet ved fabrikklegg i Sør-Amerika. Dette kommer i tillegg til den økonomiske krisen.

<b>Natuzzi S.p.A., 1000 Euro</b>					
<b>År</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Driftsinntekter</b>	753 434	669 926	735 439	634 402	666 000
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	40 673	-13 203	16 528	-44 240	-31 977
<b>Egenkapital</b>	487 933	473 025	478 842	411 597	345 300
<b>Totalkapital</b>	673 227	664 938	674 674	617 469	539 100
<b>Netto driftsmargin</b>	0,054	-0,020	0,020	-0,073	-0,047
<b>EK-rentabilitet</b>	0,086	-0,029	0,030	-0,105	-0,085

Tabell 2.5 – Nøkkeltall Natuzzi S.p.A

### **2.3.2 Hjellegjerde ASA**

Hjellegjerde ASA, heretter Hjellegjerde, har siden 1946 vokst fra å være en liten familiedrevet virksomhet til et stort internasjonalt konsern. Hjellegjerde har mellom- og høyprissegmentet som målgruppe og har visjoner om å bli Norges største møbelkonsern. I 1997 ble selskapet børsnotert.

Virksomheten er organisert ut fra tre hovedområder; Salgskontor verden over, produksjon i Norge, Litauen og i Thailand (totalt tre fabrikker), og Hjellegjerde Eiendom AS. Ifølge tall fra årsrapporten 2007 har Hjellegjerde 575 ansatte hvorav 409 er ansatt i utlandet.

Hjellegjerde har fra år 2002 til 2007 brukt betydelige ressurser på omstrukturering for å styrke seg i forhold til den tiltagende konkurransen i markedet. Fokusområder har vært å skaffe på plass en ny ledelse som innehar de rette kvalifikasjonene for å kunne jobbe mot de langsiktige målene i Hjellegjerde. Omstruktureringen har også omfattet produktkvalitet, logistikk, personalledelse og økonomisk styring. Som en konsekvens av omstruktureringen og de betydelige midlene dette har krevd, har Hjellegjerde vært igjennom en refinansiering i starten av 2008.

Selskapet jobber nå målrettet med sin merke- og produktstrategi, og kan skilte med kjente internasjonale merker som Fjords®, Dsigned® og Scansit®. Hjellegjerde har bevisst rettet

seg mot internasjonale markeder, og i dag går over 70 % av omsetningen til eksport. ([www.hjellegjerde.no](http://www.hjellegjerde.no))

Hjellegjerde anser følgende faktorer som sine konkurransefortrinn; merke- og produktstrategi, teknologi og håndverk.

<b>Hjellegjerde ASA, 1000 NOK</b>					
<b>År</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<i>Driftsinntekter</i>	493 900	469 500	469 582	427 341	353 170
<i>Nettoresultat til egenkapital</i>	12 874	-8 990	-2 310	-36 766	-79 377
<i>Egenkapital</i>	163 300	147 626	155 660	123 295	54 616
<i>Totalkapital</i>	326 400	325 000	347 627	356 684	329 638
<i>Netto driftsmargin</i>	0,039	-0,013	0,007	-0,054	-0,113
<i>EK-rentabilitet</i>	0,090	-0,058	-0,009	-0,280	-0,652

Tabell 2.6 – Nøkkeltall Hjellegjerde ASA

### 2.3.3 Brunstad AS

Brunstad AS, heretter Brunstad er en møbelprodusent innen stoppmøbel markedet.

Brunstad er i likhet mange møbelbedrifter på Sunnmøre og Norge for øvrig, en familiebedrift som har vart over flere generasjoner. Foretaket er noe mindre i størrelse enn de andre selskapene i bransjeanalysen, og således et unotert aksjeselskap. Brunstad opererer i samme prissegment som Ekornes, Hjellegjerde og Natuzzi.

Brunstad eksporterer i all hovedsak til Storbritannia, Vest-Europa og Skandinavia.

I følge selskapets nettside er deres visjon å lage kundenes drømmemøbel.

([www.brunstad.no](http://www.brunstad.no)) Brunstad reklamerer med at du kan bygge din egen sofa og er kjent for produksjon av kvalitetssofaer og andre sittemøbler ([www.toppersider.no](http://www.toppersider.no)).

Brunstad ser på følgende faktorer som sine konkurransefortrinn; design, godt håndverk og riktig stoff.

<b>Brunstad AS, 1000 NOK</b>					
<b>År</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<i>Driftsinntekter</i>	116 776	136 811	163 883	180 871	182 680
<i>Nettoresultat til egenkapital</i>	1 445	4 725	10 015	9 124	8 247
<i>Egenkapital</i>	9 913	13 083	22 653	27 808	31 834
<i>Totalkapital</i>	30 858	40 409	58 558	57 885	61 911
<i>Netto driftsmargin</i>	0,016	0,039	0,061	0,052	0,052
<i>EK-rentabilitet</i>	0,183	0,512	0,674	0,443	0,287

Tabell 2.7 – Nøkkeltall Brunstad AS

## ***3 Valg av verdsettelsesteknikk***

### ***3.1 Verdsettelsesteknikker***

Når en skal verdsette et selskap finnes det i hovedsak tre teknikker å velge blant; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Disse teknikkene er ikke alternativer til hverandre men snarere supplement, da flere verdsettelsesmetoder samtidig kan gi et bedre estimat på selskapets verdi. Vi vil i oppgaven ta utgangspunkt i en valgt hovedteknikk for verdsettelsen av Ekornes, og videre supplere med andre teknikker som vi vil finne hensiktsmessig for analysen. Før vi gjør dette, skal vi kort presentere de tre ulike teknikkene. Teorien i dette kapitlet er hentet fra forelesninger i faget BUS 425 ved Norges Handelshøyskole.

#### ***3.1.1 Fundamental verdsettelse***

Fundamental verdsettelse er en verdivurdering basert på analyse av underliggende forhold og utarbeidelse av prognosetall. Teknikken benytter budsjetterte kontantstrømmer neddiskontert til dagens verdi, og man søker å finne det beste estimatet på bedriftens reelle verdi. Med det mener man den verdien en ville hatt om en kjente riktig diskonteringsrate, og kunne med sikkerhet estimere fremtidige kontantstrømmer korrekt. Dette estimatet avhenger blant annet av hvor stabile framtidsutsikter en har, og hvor lenge bedriften har operert i bransjen. Teknikken kan deles inn i to metoder; egenkapitalmetoden, og selskapskapitalmetoden. Ved egenkapitalmetoden foretar man en direkte verdsettelse av egenkapitalen, nærmere bestemt nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen, summert med en eventuell superprofitt/superprofittvekst. Selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte, hvor verdien av egenkapital er verdien av selskapskapital fratrukket verdien av gjeld og minoritet. Innen hver metode finnes fire ulike verdsettelsesmodeller; utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Ved konsistent bruk vil alle modellene alltid gi samme verdiestimat.

#### ***3.1.2 Komparativ verdsettelse***

Denne type verdsettelse går ut på å sammenligne selskapets nøkkeltall og størrelser med sammenlignbare selskaper, og er et godt supplement til fundamental verdivurdering. Ved direkte komparativ verdsettelse blir egenkapitalen til en virksomhet sammenlignet med børsverdien til tilsvarende virksomheter via multiplikatormodell. Av de mest vanlige

multiplikatorer er blant annet forholdet pris/bok og pris/fortjeneste. Indirekte komparativ verdsettelse utføres ved at en bruker multiplikatormodellen for å sammenligne selskapskapitalen til virksomheten med tilsvarende virksomheters selskapskapital.

En alternativ indirekte metode er substansverdimodellen, hvor en sammenligner eiendelene med markedsverdien til tilsvarende eiendeler, og deretter trekker ut gjelden for å finne substansverdien på egenkapitalen.

I praksis er komparativ verdsettelse den teknikken som er mest benyttet. Dette har nok sammenheng med at den er enkel og mindre kostbar enn fundamental verdsettelse.

### ***3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse***

I likhet med komparativ er også opsjonsbasert verdsettelse et godt supplement til fundamental verdsettelse. Her tar man utgangspunkt i fundamental verdi og søker eksplisitt å bygge inn verdien av fleksibilitet. Denne fleksibiliteten identifiseres vanligvis ved å finne verdien av en eller flere realopsjoner som bedriften innehar. En realopsjon er en rett, og ikke en plikt til å kjøpe eller selge en netto driftseiendel innen eller på et gitt tidspunkt i fremtiden til en pris som er avtalt på forhånd. Eksempler på realopsjoner er verdien av å kunne ekspandere, vente eller nedskalere.

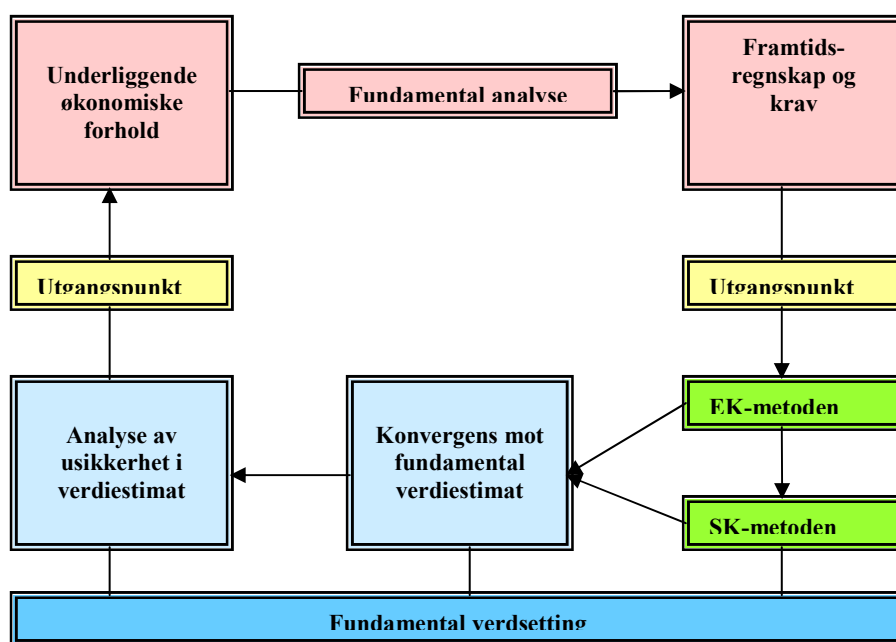
## ***3.2 Valg av hovedteknikk***

For at estimatet på verdien av selskapets egenkapital skal være så korrekt som mulig, må en ved valg av verdsettelsesmetode, ta hensyn til hvilke data en har om virksomheten. Dette gjelder spesielt hvilken fase i livssyklusen og hvilken bransje bedriften befinner seg i, samt avgjørelsen om fortsatt drift eller avvikling. Virksomheter i introduksjons- eller vekstfasen bør først og fremst verdsettes ved komparativ og opsjonsbasert verdsettelse, og primært komparativ, da tilgangen på fundamental informasjon er dårlig. I en tilbakegangsfase, hvor det er fare for konkurs er også komparativ verdsettelse i form av substansverdimodellen å foretrekke, eventuelt opsjonsbasert da en kan finne verdien til opsjonen å stenge av. En bedrift i en moden fase, eller ved lønnsom tilbakegang, vil vanligvis verdsettes ved en fundamental verdsettelsesteknikk, da dette er den primære teknikken for virksomheter med god tilgang på informasjon om underliggende fundamentale forhold. Her kan de andre teknikkene være gode supplement for å videre vurdere riktigheten ved estimatet.

Ekornes har drevet sin virksomhet siden 1940-tallet, og er per i dag et veletablert konsern i en moden fase av sin livssyklus. Til tross for nedgang og spirende usikkerhet i bransjen, er

Ekornes en solid bedrift som med høy sannsynlighet kommer til å fortsette sin drift i de kommende år. Vi har også god tilgang på informasjon om bedriften, og på bakgrunn av ovennevnte velger vi derfor å benytte oss av fundamental verdsettelse som hovedteknikk i vår analyse av Ekornes. Videre velger vi å supplere med en komparativ verdsettelsesteknikk for å søke ytterligere informasjon om bedriftens økonomiske situasjon.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Modell 3.1 – Rammeverk fundamental verdsettelse

Å foreta en fundamental verdsettelse av Ekornes er en omfattende prosess basert på offentlig informasjon, og års- og delårsrapporter fra virksomheten. I første del av analysen foretas en ekstern bransjeorientert og en intern ressursbasert analyse for å opparbeide kvalitativ innsikt om de underliggende økonomiske forhold i virksomheten, herunder strategisk risiko og prestasjon. Videre foretas en regnskapsanalyse, for å opparbeide kvantitativ innsikt om disse forholdene. Et omgruppert, normalisert og justert regnskap legger grunnlaget for tallfestede anslag over risiko og prestasjon. På bakgrunn av den kvalitative og kvantitative analysen utarbeides budsjett og fremtidsregnskap, hvor en fokuserer på verdidriverne, egenkapitalrentabiliteten, egenkapitalveksten og egenkapitalkravet. Når fremtidsregnskapet er konstruert, velges egenkapitalmetoden eller

totalkapitalmetoden for å beregne estimatet på bedriftens verdi. Verdiestimatet som fremkommer av verdsettelsen gir en pekepinn for fremtidig handling eller økonomiske avgjørelser.

## ***4 Strategisk analyse***

En strategisk analyse er et styringsverktøy som gir kvalitativ innsikt om underliggende økonomiske forhold i en bedrift. Denne innsikten legger grunnlaget for videre vurdering av organisasjonens drift, herunder budsjettering og fremtidsregnskap. Bedriftens strategiske posisjon avhenger av rentabiliteten i selskapet internt og forholdsmessig i bransjen, og hvorvidt bedriften evner å generere en rentabilitet høyere enn kravet.

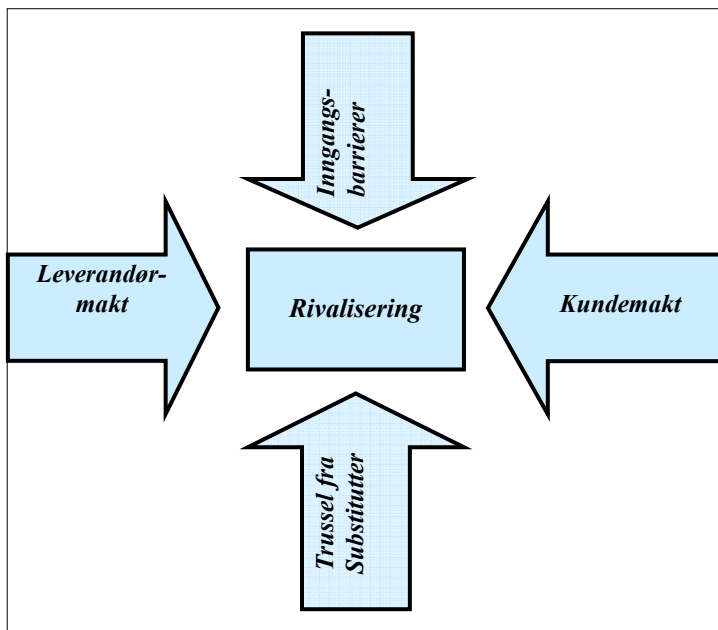
Med utgangspunkt i innsamlet informasjon ønsker vi å kartlegge Ekornes' strategiske posisjon i det konkurransemiljøet de opererer i, og forsøke å identifisere hva som gjør Ekornes til den sterke konkurrenten de er i dag, samt hvilke utfordringer de måtte stå overfor i fremtiden. Analysen bygges opp på grunnlag av SWOT-modellen (Hill & Jones 2001/Barney, 2002) som søker å kartlegge strategiske styrker (Strengths) og svakheter (Weaknesses) ved et selskap, og hvilke muligheter (Opportunities) og trusler (Threats) det eksterne miljøet består av.

### ***4.1 Ekstern analyse***

I første del av analysen tar vi for oss de eksterne konkurranseforholdene til Ekornes, og ser på hvilke faktorer som karakteriserer selskapets nære omgivelser. Vi har valgt å ta utgangspunkt i Porters modell om konkurransekraftene (Kotler, 2004) som fokuserer på fem hovedkrefter som kan påvirke bedriftens prestasjonsevne i et marked. Hensikten er å kartlegge i hvilken grad Ekornes har bransjemessige fortrinn som gir grunnlag til markedsrett og profit.

#### ***4.1.1 Porters modell om konkurransekraftene***

Hovedkreftene i modellen er som vist i figur 5 og har følgende fem elementer; potensielle inntrengere i bransjen, rivalisering i bransjen, leverandørmakt, kundemakt og substitutter.



Modell 4.1, Porters konkurransekrefter

Disse fem konkurransekreftene vil påvirke lønnsomheten for bedriftene i bransjen i ulik grad, avhengig av bransjens utvikling og omgivelsene ellers. Ved å identifisere styrken på de ulike kreftene, tilegner bedriften seg informasjon om hvilke trusler og utfordringer den står overfor, og kan følgelig avgjøre hvilke tiltak som er nødvendige for å forbedre eller beskytte sin strategiske posisjon.

#### ***4.1.1.1 Kundenes forhandlingsmakt***

I en forhandlingssituasjon vil det alltid eksistere et visst konkurranseforhold mellom leverandører og deres kunder, da aktørene ofte har ulike forestillinger om pris, kvalitet og grad av service. En kundegrupes forhandlingsposisjon vil være sterk i situasjoner hvor det er mange tilbydere og kundene er få og store, samt i tilfeller hvor leverandørens produkter er standardiserte eller udifferensierte (Besanko et al, 2004).

Ekornes distribuerer sine merkevarer gjennom solide og selektivt utvalgte møbelkjeder (årsrapp.07), noe som inkluderer Møbelringen, Living og frie forhandlere. Møbelkjedene og forhandlerne er Ekornes eneste kanal ut mot hjemmemarkedet for salg av møbelprodukt. I de samme kjedene selges også produkter fra de fleste andre aktører innen møbelbransjen. Det faktum at det er relativt få store nasjonale møbelkjeder i Norge fører til hard kamp om plassering og promotering blant de ulike tilbyderne. For å posisjonere seg

og bli prioritert hos sine forhandlere, har Ekornes som ett av sine mål at de skal være den leverandøren som skaper best lønnsomhet for sine forhandlere (årsrapport 07).

Også internasjonalt er det svært viktig for produsentene i møbelbransjen å ha tilgang til de gode forhandlerne. Satser en produsent på å opprettholde, eventuelt utvide sine markedsandeler spiller forhandleren en viktig rolle. Som vi ser av tabell 2.3 over har ikke Ekornes lyktes med dette i blant annet Sverige og Finland, hvor de har opplevd en markant nedgang i omsetningen. Dette viser at forhandlerne er en sentral aktør for at Ekornes skal lykkes, og de jobber kontinuerlig med optimalisering av distribusjonsstrukturen både nasjonalt og internasjonalt.

Møbelkjedene og forhandlerne er i en bransje som er svært konjunkturutsatt, samtidig som at møbelbransjen generelt sett har slitt med lønnsomheten. Forhandlerne opererer med svært lave marginer og ønsker derfor å tiltrekke seg produsenter med merkenavn som har god omløpshastighet, samtidig som de gir forhandleren god provisjon.

Som nevnt tidligere gir Ekornes en av bransjens høyeste marginer til forhandlerne, og ønsker med dette å fremstå som en lønnsom og ettertraktet leverandør. I tillegg til gode marginer leverer også Ekornes velrenommerte merkenavn som historisk sett har hatt høy omløpshastighet. Ekornesproduktene har også vist seg å holde en stabil omsetning selv i perioder med konjunktursvingninger. Ut i fra dette oppleves Ekornes som en viktig kunde for forhandlerne.

### ***Oppsummering kundens forhandlingsmakt***

Som vi ser over er forhandlingsmakten mellom Ekornes og kunden balansert. Begge aktørene står over et visst avhengighetsforhold til hverandre. Vi påstår allikevel at Ekornes med bakgrunn i kjente merkenavn og gode marginer til kunden sitter med hovedtyngden av makten i dette forholdet. I så måte kan vi si at Ekornes har et varig strategisk fortrinn. Et viktig poeng i dette er at Ekornes har økonomisk kapasitet til å betale ”over pris”, hvilket ikke er tilfellet for de fleste av konkurrentene, noe som fører til at Ekornes blir en foretrukket leverandør.



#### ***4.1.1.2 Leverandørenes forhandlingsmakt***

Under visse betingelser kan leverandørene presse overskuddet ned i bransjen.

Leverandørene har stor forhandlingsmakt dersom leverandørgruppen domineres av få bedrifter og er mer konsentrert enn bransjen den selger til, leverandørens produkter er differensierte, og leverandørens produkt er en viktig produksjonsfaktor i kundens bedrift (Besanko et al, 2004).

På grunn av dagens industrielle globalisering opplever norske underleverandører i møbelindustrien en økende konkurranse, både seg i mellom, og ikke minst fra billigere utenlandske alternativer. I følge Egil Sundet i Møbelindustrien har importen av møbler til Norge mer enn doblet seg de siste 11 årene. En del av denne veksten skyldes hele møbler, men hovedtyngden skyldes møbelprodusentenes import av møbeldeler. I 2006 importerte norske produsenter møbeldeler for 1,8 milliarder kroner og eksporterte hele møbler for 2,6 milliarder ([www.tu.no](http://www.tu.no)),([www.nho.no](http://www.nho.no)).

Ekornes har som mål at de til enhver tid skal ha minimum 2-3 aktuelle eller potensielle underleverandører innenfor de strategisk viktigste innsatsfaktorene, hvor dette er mulig og hensiktsmessig (årsrapport 2007). På samme tid produserer Ekornes deler av sine underkomponenter selv, og har blant annet anlegg for skumplastproduksjon gjennom datterselskapet J.E. Ekornes AS ved avdelingene Ikornnes og Ekornes Fetsund AS. Som tidligere nevnt er Ekornes en av Nordens største møbelprodusenter og vil være en attraktiv kunde for de ulike produsenter av innsatsfaktorer. Ekornes har gjennom egen produksjon og en bevisst strategi på flere potensielle leverandører satt seg i en posisjon hvor de sitter med hovedtyngden av forhandlingsmakten.

Som vi ser av tallene over importerer norske produsenter en betydelig del av sine innsatsfaktorer. Vi må derfor anta at det ikke bare er Ekornes som setter leverandørene opp mot hverandre, men at dette gjelder bransjen generelt.

#### ***Oppsummering leverandørenes forhandlingsmakt***

Ut ifra drøftelsen over, og det faktum at produsentene av møbler kan velge å produsere deler eller hele møbelet selv, eller importere møbeldeler for montering, kan vi fastslå at leverandørene ikke sitter med forhandlingsmakten alene. Møbelprodusentene har flere alternativer når det gjelder anskaffelse av innsatsfaktorer, med store deler av verden som

arena. Dette gjelder ikke spesielt for Ekornes, men for hele bransjen, og vi velger derfor å definere dette området til å være en strategisk fordel for Ekornes.

#### ***4.1.1.3 Trusselen fra nyetableringer***

En ny aktør i markedet ønsker å vinne markedsandeler fra etablerte aktører. Dette kan føre til prispress eller økte kostnader på grunn av at konkurransen intensiveres, noe som igjen fører til redusert lønnsomhet for de allerede eksisterende aktørene. For å beskytte seg mot nyetableringer kan de etablerte aktørene skape eller forsterke etableringshindre. Eksempler på etableringshindre kan være stordriftsfordeler hos de etablerte aktørene, etablerte merkenavn, teknologiske barrierer eller begrenset adgang til distribusjonskanaler som følge av kjededannelser (Besanko et al, 2004).

#### ***Nasjonalt***

Møbelbransjen i Norge består i hovedsak av mange små og mellomstore bedrifter, samt noen få store aktører. Mange av de etablerte aktørene i markedet har lang erfaring i bransjen. Samtidig har aktørene fokusert på effektivisering de senere år, noe som har ført til en betydelig oppgradering av infrastrukturen i bedriftene. Dette medfører et krav til store kapitalinvesteringer for nyetablerere i bransjen for at de skal være konkurransedyktige. Skal de ha muligheter i møbelmarkedet må de enten fokusere på ytterligere effektivisering, noe som innebærer høye oppstartskostnader, eller nisjeproduksjon.

Skulle en inntrenger lykkes i sitt fremstøt ser vi av regnskapene til de aktuelle norske aktørene at de har egenkapital til å føre en viss form for priskrig for å presse eventuelle nykommere ut av markedet. Vi ser at dette gjelder spesielt for Ekornes som har en svært god økonomisk ryggrad.

#### ***Internasjonalt***

I kapitlet over om leverandørmakt ser vi at det fra leverandørsiden er en stadig økende konkurranse internasjonalt om norske kunder. Dette gjelder også i markedet for nyetableringer. I denne oppgaven har vi valgt å fokusere på den italienske produsenten Natuzzi som operer i det samme segmentet som Ekornes. Natuzzi er bare ett av en lang rekke store møbelprodusenter som konkurrerer i dette markedet. Norge er ett høykostland, noe som også gjenspeiler seg i prisen som oppnås for ulike produkter. Omsetningsvolumet

vil på grunn av lav befolkning være lavere enn i de fleste andre europeiske land, men avkastningen på produktene vil kunne kompensere noe for dette. Det vil også være knyttet store utfordringer rent økonomisk for å utkjempes en eventuell priskrig mot enkelte av de internasjonale møbelkonsernene, da de er økonomisk overlegne i forhold til de norske.

### ***Oppsummering trusselen fra nyetableringer***

I en bransje med dalende vekst og lave marginer vil det ikke på nåværende tidspunkt være spesielt attraktivt å etablere seg i møbelindustrien. Med tanke på de høye investeringskostnadene som kreves, samt rivaliseringen om kundene mellom de allerede etablerte aktørene finner vi det ikke sannsynlig at det vil være en stor grad av inntrengere på markedet verken nasjonalt eller internasjonalt.

For en ny aktør som ønsker innpass i markedet vil det være vanskelig å konkurrere om markedsandeler med disse veletablerte merkenavnene i ett allerede presset marked.

Vi anser ikke nyetableringer i markedet som en trussel i dagens situasjon, men forventer at dette bildet vil gradvis endres i fremtiden.

### ***4.1.1.4 Trusselen fra substitutter***

Med substitutter menes produkter som dekker samme eller tilnærmet samme behov, det vil si produkter som erstatter hverandre. Dersom det finnes direkte substitutter er dette en sterk konkurransemessig trussel fordi de vil redusere etterspørselen etter bransjens produkter, samtidig som konkurransen om pris vil øke.

For møbelbransjen og spesielt det produktspekteret som Ekornes opererer innenfor, kan vi ikke se at det finnes noen direkte substitutter. Som tidligere nevnt jobbes det kontinuerlig med produktutvikling innad i bransjen, og en må være oppmerksom på muligheten for at konkurrentene kan utvikle helt nye løsninger både i forhold til produksjonsteknologi, funksjonalitet og materialer.

Det vil imidlertid være mange som vil vurdere produkter fra bedrifter som opererer i lavprissegmentet, som for eksempel IKEA og Bolia, opp mot Ekornes sine dyrere produkter når de står overfor et eventuelt kjøp. IKEA, som i tillegg til møbler, også trekker til seg kunder ved salg av småting til husholdningen, står for eksempel for om lag 30

prosent av møbelbransjens omsetning i Norge og vel 60 prosent av omsetningen i de kommunene der de er lokalisert ([www.mobeloginterior.no](http://www.mobeloginterior.no)).

Med sine store markedsandeler kombinert med lave priser, vil IKEA ha en dempende effekt på prisøkningen i bransjen ([www.klikk.no](http://www.klikk.no)). Kommunikasjonsrådgiver i IKEA Norge påpeker at interiørgiganten har tradisjon for å vinne markedsandeler i dårlige tider.

### ***Oppsummering substitutter***

Som nevnt tidligere er det ingen direkte substitutter til møbelbransjen i dag. Vi velger derimot å definere lavprisprodukter som ett mulig substitutt til de dyre merkene Ekornes fører. Som vi nevnte over har blant annet IKEA for vane å kapre markedsandeler i dårlige tider. Dette gjelder både nasjonalt og internasjonalt hvor blant annet IKEA stadig etablerer nye utsalg. Dette medfører at vi kan se på substitutter i form av lavpriskjeder som en mulig trussel i dagens marked.

### ***4.1.1.5 Rivalisering mellom etablerte aktører***

I tilfeller med lav bransjevekst vil en oppleve stor grad av rivalisering innad i bransjen, da konkurrentene forsøker å ta markedsandeler fra hverandre. Det samme gjelder i bransjer hvor det er liten grad av produktdifferensiering, høyt antall konkurrenter, eller hvor forholdet mellom konkurrentene er i likevekt. Høy grad av rivalisering kan redusere profitten i bransjen gjennom for eksempel priskrig, hyppige lanseringer av nye produkter og høye markedsføringskostnader (Besanko et al, 2004). I motsatt tilfelle, hvor en har lav grad av rivalisering i bransjen, vil bedriftene ha gode muligheter til å øke priser og profit.

### ***Rivalisering - kamp om andelene***

Med rivalisering mener vi striden om markedsandelene mellom de ulike aktørene både nasjonalt og internasjonalt i møbelbransjen.

I tilfellet Ekornes er konkurransebildet sammensatt av mange mindre og mellomstore leverandører, hvor mange av disse er fra Asia (årsrapport Ekornes 2007). Som tidligere nevnt har økt internasjonal konkurranse kombinert med et generelt høyt kostnadsnivå i Norge gitt møbelindustrien store utfordringer. Vi velger derfor å dele opp denne seksjonen i nasjonal og internasjonal rivalisering.

### ***Nasjonal rivalisering***

På den nasjonale arenaen er det som tidligere nevnt en intens rivalisering når det gjelder plassering og prioritet fra møbelkjedene og forhandlerne side. Vi har tidligere beskrevet hvordan Ekornes ved hjelp av sin gode økonomi og sterke merkenavn er i stand til å bli prioritert hos de nevnte forhandlerne. Et godt eksempel på den nasjonale rivaliseringen er Tine meieriers kamp for å holde Synnøve Finden borte fra hyllene i Rema 1000. På det nasjonale markedet vil et positivt renommé og de sterke merkenavnene som Ekornes besitter, være et viktig konkurransefortrinn og en nøkkelfaktor for Ekornes` strategiske posisjon i dagens marked.

I konkurransesituasjonen i møbelbransjen benyttes det som tidligere nevnt også mindre hederlige metoder for å fremme egen posisjon, nemlig kopiering av suksessfulle produkter eller markedsformer. Disse aktørene sparer da utgifter på nyutvikling, og kaprer markedsandeler på vegne av de som har lagt midler i prosessen. Når Ekornes har hatt suksess over lang tid finnes det flere produsenter både i inn- og utland som legger seg svært nær opp til Ekornes på alt fra produktutseende og funksjonalitet, via shop-in-shop løsninger i butikkene og opplæringsprogram for selgere til merkenavn og helt ned til utseende og klesfarge på fotomodellene i markedsmateriellet (Raabe, smp.no)

### **Internasjonal rivalisering**

Ekornes har ifølge sin årsrapport fra 2007 en aktiv holdning til beskyttelse av sine tekniske løsninger, design og merkenavn, og har registrert disse immaterielle rettighetene i mer enn 40 land. Intensjonen er å konsekvent følge opp eventuelle overtredelser, og Ekornes har gjennom aksjon mot kinesiske produsenter allerede fått flere til å avslutte produksjon av Stressless® kopier.

I likhet med den nasjonale kampen om plasseringen hos forhandlerne utspiller denne rivaliseringen seg også på den internasjonale arenaen. Som vi kunne se av omsetningstallene fordelt på marked over, har Ekornes ikke lyktes med dette i blant annet Sverige og Finland. I disse markedene er det Ekornes som er inntrengeren, og vil på samme måte som en inntrenger i Norge oppleve sterk konkurranse fra de allerede etablerte aktørene i det aktuelle markedet.

Administrerende direktør Nils Fredrik Drabløs i Ekornes tror at kundene vil dra fordel av økt konkurranse og et strammere møbelmarked, i form av flere tilbud og aktiviteter. Han

understreker likevel at Ekornes ikke har noen spesielle prisendringer på gang per januar 2009 ([www.klikk.no](http://www.klikk.no)).

### ***Oppsummering rivalisering***

Som vi ser over er det en noe ulik situasjon i den nasjonale og den internasjonale rivaliseringen. Den nasjonale rivaliseringen består i all hovedsak av kampen om god plassering og høy prioritet hos forhandlerne. På den internasjonale arenaen har produsentene, deriblant Ekornes, med ett godt renommé og kjente varenavn blitt utsatt for en økende grad av kopiering. Kopiproduktene blir solgt på markedet til priser som er lavere enn originalen.

Under dette avsnittet har vi avdekket at Ekornes har en fordel på hjemmemarkedet i forhold til konkurrentene på grunn av sin solide økonomi og kjente merkenavn.

Internasjonalt ser vi ikke at Ekornes kan benytte seg i like stor grad av økonomien som middel i kampen om markedsandeler, da flere av de internasjonale aktørene er økonomisk større enn Ekornes. Når det gjelder varenavnene til Ekornes vil disse være en strategisk fordel også internasjonalt da som nevnt tidligere Stressless er et av verdens mest kjente varemerker innen møbelindustrien.

#### ***4.1.1.6 Oppsummering og innsikt fra eksternanalysen***

Som vi har sett gjennom drøftelsen av eksternanalysen over er det flere krefter som påvirker Ekornes. Å utkrystallisere et element som påvirker mer enn andre kan være vanskelig, da det er avhengig av hvilken kontekst vi ser problemstillingen fra. Ser vi det fra dagens marked med konjunkturedgang og ett presset nasjonalt marked, kan det virke som om den største trusselen for Ekornes er de andre norske produsentene, i vår oppgave representert ved Hjellegjerde og Brunstad. De er alle rivaler om å få de samme forhandlerne som kunder, og plasseringen i lokalene blir mer og mer sentralt for å opprettholde markedsandelen. På dette området ser det for øyeblikket ut til at Ekornes er den produsenten med den største markedsmakten gjennom sine kjente merkevarer og gode avkastning til kunden.

Det internasjonale markedet er i minst like stor grad som det norske preget av finanskrisen, men her møter Ekornes flere utfordringer. Som tallene fra Sverige og Finland viser, har ikke Ekornes samme markedsakt i disse landene som i Norge, og klarer dermed ikke å

forhandle seg frem til den beste promoteringen hos de beste forhandlerne. Det blir også lenger sør og vest i Europa stilt høyere krav til kapital for å lykkes som inntrenger i markedet. Videre har Ekornes som andre produsenter av kjente merkevarer opplevd en stor grad av kopiering av produktene. Noe som gjør at de i visse områder blir utkonkurrert av billige imitasjoner av sine egne produkt.

Ekornes står også ovenfor en reell trussel fra substituttprodukter levert for lavprissegmentet. I denne sammenheng må IKEA nevnes spesielt. Lavere forbruk blant sluttbruker gjenspeiler seg også i møbelbransjen. Sluttbruker er mer tilbøyelig til å velge lavprisprodukter istedenfor høypris produkter levert av Ekornes.

Det som likevel må sies å være den røde tråden i eksternanalysen, er de kjente merkenavnene Ekornes produserer. Som nevnt er Stressless et av verdens mest kjente merkenavn innen møbelindustrien, og er også et anerkjent merke blant forbrukere verden over. Dette gjør at Ekornes står sterkt i hjemmemarkedet sitt med en viss grad av både leverandør og kundemakt. Når det gjelder rivaliseringen er dette også ett område de sitter med maktmajoriteten mye grunnet omløpshastigheten på produktene og selskapets gode økonomi.

Internasjonalt vil Ekornes i de fleste markeder oppleve å bli oppfattet som en inntrenger, men med bakgrunn i de kjente merkevarene antar vi at vil få en lettere tilgang til markedet og markedsandeler enn konkurrenter uten de samme sterke merkenavnene.

Med bakgrunn i den eksterne analysen mener vi at Ekornes står sterkt rustet i fremtiden i hjemmemarkedet hvilket tilrettelegger for en viss grad av markedsrett, og ved hjelp av sine strategisk viktige fordeler som merkenavn og økonomi vil de kunne opprettholde samt øke sine aktiviteter i fleste markeder og på denne måten skape profitt.

## ***4.2 Intern analyse***

I andre del av analysen tar vi for oss Ekornes interne ressurser, og søker å definere eventuelle styrker og svakheter innad i foretaket. Analysen tar utgangspunkt i VRIO-analysen, som ser på bedriftens ressurser, og hvorvidt disse kan være med på å skape varige konkurransefortrinn i virksomheten. Ressurser som er 1) verdifulle for kundene (Value), 2) sjelden på markedet eller mellom konkurrentene (Rarity), 3) vanskelige å

imiterere (**I**nimitability) og/eller 4) effektivt organiserte slik at de utnyttes i organisasjonen (**O**rganized) kan være med på å skape varige eller midlertidige konkurransefortrinn, og følgelig danne grunnlaget for superprofitt i foretaket. Ressurser, både materielle og immaterielle, som oppfyller alle de foregående punktene, defineres som foretakets kjernekompetanse. Vi vil samtidig vurdere i hvilken grad den enkelte ressurs har en økonomisk fordel for Ekornes. Vi vil avslutningsvis oppsummere analysen i en tabell.

### ***4.2.1 VRIO - analyse***

VRIO – analysen er delt opp i fire nøkkelfaktorer som er avgjørende for om en ressurs skaper en strategisk fordel (Barney, 2002).

#### ***1) Value***

Dersom en ressurs vha kostnadsstruktur, kvalitet, kundeorientering eller innovasjon (produkt eller prosess), skaper en merkbar verdiøkning for selskapet, ansees den som verdifull. Er bedriften i besittelse av en ressurs som ikke kan defineres som verdifull for selskapet, vil den representere en svakhet

#### ***2) Rarity***

Hvis konkurrentene ikke har tilgang på en ressurs som bedriften besitter, i lik mengde og kvalitet, ansees den som sjelden.

#### ***3) Inimitability***

En ressurs er ikke-imiterbar dersom konkurrentene ikke klarer å kopiere, eller erstatte den med et annet produkt som fyller de samme behovene.

#### ***4) Organized***

Ressursen er effektivt organisert dersom bedriften har evner og muligheter til å benytte seg av den slik at den skaper merverdi for selskapet.

Ekornes' viktigste ressurser har vi valgt å dele inn i merkenavn, markedskonsept, design, produktutvikling, produktfordeler, økonomi, teknologi og organisasjonskultur. Under hver kategori søker vi nå å definere Ekornes' viktigste kilde til suksess og videre vil vi prøve å vurdere hvorvidt ressursene er varige konkurransefortrinn for bedriften.



### ***4.2.1.1 Merkenavn***

Ekornes' merkenavn Ekornes®, Stressless® og Svane®, er som tidligere nevnt av de mest kjente varemerkene innen møbelbransjen i Norge, samtidig som Stressless® er det mest kjente møbelmerket i Europa (Ekornes årsrapport 07). Et merkenavn som Stressless® tar lang tid å bygge opp, og lar seg vanskelig imitere. Ved hjelp av sine kjente merkenavn har Ekornes blitt en viktig leverandør for forhandlere.

Merkenavnene står for kvalitet, komfort og design, og som kunde er man trygg på at produktene skal inneha kvaliteter som tilsvarer den prisen en betaler for Ekornes produkter.

I denne VRIO-analysen velger vi å definere merkenavnet som en varig strategisk fordel, da dette har en høy verdi for kundene, er vanskelig å imitere, og er av en sjelden karakter.

### ***4.2.1.2 Markedskommunikasjon***

Ekornes bearbeider sine markeder med en langsiktig og målrettet markedsstrategi, og de jobber konsekvent med å distansere seg fra konkurrentene.

Ekornes har som følge av dette implementert et nytt kommunikasjonskonsept for Stressless i alle sine markeder. Fokuset er å bygge et eierskap til ”komfort”-posisjonen blant sin målgruppe i mellom-høyprissegmentet.

Dette viser at Ekornes er kreativ i sine strategiske valg når det gjelder markedsføring. Vi ser også Ekornes satser ut fra en av sine sterkeste foretningssidéer, -nemlig det å utvikle og produsere produkter som er fremragende med tanke på komfort og funksjon. Dette underbygger Ekornes stødige helhetstenkning. De klarer med dette å skape seg en nisje innen et område som Ekornes historisk sett har vært særlig sterk på. Vi tror at andre aktører vil gjøre forsøk på å kopiere denne formen for kommunikasjon om dette blir en suksessfull prosess, men så lenge Ekornes hele tiden evner å distansere seg fra konkurrentene, vurderer vi markedskommunikasjon som en varig strategisk fordel.

### ***4.2.1.3 Design***

I 2007 lanserte Ekornes lenestolen Stressless® Jazz, og mottok med dette Merket for god design, 12. mars 2008 (Ekornes årsrapport 2008). Ekornes' fokuserer ikke ensidig på design, men tilstreber også at produktene skal inneha høy komfort og høy kvalitet. Dessverre er det et betydelig problem for Ekornes er at andre produsenter kopierer designen på produktene deres. Fordelen er likevel at de kopierte produktene ikke oppnår samme kvalitet og innehar like mye tekniske finesser som Ekornes produktene har.

Ekornes har beskyttet seg mot kopiering i en rekke land, hvilket gjør at det på kort sikt vil være vanskelig å imitere Ekornes' produkter i disse landene. Likevel ligger designen til konkurrenten nært opp mot produktene til Ekornes, og de kan samtidig ta lavere pris enn det Ekornes gjør.

Vi betrakter design som et viktig men midlertidig konkurransefortrinn for Ekornes. Designen er ikke av sjelden karakter, og er på ingen måte vanskelig å kopiere. Det er heller ikke designutviklingen på produktene som utgjør den store forskjellen i forhold til konkurrentene prismessig.

#### ***4.2.1.4 Produktfordeler***

Ekornes sine produkter innehar svært høy kvalitet når det gjelder hud, stoff og funksjonalitet. Skinn til bruk i stopp-produktene er av beste kvalitet, hvilket gjør at komforten er høy og levetiden til produktene er lang.

Når det gjelder funksjonalitet, tilstreber Ekornes seg at deres lenestoler skal være de beste på dette området. Eksempelvis så har Stressless sofa og stol en unik glidefunksjon som en kan tilpasse individuelt til sin kroppsvekt for å få en optimal friksjon. Glidesystemet reagerer lett og behagelig etter kroppsbevegelesene. Stresslessproduktene har også et Plus system som sørger for automatisk riktig støtte til nakke og korsrygg i alle posisjoner. Korsryggstøtten reguleres synkront med nakkestøtten, og gir svært god komfort, både i sittestilling og liggestilling. Samtidig har lenestolene to-punkts understell som gjør stolen både stødigere og tryggere enn andre hvilestoler (Ekornes.no).

Når det gjelder Svane produktene så er disse av like høy kvalitet som de øvrige produktene til Ekornes. En av madrastypene til Svane, er laget av det revolusjonerende materialet IntelliGel. IntelliGel gjør at madrassen ikke komprimeres ved belastning slik som andre madrassmaterialer gjør. Når en celle får en viss belastning, fordeles belastningen på

nabocellene slik at en alltid ligger ergonomisk riktig. Denne madrassen er også allergivennlig.

Dette er produktfordeler som er patenterte og som er vanskelig for konkurrentene å kopiere. De fleste møbelprodusenter kan kopiere ideen om stressless-sofa, men det tar tid å utvikle produksjonssystemer som kan kopiere produktene rent teknisk. Det faktum at Ekornes utvikler produktene kontinuerlig gjør at de hele tiden ligger foran på dette området.

Vi karakteriserer produktfordelene som et sterkt konkurransefortrinn av varig karakter siden det ikke er lett å kopiere de nevnte fordeler. Dette er kvaliteter som har høy verdi for kundene, og er en sjeldenhet i møbelmarkedet. Disse elementene forsvare høy pris på produktene.

#### ***4.2.1.5 Produksjon***

Om ikke Ekornes har en varig strategisk fordel på design, kan dette knyttes til at Ekornes er opptatt av at produksjonsprosessene skal være effektive og lønnsomme. Når det blir utviklet nye design og nye tekniske finesser, er dette tilpasset eksisterende produksjonslinjer. Mer kapitalintensiv produksjon og ”smarte” produksjonsløsninger med få komponenter har gitt økonomiske resultater som har gjort Ekornes levedyktig ([www.nho.no](http://www.nho.no)).

Det har tatt Ekornes mange år å stake ut den best egnede sammensetningen av produkter og produktkomponenter i produksjonen. Ekornes tilpasser seg trendene i markedet ved å videreutvikle allerede veletablerte produkter.

Vi anser produksjonen av et begrenset antall ulike komponenter som en av Ekornes’ sterkeste konkurransefortrinn, da dette er av en varig karakter økonomisk sett. Dette er ikke typisk for møbelbransjen forøvrig, og det vil ta tid å utvikle et tilsvarende produksjonskonsept for konkurrenter som ønsker å kopiere dette.

#### ***4.2.1.6 Økonomi***

Ekornes, som har all sin produksjon i Norge, står overfor en økonomisk utfordring i møte med konkurrenter som produserer i lavkostnadsland, hvor lønninger og materialkostnader er betydelig lavere enn i Norge. Men for gründeren Jens Petter Ekornes har det aldri vært

snakk om dyr eller billig arbeidskraft, men om selve lønnsevnen i bedriften ([www.logistikk-ledelse.no](http://www.logistikk-ledelse.no)). Per 31.12.2008 var konsernets likviditetssituasjon god, med en total disponibel likviditet på NOK 257 mill, (inkl ubenyttede kredittrammer på NOK 108 mill). Samme tid hadde konsernet en totalbalanse på NOK 1 919,8 mill NOK (mot NOK 1 815,6 året før), og en egenkapitalandel etter beregnet skatt, men før eventuelt utbytte for 2008 på 57,5 % (Årsrapport 2008).

I følge Ekornes' årsrapport for 2008 er Ekornes godt rustet til å møte den internasjonale lavkonjunkturen grunnet sin sterke balanse, lite rentebærende gjeld, og kjente merkevarer med gode marginer, sammen med et effektivt og moderne produksjonsapparat og et stort internasjonalt forhandlernet.

Dette viser at Ekornes har en varig strategisk fordel når det gjelder økonomi ved å ha en stabil og kontrollert økonomi. Dette er et følge av en helhetstenkning i organisasjonen, og er absolutt en sjeldenhet nå som den økonomiske krisen skaper finansielle utfordringer for møbelbransjen. Igjen er det langsiktighet som har ført til Ekornes finansielle situasjon, hvilket gjør det vanskelig for de øvrige foretakene i bransjen å følge opp.

#### ***4.2.1.7 Teknologiske ressurser***

Ekornes har lagt ned store investeringer i utvikling av produksjonsteknologi- og prosesser, og oppgraderer sine fabrikker kontinuerlig. Som vi har nevnt tidligere er mye av produksjonen motorisert og automatisert, og det er tatt i bruk moderne metoder, for at produksjonen skal bli mest mulig kostnadseffektiv. Ekornes legger stor vekt på kompetanse i eget hus, og skoling av ansatte, slik at datasystemer og komplisert teknisk utstyr benyttes på best mulig måte ([www.tecpress.no](http://www.tecpress.no)).

At produksjonsprosessene er kostnadseffektive er en verdifull faktor for Ekornes, men som nevnt tidligere er teknologien og produksjonsprosessene i lavkostlandene på høyde med Ekornes. Derfor betrakter vi denne ressursen som verken sjelden eller vanskelig å kopiere. Det at Ekornes på tross av produksjon i et høykostland viser til høyere driftsmargin enn produsenter i lavkostland indikerer at denne resursen er svært godt utnyttet i organisasjonen.

Vi kan slå fast at teknologien er et midlertidig strategisk fortrinn for Ekornes.

#### ***4.2.1.8 Organisasjonskultur***

##### ***Ledelse***

Både ansatte og ledelsen i Ekornes har over tid utviklet en organisasjonskultur som gjør dem stolt over å være ansatt i organisasjonen. Som Norges ledende møbelprodusent kunne Ekornes latt seg friste til å flyte på denne statusen. I stedet har Ekornes fokusert på innovative løsninger og effektivisering av produksjonsprosessen. Organisasjonen står samlet bak de kontinuerlige endringsprosessene som har, og blir gjennomført, noe som styrker det interne engasjementet og kunnskapen om de nye produksjonsrutinene. Kulturen for samhold og innovative løsninger i Ekornes viste seg også i januar 2009, da ledelse og ansatte gikk sammen om å finne en løsning på ordredgangen som følge av finanskrisen. I stedet for å fulltidspermittere enkelte ansatte, ble det besluttet at et solidaritetsprinsipp skulle gjøres gjeldende. Dette førte til at alle ansatte gikk ned i 80 % stilling over en viss periode.

Ekornes har en stor styrke ved at de som sitter i ledelsen av konsernet har vært ansatt i Ekornes over en årrekke, samt at de har høy faglig kompetanse. Hele ledelsen har tidligere vært gjennom lignende situasjoner som fra år 2000 til 2003, da møbelbransjen var i en dyp krise. De innehar derfor løsningsorientert kompetanse som fremstår som svært viktig i en bransje som er meget konjunkturavhengig. Ledelsen er sterk på strategi, helhetstenkning, og måloppnåelse og har også en tydelig visjon som leder an fremover. Hele konsernet bærer preg av langsiktighet, nøye oppfølging og kontroll. De evner å utvikle alle nivå i organisasjonen og med dette føre Ekornes et steg nærmere visjonen for hvert år.

##### ***Ansatte***

Med mange års erfaring innen møbelproduksjon har medarbeiderne hos Ekornes opparbeidet og videreført verdifull kunnskap og kompetanse innad i bedriften. Ekornes® søker kontinuerlig å distansere seg fra konkurrentene, samtidig som selskapet hele tiden har fokus på forbedring av produktivitet og kvalitet i produksjonen. (Årsrapport:2007)

Jo lengre ut på læringskurven en flytter seg, jo mer effektiv blir en, en gjør mindre feil og en har større kapasiteter til andre ting, som for eksempel nytenkning.. De ansatte har alltid vært involvert i prosessene hos Ekornes, og bedriften har som mål å gi operatørene mulighet til å påvirke planlegging og prioritering knyttet til den løpende

produksjonsprosessen ([www.p2005.ntnu.no](http://www.p2005.ntnu.no)). Dette tyder på at de ansattes kunnskaper blir sett på som en viktig ressurs for bedriften, og det legges til rette for kontinuerlig oppdatering av denne kunnskapen. Hvert år blir rundt 15 ansatte sendt på kurs på Sykkylven videregående skole hvor det, hovedsakelig for opplæring av elevene, er plassert en industrirobot tilsvarende de roboter som finnes i fabrikken hos Ekornes ([www.tecpress.no](http://www.tecpress.no)).

Kunnskap og kompetanse som følge av erfaring må opparbeides over tid, og er derfor vanskelig å imitere for konkurrentene. Dette er og er en viktig del av organisasjonskulturen hos Ekornes, samtidig som at dette er et viktig element for verdiskapningen i Ekornes. I så måte kan den kunnskapen og kompetansen som nettopp Ekornes innehar, defineres som en sjelden og langsiktig strategisk fordel.

Oppsummering av VRIO-analysen er samlet i tabell 4.1 på neste side.

V=Value, R= Rarity, I= Inimitability, O=Organized, K=Konkurransefortrinn,  
Ø: Økonomisk gevinst.

Grad av betydning: 1 betyr stort fortrinn, 2 betyr middels fortrinn, 3 betyr lite fortrinn

<b><i>Ressurs</i></b>
-----------------------

<b><i>V R I O</i></b>
-----------------------

					<i>K</i>	<i>Ø</i>
<i>Merkenavn</i>	1	1	1	1	Varig strategisk fordel	1
<i>Markedskommunikasjon</i>	1	1	3	1	Varig strategisk fordel	1
<i>Design</i>	2	2	3	1	Midlertidig fordel	2
<i>Produktfordeler</i>	1	1	1	1	Varig strategisk fordel	1
<i>Produksjon</i>	1	1	1	1	Varig strategisk fordel	1
<i>Teknologi</i>	1	2	3	1	Midlertidig fordel	1
<i>Økonomi</i>	1	1	2	1	Varig strategisk fordel	1
<i>Organisasjonskultur</i>	1	1	1	1	Varig strategisk fordel	1

Tabell 4.1 – oppsummering av VRIO-analysen

#### ***4.2.1.9 Oppsummering og innsikt av intern analysen***

I VRIO-analysen definerte vi Ekornes' varige strategiske fordeler som merkenavn, markedskommunikasjon, produktfordeler, produksjon, økonomi og organisasjonskultur. Når det gjelder ressursene design og teknologi karakteriserer vi disse midlertidige strategiske fordeler. Alle disse faktorene danner grunnlaget for lønnsomheten i Ekornes på kort og lang sikt.

Frem til i dag har Ekornes hatt en høy inntjening på sine produkter, og årsaken til dette har vært at Ekornes har evnet å bygge opp de meget sterke merkenavnene Stressless og Svane, samt at Ekornes er et merkenavn i seg selv. De evner samtidig å opprettholde denne statusen ved å utvikle en markedskommunikasjon som distanserer Ekornes fra konkurrentene.

Dette har de gjort ved at ledelsen i Ekornes har tenkt helhetlig og vært ryddig og bestemt i sine strategiske valg. De har bygd opp kvalitetsprodukt som innehar produktfordeler som har vært viktige for forbrukerne i markedet. Dette har gjort at forbrukerne har vært villige til å betale en relativt høy pris for produktene. De har utviklet sine fabrikker til å bli de fremste i Norge med en arbeidsstokk av høy faglig kompetanse. Ekornes har evnet med dette å effektivisere produksjonsprosessene på en slik måte at de kan hente ut relativt høye driftsmarginer til tross for at de produserer i høykostlandet Norge.

De nevnte styrker og svakheter hos Ekornes, samt muligheter og trusler i det eksterne miljøet oppsummeres i SWOT-tabellen under.

	Positive elementer	Negative elementer
<b>Intern analyse</b>	<p><b>Styrker</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Sterke merkenavn</li> <li>❖ Markedskommunikasjon</li> <li>❖ Design</li> <li>❖ Produktfordeler</li> <li>❖ Produksjon</li> <li>❖ Moderne teknologi</li> <li>❖ Stødig økonomi</li> <li>❖ Erfaringsbasert kunnskap og kompetanse</li> </ul>	<p><b>Svakheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Høye lønns- og materialkostnader</li> </ul>
<b>Ekstern analyse</b>	<p><b>Muligheter</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ Konkurrenter i Norge er små</li> <li>❖ Konjunkturutsatte forhandlere</li> <li>❖ ønsker ”stabile” varer</li> <li>❖ Balansert leverandørmakt</li> </ul>	<p><b>Trusler</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❖ IKEA produkter</li> <li>❖ Konjunkturutsatt</li> <li>❖ Kopiering av produkter</li> <li>❖ Plassering hos forhandler</li> <li>❖ Produsenter i lavkostland</li> </ul>

Modell 6 - SWOT-analyse

### 4.3 Konklusjon av strategisk analyse

Gjennom drøftingen av de interne og eksterne forholdene rundt Ekornes har vi kartlagt de viktigste styrkene og svakhetene internt i bedriften, og mulighetene og truslene Ekornes møter eksternt. I denne oppsummeringen ønsker vi først å fokusere på de eksterne mulighetene og truslene før vi beskriver de interne styrkene og svakhetene.

Vi valgte å benytte Porters analyse for å drøfte de fem konkurransekrefter. I arbeidet med denne analysen kom det frem at Ekornes har få store konkurrenter i Norge, og at Ekornes til en viss grad har både kunde og leverandørmakt. Det vil med andre ord si at Ekornes fremstår som en ønsket leverandør til de norske møbelkjedene. Dette forsterkes ytterligere av at produktene Ekornes leverer kan vise til god omsetning også i konjunkturedganger. Ekornes har også det vi definerer som stordriftsfordeler, ved at de til en hver tid har mulighet til å sette 2-3 ulike leverandører til leveranse av innsatsfaktorer, samtidig som de selv står for en stor del av produksjonen av innsatsfaktorer.



Truslene i markedet er ulike ut fra ulike kontekster. I dagens marked med konjunkturedgang kan lavprismøbler fra for eksempel IKEA ta plass som ett substitutt for Ekornes sine dyre produkter. Problemet med billigere erstatninger øker også proporsjonalt med kopieringen av Ekornes' suksessfulle produkter. Dette er blitt et økende problem og kan på sikt også skape usikkerhet rundt originalproduktet. Den internasjonale arenaen har de siste årene endret seg til å bli et mer globalt marked også i møbelindustrien, og den sammenheng må Norge sees på som et attraktivt land å etablere seg i for utenlandske selskap som ønsker høy pris på sine produkter. Den stadige rivaliseringen innad i bransjen vil også med høy sannsynlighet øke i takt med konjunkturedgangen vi nå er inne i. Dette kan føre til enda høyere salgs og markedsføringskostnader for Ekornes. Hvis konkurrentene som produserer sine varer i lavkostland får en mer effektiv produksjon vil disse muligens kunne øke dette presset ytterligere.

Ekornes som satser på norskproduserte møbler i Norge opplever høye lønns og arbeidskostnader i forhold til konkurrentene. Dette har Ekornes forøkt å motvirke ved å investere store beløp i automatisering og effektivisering av driften. Som vi ser ut fra driftsmarginen til de ulike selskapene har Ekornes så langt mestret dette på en god måte. Ekornes innehar også noe som kan karakteriseres som en unik organisasjon, med svært god kompetanse både i ledelsen og produksjon. Hele organisasjonen står samlet bak de ulike effektivitetstiltakene som blir gjennomført, noe som styrker engasjementet og kunnskapen rundt produksjonen.

Det som må fremheves å være Ekornes sine sterke sider i dagens marked er de godt kjente merkenavnene som de evner å kommunisere på en svært god måte, samt den gode økonomien i selskapet. Dette setter Ekornes i en posisjon med markedsrett i Norge, samt at dette danner grunnlag for å skape lønnsomhet i konsernet.

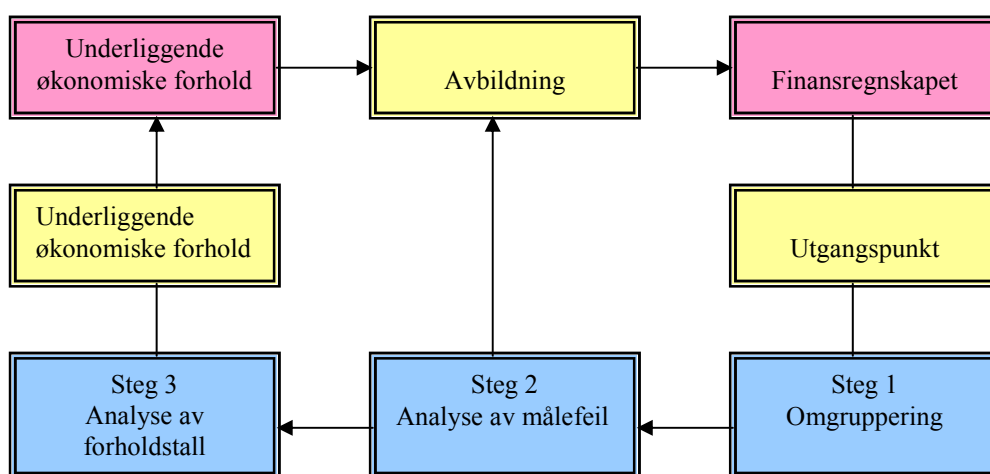
Totalt sett innehar Ekornes store strategiske fordeler overfor konkurrentene, da de har sterke ressurser med lang levetid. I dagens nedgangstider reduseres lønnsomheten, for hele bransjen, også Ekornes. Vi vurderer den relative fordel internt i bedriften som en viktigere faktor enn bransjeforhold, og velger derfor å tro at den totale lønnsomheten for bedriften vil bli noe redusert fremover, men ligge over bransjesnittet. Samtidig vet vi at markedet på et tidspunkt igjen vil snu, og basert på gjennomsnittlige observasjoner vurderer vi Ekornes til å ha en moderat til stor strategisk fordel også i fremtiden, altså en varig superprofitt

Senere vil vi ta i bruk resultatene fra denne analysen samt innsikt fra den økonomiske analysen for å underbygge våre antakelser om Ekornes sin fremtid.

## 5 Regnskapsanalyse

### 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalyse er å avdekke underliggende økonomiske forhold på grunnlag av ekstern informasjon om Ekornes. Fokuset er rettet mot Ekornes økonomiske utvikling i løpet av analyseperioden. Stegene i Regnskapsanalysen blir som vist i modell 5.1, hvor vi først foretar en omgruppering av resultat, balanse og kontantstrøm, for så å justere resultat og balanse for målefeil. Avslutningsvis gjennomfører vi en forholdstallsanalyse. Det omgrupperte og justerte finansregnskapet, samt forholdstallsanalysen vil dernest bli brukt som fundament for budsjett og fremtidsregnskap.



Modell 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse (BUS 424, 2008)

#### 5.1.1 Perspektiv for analysen

Vi vil rette perspektivet mot en investororientert analyse, med kapitalinvestor som perspektiv. Hensikten er å fremstille tallmateriale med utgangspunkt i normalisert verdiskaping og verdiutdeling, og fremlegge relevant informasjon og beregninger på bakgrunn av dette.

### ***5.1.2 Bransjeanalyse***

Bransjen består som nevnt av tre norske møbelaktører: Ekornes, Hjellegjerde og Brunstad, og en italiensk møbelprodusent, Natuzzi. Til sammen vil alle fire aktørene utgjøre bransjen, og Ekornes vil måles opp mot bransjen i den forestående forholdstallsanalysen.

### ***5.1.3 Analyseperiode***

Møbelbransjen har hatt en broket og ustabil utvikling over mange år, og med hensikt å gjennomføre en meningsfylt forholdstallsanalyse, samt en kvalitetsmessig utarbeidelse av fremtidsregnskap og budsjettering, har vi valgt regnskapsår 2003 til 2008 som analyseperiode. Regnskapsåret 2003 vil bli brukt som IB verdier for beregninger fra 2004 til 2008 i nøkkeltallsanalysen.

Ideelt sett skulle vi foretrukket å utvide analyseperioden til 2009T, men da kvartalsrapporten til Ekornes og konkurrentene forelå nært innleveringsfrisen. Det faktum at vi har traillet året 2008 for Brunstad, er også en avgjørende faktor for valget om å ikke benytte trailing, jamfør avsnitt 5.2.

### ***5.1.4 Analysenivå***

Analysenivået for regnskapsanalysen er på konsernnivå. I utgangspunktet er det mest ideelt å analysere hvert enkelt virksomhetsområde innen foretaket, men av praktiske og tidsmessige årsaker, velger å utarbeide analysen på konsernnivå.

### ***5.1.5 Offentlig informasjon***

For tabellering av finansregnskapene til de fire bedriftene, benytter vi som følger:

**Ekornes:** Årsrapporter fra 2002 tom 2008, samt 2009T.

**Natuzzi:** Årsrapport for regnskapsårene 2003, 2005 og 2007, og 4. kvartalsrapport for de øvrige årene i analyseperioden.

**Hjellegjerde:** Årsrapport for 2007, og 4. kvartalsrapport for årene 2002 til 2008.

**Brunstad:** Tabellert regnskap fra 2003 til 2007 hentet fra nettsidene purehelp.no og 1881.no, samt trailet finansregnskap for 2008. Dessverre blir det ikke offentliggjort regnskap for Brunstad før innleveringsfristen.

## 5.2 Trailing av Ekornes 2009T

Vi ønsker å traile årsresultat for Ekornes og konkurrentene for 2009 med utgangspunkt i 1. kvartalsrapport 2009.

$$\text{Trailing årsresultat 2009} = Q_{1\ 09} + Q_{2\ 09} + Q_{3\ 09} + Q_{4\ 09}$$

Svakheten ved kun å ha tilgang til 1. kvartalsrapport er at de trailede årsresultatet blir basert på et tynt grunnlag.

Et problem for trailing av Brunstad er at vi ikke har tilgang til regnskapstall etter 2007. Vi velger derfor å traile årsresultatet for 2008. Ut fra dette vil det være lite hensiktsmessig å traile resultat for 2009. Dette sammen med at det trailede årsresultatet for Ekornes er et relativt svakt estimat på grunn av tilgang på kun 1. kvartalsrapport vi velger å ikke benytte trailede årsresultat for 2009 i vår regnskapsanalyse.

Vi vil likevel gjennomføre trailing av resultatet til Ekornes da vi kan anvende trailet driftsinntekt for å estimere vekst for driftsinntektene i 2009, og på denne måte få inkludert ferske vekstestimer for fremskrivingen.

Ved trailing anvender vi følgende metode for å prognostisere finansinntekter, finanskostnader og årets trailede skattekostnad for 2009T, se tabell 5.1-2.

$$FI = FI_{08} / GFE_{07.08} * GFE_{08.09}$$

$$FK = FK_{08} / GFG_{07.08} * GFG_{08.09}$$

$$dss = (dss_{08} + dss_{09} / 2 * DI_{09T}) + SK + FI - FK$$

Estimat FK 2009T	2007	2008	2009T
FK		9503	10059

<b>FG</b>	40575	349289	63400
<b>GFG</b>		194932	206345
<b>Estimat FI 2009T</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009T</b>
<b>FI</b>		6203	<b>5161</b>
<b>FE</b>	348816	332191	234400
<b>GFE</b>		340504	283296

Tabell 5.1 – trailet finansinntekt og finanskostnad for 2009

<b>Estimat dss 2009T</b>	<b>2008</b>	<b>2009Q1</b>	<b>2009T</b>	<b>2009Tv</b>
<b>SK</b>	149400	26700	<b>119887</b>	<b>122400</b>
<b>0,14* (FI+UFR)</b>	5250	-2870	723	723
<b>0,28* FK</b>	-896	56	2817	2817
<b>DR</b>	462700	108000	417800	426409
<b>dss 08</b>	0,310	0,274		
<b>((dss08+dss09Q1)/2)*DR</b>			121981	124494

Tabell 5.2 – trailet skattekostnad for 2009

**Presentasjon av det trailede resultatet for 2009 for Ekornes**

	<b>Traillet resultat</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>					
	<b>2009T</b>	<b>Q1</b>	<b>Q1-Q4</b>	<b>2008 Q1</b>	<b>Just</b>	<b>2009T</b>	<b>Vekst</b>	<b>2009Tv</b>
	<b>Vekst</b>	<b>0,028</b>						
	<b>DI</b>	<b>695300</b>	<b>2673100</b>	<b>676500</b>		<b>2691900</b>	<b>55486</b>	<b>2747386</b>
-	Varekostnader	187400	676400	175800		688000	13912	701912
-	Lønnskostnader	176600	728800	196100		709300	14804	724104

+	Tilbf. opsj.bonus	0,00	-51900	0	51900	0	0	0
-	Avskrivninger	27300	119900	25800		121400	2615	124015
-	Andre kostnader	196000	737200	177800		755400	15546	770946
=	<b>Driftsresultat</b>	<b>108000</b>	<b>462700</b>	<b>101000</b>	<b>51900</b>	<b>417800</b>	<b>8609</b>	<b>426409</b>
+	Finansinntekt	0	0	0		5161	0	5161
+	Finanskostnad	-200	-3200	-100		-10059	0	-10059
+	Unormal	-20500	37500	0	-37500	-20500	0	-20500
=	<b>Resultat før SK</b>	<b>87300</b>	<b>465900</b>	<b>101100</b>		<b>392401</b>	<b>8609</b>	<b>401011</b>
-	Skattekostnad (SK)	26700	149400	30800	-25413	119887	-2514	122400
=	<b>Resultat etter skatt</b>	<b>60600</b>	<b>316500</b>	<b>70300</b>	<b>14400</b>	<b>272515</b>	<b>6096</b>	<b>278611</b>

Tabell 5.3 – trailet resultat 2009t for Ekornes

Vi ser at Ekornes har en vekst i driftsinntektene på knappe 2,8 % - hvilket er estimatet vi vil bruke for vekst i driftsinntektene ved budsjetteringen og fremtidsregnskapet.

Vi legger ikke ved den trailede balansen, da vi ikke skal bruke den senere i oppgaven.

### ***Trailing av Brunstad 2008T***

Vi har dessverre ikke tilgang på kvartalsrapporter for Brunstad for 2008, og heller ikke annen regnskapsinformasjon. Vi har av denne grunn valgt å traile resultatet fra 2007 ved å øke driftsinntekter og kostnader med 1 %. Vekst i driftsinntektene har falt med 10 % fra år 2006 til 2007, og vi ser ingen grunn for at Brunstad ikke skal falle med samme prosent for 2008. Vi får da en vekst i driftsinntektene på 1 %. Bakgrunnen for anslaget er den økonomiske krisen i verdensøkonomien med påfølgende redusert forbruk hos forbrukerne.

## ***5.3 Rapportert finansregnskap for Ekornes***

### ***Rapportert resultat***

<i>Ekornes ASA</i>						
<i>Rapportert resultat</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>

<b><i>Driftsinntekter</i></b>	<b>2012444</b>	<b>2247543</b>	<b>2291512</b>	<b>2507280</b>	<b>2573593</b>	<b>2673134</b>
+ Vareforbruk	525209	516200	546748	574957	646743	676400
+ Lønn og sosiale kostnader	531121	605927	638898	698859	700881	728756
+ Ordinære avskrivninger	72051	83850	86920	91231	95828	110348
+ Innkj.salgs og adm.kostn	475138	552759	574101	607249	648738	737200
<b>= <i>Driftsres. for engangspost</i></b>	<b>408925</b>	<b>488807</b>	<b>444845</b>	<b>534984</b>	<b>481403</b>	<b>420430</b>
- Engangspost	380	852	734	919	1778	0
<b>= <i>Driftsresultat</i></b>	<b>408545</b>	<b>487955</b>	<b>444111</b>	<b>534065</b>	<b>479625</b>	<b>420430</b>
+ Finansinntekter	4961	3713	3531	5720	7868	6203
+ Finanskostnader	-2994	-2978	-3200	-3949	-4704	-9503
+ Unormalt Finansresultat	10412	3894	13739	-12605	-24127	37532
<b>= <i>Ordinært resultat før skatt</i></b>	<b>420924</b>	<b>492584</b>	<b>458181</b>	<b>523231</b>	<b>458662</b>	<b>454662</b>
+ Skattekostnad	-121112	-157861	-138359	-158826	-134143	-149400
<b>= <i>Årets resultat konsern</i></b>	<b>299812</b>	<b>334723</b>	<b>319822</b>	<b>364405</b>	<b>324519</b>	<b>305262</b>
- Minoritets	0	0	0	0	0	0
<b>= <i>Årsresultat</i></b>	<b>299812</b>	<b>334723</b>	<b>319822</b>	<b>364405</b>	<b>324519</b>	<b>305262</b>

Tabell 5.4 – Rapportert resultat for Ekornes

### *Rapportert balanse*

<i>Balanse for Ekornes (NOK 1000)</i>						
<i>Rapportert EK og gjeld</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
<b>EK og gjeld</b>						
<b>Innskutt EK</b>						

Aksjekapital	34478	36827	36827	36827	36827	36827
Egne aksjer	-106	-168	-101	-106	-2	-2
Overkurs fond	175823	386320	386320	386321	386321	386321
Annen innskutt EK	0	0	0	1267	2013	2013
<b>Sum innskutt EK</b>	<b>210195</b>	<b>422979</b>	<b>423046</b>	<b>424309</b>	<b>425159</b>	<b>425159</b>
<b>Opptjent EK</b>						
Sikringsreserver		100850	67377	-2750	62611	-213850
Omregningsdifferanse		-2796	-701	3748	-1109	45534
Annen EK	323893	641792	678502	734152	778771	846691
<b>Sum opptjent EK</b>	<b>323893</b>	<b>739846</b>	<b>745178</b>	<b>735150</b>	<b>840273</b>	<b>678375</b>
<b>Sum egenkapital</b>	<b>534088</b>	<b>1162825</b>	<b>1168224</b>	<b>1159459</b>	<b>1265432</b>	<b>1103533</b>
<b>Forpliktelses og langsiktig kapital</b>						
Langsiktig pensjonsforpl	7214	9958	10343	25721	22171	28385
Utsatt skatt	9907	49015	33544	0	15456	0
Langsiktig gjeld	50100	45300	50775	46875	40575	0
<b>Sum forplikt og langs kap</b>	<b>67221</b>	<b>104273</b>	<b>94662</b>	<b>72596</b>	<b>78202</b>	<b>28385</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>						
Leverandørgjeld	96453	83112	113585	94322	109183	106449
Utbytte	438238					
Skyldige off. avgifter	35680	34973	36175	63727	57036	59863
Betalbar skatt	93126	123638	105424	129998	94971	95303
Verdi av terminkontrakter	0	0	0	3820	0	297014
Annen kortsiktig gjeld	122808	137211	158513	201060	210773	176929
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>786305</b>	<b>378934</b>	<b>413697</b>	<b>492927</b>	<b>471963</b>	<b>787833</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>853526</b>	<b>483207</b>	<b>508359</b>	<b>565523</b>	<b>550165</b>	<b>816218</b>
<b>Sum EK og gjeld</b>	<b>1387614</b>	<b>1646032</b>	<b>1676583</b>	<b>1724982</b>	<b>1815597</b>	<b>1919751</b>

<b>Balanse for Ekornes (NOK 1000)</b>						
<b>Rapporterte eiendeler</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Anleggsmidler</b>						
Bygninger, tomter m.m	467913	490339	494765	487142	562915	612277



Maskiner og anlegg	210914	216293	249093	250885	256024	271315
Driftløsøre, inventar o.l	40177	42490	40813	37613	36881	46026
<b>Sum driftsmidler</b>	<b>719004</b>	<b>749122</b>	<b>784671</b>	<b>775640</b>	<b>855820</b>	<b>929618</b>
Software og lisenser	5130	4320	3510	12289	26083	23075
Utsatt skattefordel	0	0	0	7500	0	78267
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>5130</b>	<b>4320</b>	<b>3510</b>	<b>19789</b>	<b>26083</b>	<b>101343</b>
Andre langsiktig fordr og plass	11453	13699	21517	19500	19211	16324
<b>Sum andre langsiktige plass</b>	<b>11453</b>	<b>13699</b>	<b>21517</b>	<b>19500</b>	<b>19211</b>	<b>16324</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>735587</b>	<b>767141</b>	<b>809698</b>	<b>814929</b>	<b>901114</b>	<b>1047284</b>
<b>Omløpsmidler</b>						
Varelager	180784	207386	224544	222204	213113	285181
Kundefordringer	240715	261258	299902	331812	371765	402343
Andre kortsiktige fordringer	36958	37721	35459	31410	34419	35782
Verdi av terminkontrakter		140069	93578	0	86960	0
Kontanter og bankinnskudd	193570	232457	213402	324627	208226	149161
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>652027</b>	<b>878891</b>	<b>866885</b>	<b>910053</b>	<b>914483</b>	<b>872467</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>1387614</b>	<b>1646032</b>	<b>1676583</b>	<b>1724982</b>	<b>1815597</b>	<b>1919751</b>

Tabell 5.5 – Rapportert balanse for Ekornes

## 5.4 Omgruppering av regnskapet

Vi starter regnskapsanalysen med å omgruppere finansregnskapet slik at det blir tilpasset en investororientert analyse. Hensikten med omgrupperingen er at tallmaterialet skal fremstilles med utgangspunkt i verdiskapingene og verdiutdelingen. På denne måten får vi frem kildene til normalisert verdiskapingen. Ved omgruppering får vi frem forhold som er viktig å analysere: drift versus finansiering, normalt versus unormalt, samt oversikt over investert kapital. (Penman, 2007).

### 5.4.1 Avsatt utbytte

I følge NGRS skal foreslått utbytte avsettes som kortsiktig gjeld, og i følge IFRS skal det ikke avsettes til utbytte. Se avsnitt 5.5 for forklaring på regnskapsstandarder. Informasjon vedr forslag til avsatt utbytte er hentet fra styrets årsberetning.

Vi har eierperspektiv som utgangspunkt for vår omgruppering, og da er det naturlig å betrakte avsatt utbytte som egenkapital. Årsaken til dette er at gjeld kan karakteriseres som krav som er ventet å føre til økonomiske ulemper for virksomheten i fremtiden. I så måte

kan ikke utbytte karakteriseres som gjeld da eierne ikke kan ha fordring eller gjeld til seg selv. Dette resonnementet støttes av det faktum at utbytte ikke er en kostnad, men en egenkapital som eierne står fritt til å disponere på fritt grunnlag, jamfør Tellefsen og Langli (2005).

Ettersom Ekornes har forholdt seg til IFRS siden 2005, samt justert finansregnskapet for 2004 ut fra prinsippene i IFRS, er det ikke avsatt til utbytte i denne perioden. Når det gjelder år 2003, er det ikke offentliggjort en balanse ifølge IFRS men NGRS, så da omgrupperte vi avsatt utbytte for Ekornes dette året. Vi har også omgruppert avsatt utbytte for Hjellegjerde og Natuzzi for 2003. Når det gjelder Brunstad, så ligger NGRS til grunne for utarbeidelsen av regnskapet. Brunstad har da med rette avsatt utbytte som kortsiktig gjeld over hele analyseperioden. Vi har valgt å omgruppere avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital hos alle foretakene som er med i analysen slik at det blir lik justering på alle konkurrentene.

Umiddelbar effekt av omgrupperingen er at EK UB øker med totalt avsatt utbytte for det respektive året, og kortsiktig gjeld blir redusert med tilsvarende sum.

#### ***5.4.2 Dirty surplus***

I følge RL § 4-3 skal alle inntekter og kostnader føres i regnskapet, og dette prisnippet kalles kongruensprinsippet. Virkning av endring av regnskapsprinsipp og korrigerings av feil i tidligere årsregnskap skal føres direkte mot egenkapitalen. Dette kalles dirty surplus. Andre eksempler på dirty surplus er omregning av utlandske datterselskap og urealiserte gevinst eller tap på finansielle instrumenter (BUS424, 2008)

Brudd på kongruensprinsippet oppstår hyppigere ved bruk av IFRS enn NGRS, og årsaken til dette er mer bruk av verdielement, og verdiendring er et resultatelement. Oversikten over Ekornes dirty surplus fremkommer i tabell 5.6.

Om Ekornes oppnår gevinster fra kjøp og salg av egne aksjer med hensikten å oppnå fortjeneste, kan dette karakteriseres som dirty surplus. I årsrapportene oppgir Ekornes at formålet med handel av egne aksjer er å ha disponibelt antall aksjer for å dekke inn opsjonsavtaler ansatte har rett til å innløse. I så måte vil ikke dette blir karakterisert som dirty surplus, men inngå i netto betalt utbytte.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital 1.1	895406	1092534	1162825	1168224	1159459	1265432
+ Årsresultat	299812	334723	303178	343714	309988	347565
+ Netto betalt utbytte	-218182	-235709	-266401	-277866	-261232	-128893
<b>+ Dirty Surplus</b>	<b>115498</b>	<b>-28723</b>	<b>-31378</b>	<b>-74613</b>	<b>57217</b>	<b>-233296</b>
= Egenkapital 31.12	1092534	1162825	1168224	1159459	1265432	1250808

Tabell 5.6 – kartlegging av dirty surplus

Som vi ser av tabell 5.6 ligger det relativt store summer for sikringsreserver og omregningsdifferansen. Dette oppstår på grunn av omregning av regnskapene til de utenlandske selskapene (årsrapport Ekornes 06). Vi ser også store verdier ført direkte mot egenkapitalen med særlig stor effekt i 2003, med hele 115,5 mill NOK. Denne posten ble ført som føring direkte mot EK, da det ikke var offentliggjort IB EK, utregnet etter IFRS, for 2003. Summen består i hovedsak av regnskapsmessige korrigeringer fra NGAAP til IFRS, samt feilføringer fra årene før, og betraktes som effekter av innkjøringen av IFRS. Vi ser også at dirty surplus for 2008 er svært negativ, på hele – 233297 TNOK. Dette er i hovedsak tilknyttet endringer i verdier på terminkontrakter (årsrapport Ekornes 2008).

Vi trekker dirty surplus fra årsresultatet for de respektive år, og får med dette fullstendig nettoresultat – comprehensive income.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
=	<i>Årsresultat</i>	299812	334723	303178	343714	309988	347565
+	DS	115498	-28723	-31378	-74613	57217	-233296
=	<b>FNR</b>	<b>415310</b>	<b>306000</b>	<b>271800</b>	<b>269101</b>	<b>367205</b>	<b>114269</b>

Tabell 5.7 – beregning av fullstendig nettoresultat for Ekornes

### 5.4.3 Normalt kontra unormalt resultat

Vi skal nå fordele fullstendig nettoresultat mellom normalt resultat og unormalt resultat, og fordeler skattekostnaden mellom nettoresultatene. Vi oppnår med dette å justere driftsrelaterte inntekter og kostnader til normaliserte historiske kostnader. Hensikten er å måle under resultater fra drift for å få et egnet materiale som grunnlag for å lage gode fremtidsprognoser. Dette medfører at vi flytter alt av finans og unormalt ut av drift og legger dette til poster for finansinntekt og finanskostnader, og unormal post (BUS424 2008).

Ved beregning av unormalt netto finansresultat har vi tatt utgangspunkt i de finansinntekter og finanskostnader som ikke er tilknyttet til rentekostnad/renteinntekt, og omgruppert dette som unormalt. I hovedsak består beløpene av agio gevinst og tap. Vi har valgt å benytte halv skatt, det vil si 14 % på unormalt finansresultat.

Postene som er ført som unormalt driftsresultat er knyttet til gevinst og tap på salg av anleggsmidler, og vi benytter det respektive års driftsskattesats som skatteprosent på unormalt driftsresultat. For beregninger av driftsskattesatsen, se neste avsnitt.

UNFR= unormalt netto finansresultat, UFR= unormalt finansresultat, UNDR= unormalt netto driftsresultat, UDR= unormalt driftsresultat, FDS= finansielt dirty surplus, DS= dirty surplus, fss= finansskatte sats, udss= unormal driftsskattesats.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
UFR	10412	3894	13739	-12605	-24127	37500
- fss UFR - 14%	1458	545	1923	-1765	-3378	5250
+ FDS	0	0	0	0	0	0
= <b>UNFR</b>	<b>8954</b>	<b>3348</b>	<b>11815</b>	<b>-10840</b>	<b>-20749</b>	<b>32250</b>
UDR	-380	-852	-734	-919	-1778	0
- dss UDR	-111	-275	-235	-288	-527	0
+ DS	115498	-28723	-31378	-74613	57217	-233331

-	udss NDR	24864	44293	37547	41648	29749	37502
=	<b>UNDR</b>	<b>90365</b>	<b>-73593</b>	<b>-69424</b>	<b>-116892</b>	<b>26216</b>	<b>-270833</b>

Tabell 5.8 – unormalt netto finansresultat og unormalt netto driftsresultat

#### 5.4.3.1 Normalisert driftsskattesats

Driftsskattesatsen (dss) blir normalisert ved at vi beregner skatten for hvert år, og fordeler denne på normalt og unormalt nettoresultat. Vi finner den unormale driftsskattesatsen ved å trekke normalisert skattesats fra dss, se tabell under.

$$dss = (SK - 0,14 * (FI - UFR) + 0,28 * FK) / (DR + UDR)$$

SK= rapportert skattekostnad, FI= normale finansinntekter, UFR= unormalt normalt finansresultat, UFR= unormalt finansresultat, DR= normalt driftsresultat og UDR= unormalt driftsresultat.

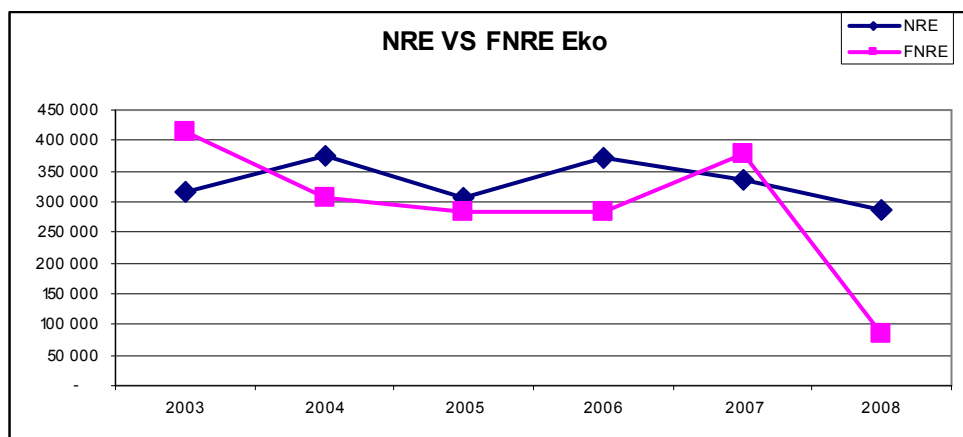
År	2003	2004	2005	2006	2007	2008
SK	121112	157861	138359	158826	134143	149400
FI-UFR*0,14	2152	1065	2418	-964	-2276	5250
FK*0,28	838	834	896	1106	1317	896
DR	408545	487955	427467	513374	465094	462700
<b>Dss</b>	<b>0,2932</b>	<b>0,3230</b>	<b>0,3201</b>	<b>0,3134</b>	<b>0,2961</b>	<b>0,3135</b>
<b>Ndss</b>	<b>0,2324</b>	-	-	-	-	-
Udss	0,0608	0,0906	0,0877	0,0810	0,0637	0,0811

Tabell 5.9 – beregning av ndss

ÅR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
= Nettores til EK	315990	376244	329408	396833	361738	352852
+ UNDR	90365	-73593	-69424	-116892	26216	-270833
+ UNFT	8954	3349	11816	-10840	-20749	32250
= Fullstendig nettores til EK	415310	306000	271800	269101	367205	114269

Tabell 5.10 – Nettoresultat til egenkapitalen

Normalisert nettoresultat er relevant ved forholdstallsanalysen og ved fremskriving.



Figur 5.2 – utvikling i NRE vs FNRE for Ekornes

Som vi ser av figur 5.2 er det normale nettoresultatet mer stabilt enn det fullstendige, og vi ser at det ligger en positiv trend i tallene over hele analyseperioden. Dette gir oss et godt grunnlag for å utarbeide fremtidsprognoser.

Derimot er det en sterk negativ trend i fullstendig nettoresultat fra 2007 til 2008.

Fullstendig nettoresultat avslører selskapsspesifikk risiko, og i så måte kan den fallende kurven kan være et signal på at Ekornes lider under de økonomiske krisen.

#### 5.4.4 Drifts- kontra finanspost

For at vi senere i analysen lettere skal kunne foreta beregninger over hvor mye driften kaster av seg og hvor mye finansieringen koster, omgrupperer vi balansen med et klart skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Vi har valgt å omgruppere balansen med hensyn på netto driftskapital, som er den kapitalen som er investert i driften, og ikke i finansielle eiendeler. Balansen består altså av netto driftseiendeler på ene siden, og egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld på andre. I skillet mellom drift og finansiering, vil det være naturlig å analysere netto finansiell gjeld. Dette fordi netto

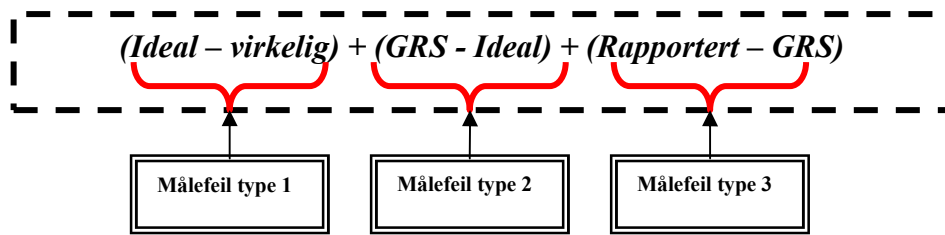
finansiell gjeld er finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Finansiell gjeld er i prinsippet eiendeler som virksomheten har utover de som trengs i drift. Som vi skal se har Ekornes negativ netto finansiell gjeld, og vil i praksis ha netto finansielle eiendeler, gitt ved  $FE - FG$ .

I omgrupperingen består driftsrelaterte anleggsmidler (DAM) av sum driftsmidler og immaterielle eiendeler, mens driftsrelaterte omløpsmidler (DOM) er summen av varelager og kundefordringer. Finansielle anleggsmidler (FAM) representerer det som er rapportert som andre langsiktige plasseringer, og finansielle omløpsmidler (FOM) er summen av andre kortsiktige fordringer, verdi av terminkontrakter og kontanter og bankinnskudd. At hele summen for kontanter og bankinnskudd er ført som finansiell post er av praktiske årsaker, da det er vanskelig å skille ut likvide midler som er brukt direkte i drift. Videre er rapportert langsiktig gjeld ført som langsiktig finansiell gjeld (LFG), mens langsiktig pensjonsforpliktelse og utsatt skatt kategoriseres som langsiktig driftsrelatert gjeld (LDG). Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt, annen kortsiktig gjeld og ikke rentebærende gjeld inngår i kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG). Kortsiktig finansiell gjeld (KFG) består av rentebærende gjeld og verdi av terminkontrakter. Omgruppert balanse presenteres i tabellen under.

## ***5.5 Målefeil***

Målefeil av oppstår når det rapporterte resultat ikke reflekterer virkelig verdi. Målefeil vil da oppstå i nettoresultatet og egenkapitalen. Målefeil i nettoresultatet NRE oppstår når NRE er ulikt virkelig nettoresultat (VNRE). Virkelig nettoresultat er rapportert nettoresultat pluss/minus målefeilen. Målefeil i egenkapitalen oppstår når den balanseførte egenkapitalen er overrapportert eller underrapportert i forhold til den fundamentale verdien på egenkapitalen (VEK). (BUS424, 2008)

Vi har tre ulike målefeil som vist i figur 5.3.



Figur 5.3 – oversikt over målefeil

### *Ideal*

Det er to ideal for regnskapsføring; Kostmodellen og Verdimodellen.

Korrekt kostmodell vil si at balanseføring skjer til historisk kost med korrekt periodisering av kostnaden i resultatregnskapet.

Verdimodell vil si at balanseføring skjer til salgsverdi med korrekt periodisering i resultatregnskapet.

### *God regnskapsskikk (GRS)*

Ekornes, Hjellegjerde og Natuzzi har benyttet International Financial Reporting Standards (IFRS) som regnskapsstandard siden 2005 da dette er et krav for alle selskaper som er notert på børs. Dette er et krav innad i EU, men gjelder også i Norge da vi blir påvirket via EØS-avtalen. Ekornes har utarbeidet to årsregnskap for årene 2003 og 2004, det vil si at det foreligger ett sett regnskap som følger NGRS, og et sett regnskap som følger IFRS. I tabelleringen av finansregnskapene har vi benyttet tallene registrert under IFRS for årene 2003 tom 2008. Brunstad er ikke børsnotert selskap, og har basert sitt regnskap på NGRS.

#### Målefeil type 1 - *Ideal – virkelig*

Målefeil av type 1 oppstår når IFRS oppfordrer til føring av en annen verdi, kost eller salgsverdi, som ikke stemmer overens med virkelig verdi på eiendelen.

Vi finner ikke noen målefeil av type 1 av betydning i Ekornes sitt regnskap.

#### Målefeil type 2 - *GRS – Ideal*

Målefeil av type 2 oppstår når det er tillatt å rapportere noe annet enn hovedidealet, som for eksempel ved **inntektsføring av ubenyttet bonusordning i 2008**, i stedet for å tilbakeføre de reduserte kostnadene til det regnskapsåret de hører til. Ekornes har også en målefeil på grunn av at de har utført en fullstendig **nedskrivning av kjøpt goodwill**. Dette



ble gjort istedenfor en mer korrekt måte - recognition av eiendelen i balansen. Denne konkrete målefeilen oppstår etter balanseføring av eiendelen. I begge tilfellene er det kostmodellen som er lagt til grunne.

Målefeil i nettoresultatet

Overrapportering gir **Målefeil > 0**

Underrapportering gir **Målefeil < 0**

Målefeil i egenkapitalen:

Overrapportering gir **Målefeil > 0**

Underrapportering gir **Målefeil < 0**

Målefeil type 3 - *Rapportert – GRS*

Målefeil av type 3 er når selskapet rapporterer noe annet enn det som ligger innen for GRS. Altså tilsiktet feilinformasjon for å villedde brukere av finansregnskapet.

Vi antar at sannsynligheten for målefeil av type 3 er større nå en før, nå som verden er i en økonomisk krise, og I følge Eilifsen et al (2006) kan følgende faktorer fremprovosere målefeil type 3:

1. Krav fra styret og/eller investorer om å levere gode resultater
2. Personlige insentiver som drivkraft for å fremprovosere gode resultater enn hva reelt er, som foreksempel ved personlig bonusordninger som utløses ved et gitt måltall.

Vi finner ingen hold for målefeil type 3 i finansregnskapet til Ekornes.

Vi ender opp med to målefeil av type 2, som vi finner relevant og er av en slik karakter at vi ønsker å ta fatt i dem.

Regnskapsår 2008

1. Inntektsføring av avsatt bonusordning som ikke ble realisert
2. Nedskrivning av oppkjøpt goodwill

### ***5.5.1 Justering av tilbakeført opsjonsbonus***

Ekornes har regnskapsført de ansattes bonusordninger kontinuerlig fra 2005 til 2007 som fordringer på eiendelssiden, og kortsiktig gjeld på gjeldssiden, hvilket er i tråd med retningslinjene i IFRS 2, hvor kontantbasert opsjonsordning skal føres som gjeld.

Ekornes skriver følgende i sin årsrapport; *opsjonsbonusen betraktes som en kontantopsjon, og de har ført opptjent bonus som virkelig verdi som kostnad med tilsvarende økning i forpliktelse i balansen. Når betingelsene ikke oppnås, tilbakeføres avsatt beløp som inntekt i regnskapet, hvilket er gjort for året 2008 (Årsrapport Ekornes 2008).*

Dette fører til en overrapportering av verdien på gjeld og eiendeler: **Målefeil >0**

Styret i Ekornes besluttet at opptjeningsperioden for bonusordningen ikke skulle forlenges, det vil si at ordningen skulle avsluttes. Med dette ble 51866 mill nok tilbakeført som en redusert driftskostnad/lønnskostnad for regnskapsåret 2008.

Opptjeningsperioden for bonusordningen gjelder for årene 2005 til 2007, men er ført som en redusert kostnad i 2008. Vi får da en overrapportering av NRE: **Målefeil >0**

Bonusordningen kan karakteriseres som unormal da den gjelder for tre perioder og er i så måte lite relevant i forhold til budsjettering og fremskriving.

Vi har to valg for å løse denne regnskapsposten; det ene er å føre den som unormal (reduert) kostnad for 2008, og den andre er å justere kostnaden slik at den tilfalle de årene hvor avsetningen/kostnaden i sin tid oppstod jamfør sammenstillingsprinsippet. Vårt valg er å tilbakeføre den forskuddsbetalte lønnskostnaden til det respektive år da det ble avsatt bonuslønn – og på denne måten få frem en riktigere lønnskostnad for årene 2005 til 2007.

Opsjonsverdien karakteriseres som forskuddsbetalt lønn, dvs en driftsrelatert fordring på eiendelssiden i balansen. Økning i utsatt skatt er driftsrelatert, slik at netto driftseiendeler øker med 1-ndss – opsjonsverdi ved tildeling. På kapitalsiden øker egenkapitalen tilsvarende.

Over tid blir den driftsrelaterte fordringa periodisert som lønn over beste estimat på opptjeningstiden for opsjonene. Endringene i resultat for årene 2005 til 2007 er redusert

lønnskostnad, økt årsoverskudd og økt skattekostnad. Effektene i balansen er redusert fremtidige fordringer og redusert utsatt skatt og dermed redusert egenkapital.

Motsatt er det for regnskapsåret 2008 som får økte lønnskostnader og redusert årsoverskudd. Når det gjelder balansen så er denne ferdig justert på alle hold som følge av inntektsføringen i resultatet.

Oppsummert presentasjon av effektene av justeringen ligger i tabellform på slutten av dette avsnittet.

### ***5.5.2 Justering av goodwill***

Ekornes gjennomførte et oppkjøp av Stay AS i 2008 og estimerte merverdien ved oppkjøpstidspunktet til 9,6 mill NOK. Ekornes betraktet dette som en unormal post, og nedskrev summen i sin helhet i 2008. Siden vi har en investororientert analyse ønsker vi å få frem luftige verdier. Vi velger av denne grunn å tilbakeføre nedskrivningen som Ekornes har gjort på goodwill i 2008.

Da Ekornes ikke har balanseført egenervervet goodwill, har Ekornes ingen goodwill i balansen i årene før 2008. Dette fører til undervurdering av anleggsmidlene i Ekornes, og **vi får en underrapportering som gir Målefeil <0**. Målefeilen fører til at NRE ikke stemmer overens med VNRE, og hovedproblemet med målefeil type 2 er at den skaper støy ved måling av superrentabiliteten ved investororientert analyse.

For å justere resultatet i 2008 reduserte vi resultatposten avskrivninger. Dette førte til økt skatt, og økt nettoresultat tilsvarende nettosummen av justeringen. I balansen ble immaterielle eiendeler økt med totalsummen på 9600, og utsatt skatt ble påvirket med summen av (tilbakeført goodwill\* ndss). Dette førte til en økning i netto eiendeler tilsvarende nettoverdien.

### ***5.5.3 Oppsummering målefeil***

Vi har nå justert regnskapet og balansen til Ekornes, med to typer målefeil 2.

Vi er i midler tid klar over at justeringer kan utligne hverandre, samt at justeringer kan forverre presisjonsnivået i regnskapstallene. Vi tror likevel at justeringene vil føre til at finansregnskapet vil nærme seg virkelig verdi. I så fall vil vi få et bedre grunnlag ved

utarbeiding av den fundamentale verdisettingen, da denne skal estimeres basert på virkelig verdi.

### *Presentasjon av justering i resultatposter for Ekornes*

<i>Nettoendringer justeringer Ekornes</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
- <i>ΔLønn og sosiale kostnader</i>	-16644	-20691	-14531	51865
- <i>Ordinære avskrivninger</i>				-9600
= <i>ΔDriftsresultat virksomhet</i>	<b>16644</b>	<b>20691</b>	<b>14531</b>	<b>-42303</b>
- <i>Driftsrelatert skattekostnad</i>	5165	6421	4509	-13128
= <i>Fullstendig nettoresultat til EK</i>	<b>11479</b>	<b>14270</b>	<b>10022</b>	<b>-29176</b>
= <i>Endring i EK</i>	<b>11479</b>	<b>14270</b>	<b>10022</b>	<b>-29176</b>

Tabell 5.11 – nettoendringer som følge av justeringer av lønn og avskrivninger

### *Presentasjon av justeringer i balanseposter for Ekornes*

Nettoendringer i IB og UB EK

<i>År</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
<i>Inngående egenkapital</i>	<b>0</b>	<b>11479</b>	<b>25749</b>	<b>35771</b>
+ <i>Fullstendig nettoresultat</i>	11479	14270	10022	-29176
= <i>Utgående egenkapital</i>	<b>11479</b>	<b>25749</b>	<b>35771</b>	<b>6595</b>

Tabell 5.12 – nettoendring som følge av justeringer

<i>Nettoendringer justeringer Ekornes</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Driftsrelaterte anleggsmidler	-	-	-	9600
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	-11479	-25749	-35771	-2979
<b><i>Egenkapital</i></b>	<b>11479</b>	<b>25749</b>	<b>35771</b>	<b>6621</b>

Tabell 5.13 – nettoendringer som følge av justering i lønn og avskrivninger

## 5.6 Presentasjon av omgruppert og justert finansregnskap

<b>Omgruppert og justert resultat for Ekornes ASA</b>						
<b>År</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Driftsinntekter</b>	<b>2012444</b>	<b>2247543</b>	<b>2291512</b>	<b>2507280</b>	<b>2573593</b>	<b>2673100</b>
- Vareforbruk	525209	516200	546748	574957	646743	676400
- Lønn og sosiale kostnader	531121	605927	638898	698859	700881	728800
- Ordinære avskrivninger	72051	83850	86920	91231	95828	110300
- Andre innkj.salgs og adm.kostn	475138	552759	574101	607249	648738	737200
<b>= Driftsresultat fra egen virksomhet</b>	<b>408925</b>	<b>488807</b>	<b>444845</b>	<b>534984</b>	<b>481403</b>	<b>420400</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	95046	113613	137943	165895	149280	130363
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>313879</b>	<b>375194</b>	<b>306902</b>	<b>369089</b>	<b>332123</b>	<b>290037</b>
+ Netto finansinntekt	4266	3193	3037	4919	6766	0
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>318145</b>	<b>378387</b>	<b>309938</b>	<b>374008</b>	<b>338890</b>	<b>290037</b>
+ Netto finanskostnad	-2156	-2144	-2304	-2843	-3387	-2304
<b>= Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>315989</b>	<b>376243</b>	<b>307634</b>	<b>371165</b>	<b>335503</b>	<b>287733</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	90366	-73591	-36167	-76949	62476	-234874
+ Unormalt netto finansresultat	8954	3349	11816	-10840	-20749	32250
<b>= Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>415310</b>	<b>306000</b>	<b>283283</b>	<b>283376</b>	<b>377230</b>	<b>85109</b>
+ Netto betalt utbytte	-218182	-235709	-266401	-277866	-261232	-128893
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>197128</b>	<b>70291</b>	<b>16882</b>	<b>5510</b>	<b>115998</b>	<b>-43784</b>

Tabell 5.13 – omgruppert og justert resultat Ekornes

<b>Netto driftsbalanse</b>		<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	724134	753442	788181	795429	881903	1040561
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	19830	58973	43887	25721	37627	28385
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>NAM</b>	<b>704304</b>	<b>694469</b>	<b>744294</b>	<b>769708</b>	<b>844276</b>	<b>1012176</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	417639	468643	524446	554016	584878	687524
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	348067	378933	402214	463349	436180	441523
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>DAK</b>	<b>69572</b>	<b>89710</b>	<b>122232</b>	<b>90667</b>	<b>148698</b>	<b>246001</b>
<b>Netto drifseiendeler</b>	<b>NDE</b>	<b>773876</b>	<b>784179</b>	<b>866526</b>	<b>860375</b>	<b>992974</b>	<b>1258177</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>EK</b>	<b>1092534</b>	<b>1162825</b>	<b>1179707</b>	<b>1185217</b>	<b>1301215</b>	<b>1257402</b>
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	50100	45300	50775	46875	40575	0
- Finansielle anleggsmidler	FAM	11453	13699	21517	19500	19211	16324
<b>= Langsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>LNFG</b>	<b>38647</b>	<b>31601</b>	<b>29258</b>	<b>27375</b>	<b>21364</b>	<b>-16324</b>
Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	0	0	0	3820	0	349289
- Finansielle omløpsmidler	FOM	357305	410247	342439	356037	329605	332191
<b>= Kortsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>KNFG</b>	<b>-357305</b>	<b>-410247</b>	<b>-342439</b>	<b>-352217</b>	<b>-329605</b>	<b>17098</b>
<b>= Netto finansiell gjeld</b>	<b>NFG</b>	<b>-318658</b>	<b>-378646</b>	<b>-313181</b>	<b>-324842</b>	<b>-308241</b>	<b>774</b>
<b>Netto driftskapital</b>	<b>NDK</b>	<b>773876</b>	<b>784179</b>	<b>866526</b>	<b>860375</b>	<b>992974</b>	<b>1258177</b>

Tabell 5.14 – omgruppert og justert balanse Ekornes

## 5.7 Forholdstallsanalyse

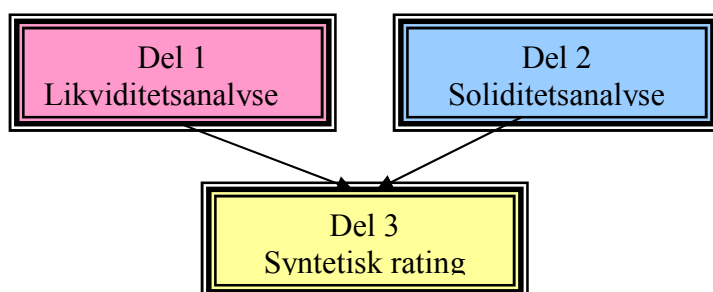
I de neste kapitlene skal vi foreta en bransjeanalyse hvor vi vurderer forholdstallene for Ekornes i forhold til bransjegjennomsnittet. Bransjen består av tre norske møbelaktører, og en italiensk møbelprodusent.

Alle forholdstall som fremkommer er basert på normaliserte tall, hvilket øker kvaliteten på tallene i forhold til fremskriving og budsjettering i siste del av oppgaven. Ved vurderingen av risikoanalysen er klar over at ved å benytte de normaliserte tallene er ”støyen” i tallene og tilhørende risiko til en viss grad eliminert som følge av at uregelmessige hendelser er luket ut. Vi vil av denne grunn få frem forholdstall som er mindre volatile enn de i ”realiteten” er (BUS 424, 2008).

### 5.7.1 Rammeverk for forholdstallsanalysen

I forholdstallsanalysen vil vi utarbeide en risikoanalyse som del 1, lønnsomhetsanalyse som del 2 og vekstanalyse som del 3 som vist i modellen under.

#### Del 1 - Risikoanalyse



#### Del 2 - Lønnsomhetsanalyse



Modell 5.4 – Rammeverk for forholdstallsanalysen (BUS 424, 2008).

### *Tidsvektet snitt*

Ekornes har hatt en jevn positiv vekst, og har holdt en stødig kurs over flere år. Vi velger av den grunn å vekte årene fra 2004 til 2008 med relativ lik tyngde, dog mest tyngde de siste regnskapsår. Se tabellen under. Vektingen benytter vi for å beregne tidsvektet gjennomsnittstall for forholdstall både for Ekornes og for bransjen.

<i>År</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
<i>Vekting</i>	0,125	0,15	0,225	0,25	0,25

Tabell 5.15 – Vekting i analyseperioden

## ***6 Risikoanalyse***

Analysen av risiko består av analyse av kortsiktig risiko gjennom en likviditetsanalyse, langsiktig risiko gjennom en soliditetsanalyse hvorpå disse to analysene blir oppsummert i en syntetisk rating. Tapstillegg for avkastningskravet blir utledet av den syntetiske ratingen.

Total risiko består av systematisk risiko og utsystematisk risiko, hvor systematisk risiko er avkastningen i markedet, og den utsystematiske risikoen er selskapsspesifikk risiko. Med utgangspunkt i investororientert analyse, er ikke selskapsspesifikk risiko relevant da det forutsettes av investorer har diversifisert bort denne type risiko gjennom en veldiversifisert aksjeportefølje – i teorien. I realiteten vil det finnes imperfeksjoner i markedet, hvilket fører til at vi også må analysere den selskapsspesifikke risikoen.

Vi starter med å avdekke den selskapsspesifikke risikoen gjennom likviditets- og soliditetsanalyse, hvilket vil være utgangspunktet for tapstillegget og kredittrisikopremie for avkastningskravet i egenkapitalen

## 6.1 Kortsiktig risiko

### 6.1.1 Likviditetstgrad 1 (LG1)

Likviditetsgrad 1 belyser hvilken grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld – og kravet for sunnhet i denne sammenheng er at forholdstallet skal være 1 eller større.

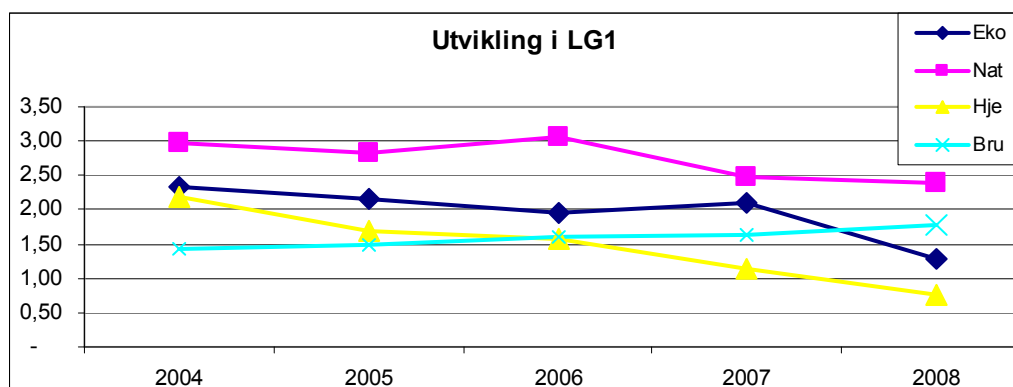
LG1 fremkommer ved å ta driftsrelaterte omløpsmidler + finansielle omløpsmidler dividert på kortsiktig drifts- og finansiell gjeld.

$$LG1 = (DOM + FOM)/(KDG+KFG)$$

	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<b>LG1 Eko</b>	2,32	2,16	1,95	2,10	1,29	1,90
<b>LG1*</b>	2,22	2,04	2,05	1,84	1,56	1,90

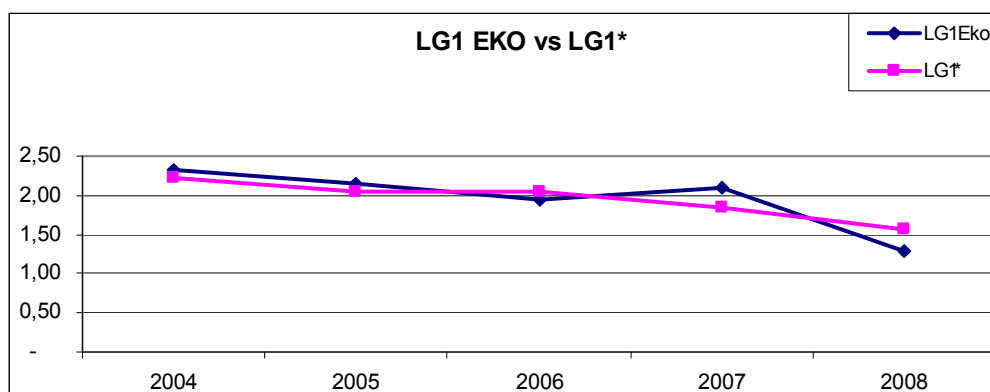
Tabell 6.1 – LG1 Eko vs LG1\*

Som vi ser av tabell 6.1 ligger Ekornes langt over sunnhetsgrensen på 1 over hele analyseperioden, men har i likhet med konkurrentene fått en reduksjon i 2008 og er nå på 1,29, mot bransjens LG1 på 1,56 %. Dette er et dårlig signal. Ekornes har en gjennomsnittlig tidsvektet likviditetsgrad på 1,90, hvilket ligger på samme nivå som bransjen. Oppsummert kan slå fast at Ekornes har en markant negativ utvikling i likviditet, hvilket gir dårlige signal. Siden LG1 er større enn 1, er det **ikke økt risiko på kort sikt**.



Figur 6.1 – utvikling i LG1 for Ekornes og konkurrenter





Figur 6.2 – utvikling i LG1 for Ekornes vs bransjen (LG1\*)

### 6.1.2 Likviditetsgrad 2 (LG2)

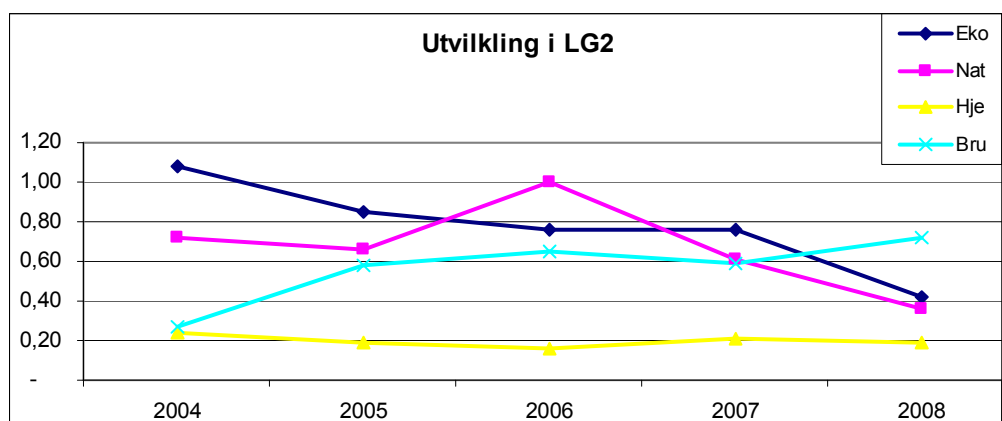
Likviditetsgrad 2, også kalt syretesten, analyserer andelen av mest likvide omløpsmidler i forhold til kortsiktig gjeld. Forholdstallet fremkommer ved å dele de mest likvide omløpsmidler på kortsiktig gjeld. Dette forholdstallet har en sunnhetsindikator på 1 eller større (Tellefsen og Langli, 2005).

$$LG2 = (FOM)/(KDG+KFG)$$

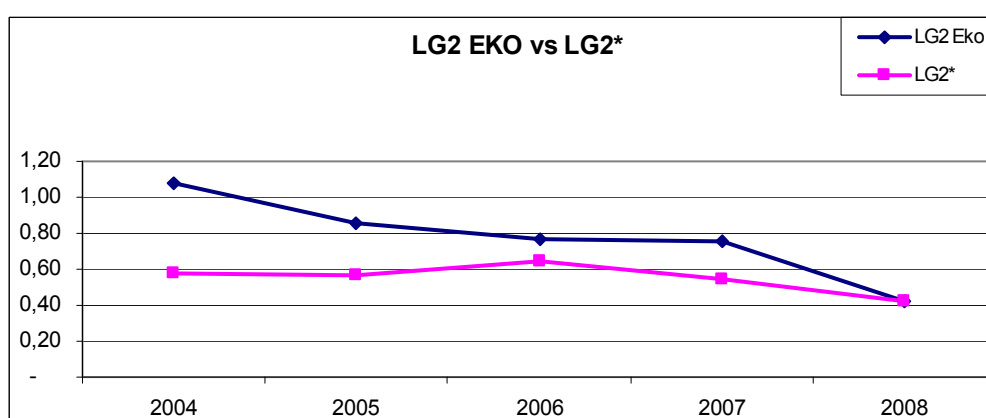
	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<b>LG2 Eko</b>	1,08	0,85	0,76	0,76	0,42	0,73
<b>LG2*</b>	0,58	0,57	0,64	0,54	0,42	0,54

Tabell 6.2 – LG2 Eko vs LG2\*

Vi ser at Ekornes har hatt en betydelig reduksjon i LG2 siden år 2004, hvilket vitner om en økt risiko i likviditeten for Ekornes. På den andre siden har Ekornes lagt på et betraktelig høyere nivå enn bransjen fra 2004 til 2007. I 2008 ligger Ekornes likt med bransjetallet på 0,42. Det gjennomsnittelige tidsvektede tallet for LG2 for Ekornes er 0,73, og det tidsvektede snittet for bransjen ligger på 0,54. Ekornes har høyere nivå på LG2 enn bransjen, men tallene signaliserer at Ekornes og bransjen har en synkende likviditet, hvilket gir **dårlige signal** og **økt kredittrisiko**.



Figur 6.3 – utvikling i LG2 for Ekornes og konkurrenter



Figur 6.4 – utvikling i LG2 for Ekornes vs bransjen (LG2\*)

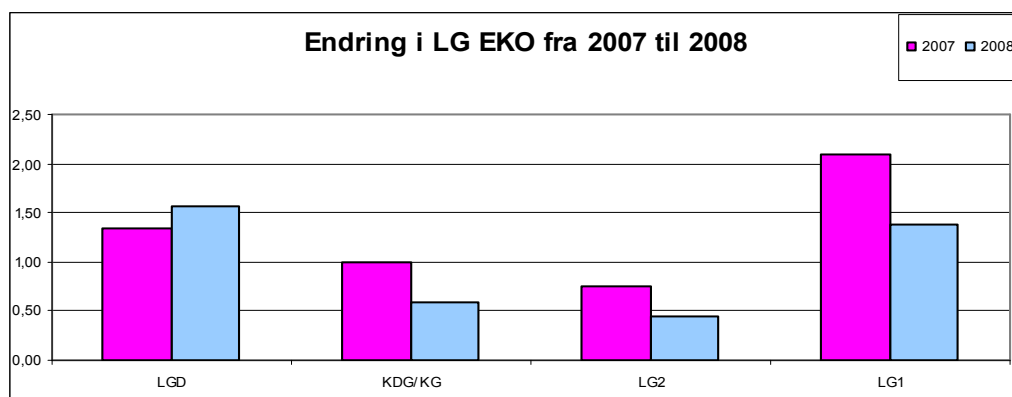
### 6.1.3 Dekomponering av likviditetsgrad 1

Som følge av faresignal i likviditetsgraden ønsker vi å dekomponere LG1 for 2008 for å se hvor problemet ligger, og se dette i sammenheng med Ekornes dekomponerte LG1 i 2007. Videre vil vi vurdere den dekomponerte LG1 for Ekornes mot bransjen i 2008 for å se hvor Ekornes skiller seg fra bransjen. Avslutningsvis vil vi vurdere den tidsvekta dekomponerte likviditetsgraden mellom Ekornes og bransjen.

	2004	2005	2006	2007	2008	TVSEKO	TVSLG*
<b>LG2</b>	1,24	1,30	1,20	1,34	1,56	1,34	1,69
* <b>KDG/KG</b>	1,00	1,00	0,99	1,00	0,56	0,89	0,77
+ <b>LG2</b>	1,08	0,85	0,76	0,76	0,42	0,73	0,53
= <b>LG1</b>	2,32	2,16	1,95	2,10	1,29	1,90	1,90

Tabell 6.3 – dekomponering av LG1 Eko og LG1\*

### 6.1.3.1 Endring i LG Eko fra 2007 til 2008



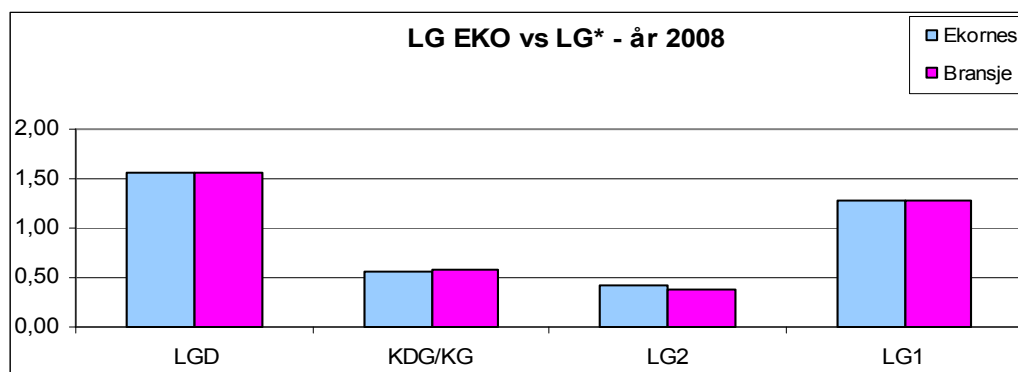
Figur 6.5 – Dekomponert likviditetsgrad for Ekornes fra 2007 til 2008

Vi ser fra figur 6.5 at LG1 Eko har sunket fra 2,1 til 1,29 fra 2007 til 2008, hvilket er et følge av økt kortsiktig finansiell gjeld. Dette fører til at FKG har økt KG betydelig og andel KDG av KG er redusert fra 1 til ca 0,5. Dette slår seg ut i negativ forstand i LG2 og dermed redusert LG1. Lyspunktet er økning i driftslikviditeten som kommer av økt DOM og konstant KDG fra 2007 til 2008.

Økning i kortsiktig finansiell gjeld på 297 mill NOK er en følge av terminkontraktens markedsverdi utgjorde -297 mill NOK 31.12.08 på grunn av svekket kronekurs. På samme tid har driftrelaterte omløpsmidler økt med om lag 100 mill NOK, hvilket har dempet noe for den økte kortsiktige finansielle gjelden (se omgruppert balanse). Følgene er at driftslikviditeten har gått fra 1,3 til 1,56. Videre er LG2 påvirket gjennom en økt KG. Totalt er LG2 gått fra 0,76 til 0,42, og er med dette langt fra sunnhetsnivået på 1.

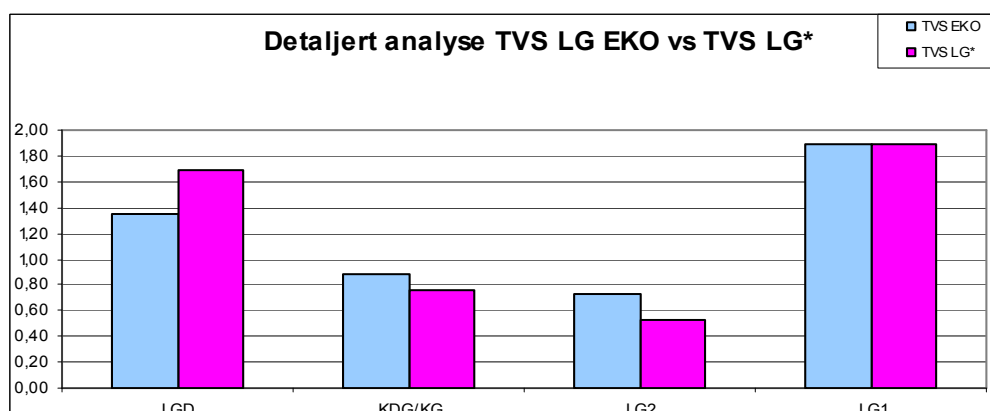
Markedsverdien på terminkontraktene økes med styrking av NOK, og reduseres ved svekkelse av NOK, og varierer fra år til år med ulik størrelse. Denne posten har gitt Ekornes et unormalt og betydelig negativt utslag i 2008 og det er på ingen måte gitt at denne effekten vil oppstå i samme grad i 2009 eller senere, men tallene i seg selv gir grunn til bekymring.

### 6.1.4 Dekomponert LG1 Eko vs bransjen for 2008



Figur 6.6 – Likviditetsgrad Ekornes vs bransjen år 2008

I figuren over fremstår Ekornes med samme likviditet som bransjen. Vi kan fastslå at Ekornes ikke har noen likviditetsmessige fordeler i forhold til bransjen i 2008.



Figur 6.7 – Tidsvektet snitt av likviditetsgrad Ekornes vs bransjen (2004-2008)

Ut fra det tidsvektede snittet av komponentene i likviditetsgraden, ser vi at Ekornes totalt sett ligger på akkurat samme nivå for LG1. Derimot viser det seg at bransjen har en sterkere driftslikviditet enn Ekornes. Dette utlignes ved at Ekornes ligger høyre på KDG/KG samt LG2. Dette gir nøytrale signal for Ekornes, og vitner om at Ekornes kortsiktige risiko ligger på nivå med bransjens.

Oppsummert kan vi si at Ekornes har falt dramatisk fra 2007 til 2008 og da i hovedsak på grunn av svekkelse av den norske kronen frem mot 31.12.08. Men at Ekornes har lagt på et høyt nivå gjennom hele analyseperioden relativt til bransjen.

Så lenge vi vet at kortsiktig finansiell gjeld er unormal og ikke en post som er fast, kan vi med relativt stor trygghet si at Ekornes er bedrift med solid likviditet, over tid, hvilket gir **gode signaler** for Ekornes og gir **svak økning i risiko på kort sikt**.

### **6.1.5 Finansiell rentedekningsgrad (FRDG) i balansen**

Gjeldsdekning i balansen kan måles ved finansiell gjeldsdekningsgrad. Sunnhetsnivået på dette forholdstallet er en FGDG >1. Verdier på dette nivået eller høyere, indikerer at selskapet har finansielle eiendeler som kan dekke inn den finansielle gjelden.

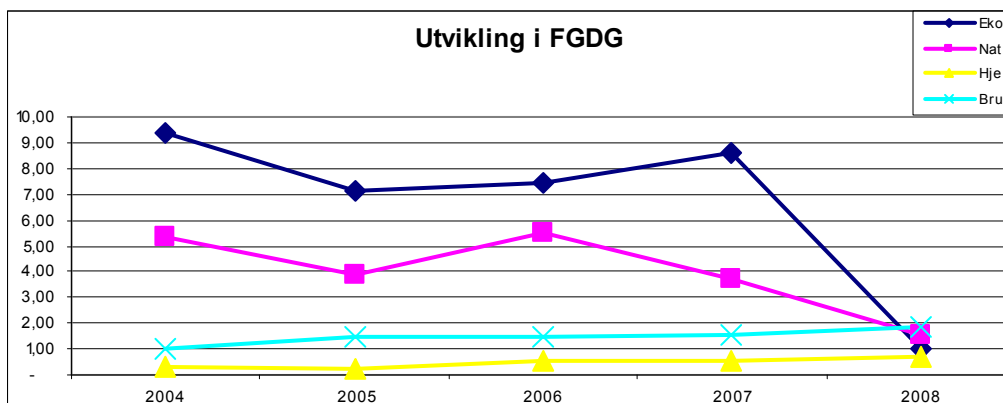
Risikoaspektet styrkes dersom Ekornes har mindre finansielle eiendeler enn finansiell gjeld.

$$FGDG = FE/FG$$

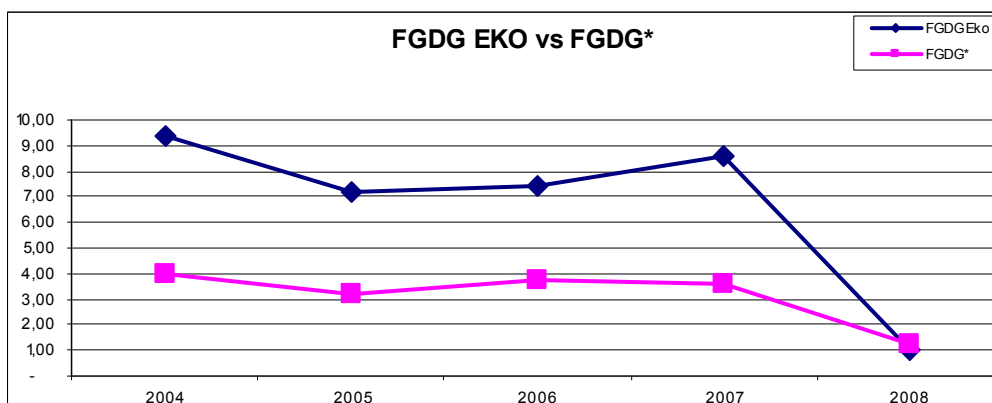
	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<b>FGDG Eko</b>	9,36	7,17	7,41	8,60	1,00	6,31
<b>FGDG*</b>	4,00	3,17	3,74	3,60	1,29	3,04

Tabell 6.4 – FGDG Eko vs FGDG\*

Vi ser at Ekornes har hatt en FGDG i løpet av analyseperioden og at denne har lagt godt over bransjen. Fra samme tabell får vi også frem at Ekornes faller fra 8,6 i 2007 og ender på 1 i 2008, hvilket er noe lavere enn bransjen for øvrig som ligger på 1,29. Dette kommer av at Ekornes har økt sin kortsiktige finansielle gjeld på grunn av verdi på terminkontrakter. Om vi ser på det tidsvektede snittet for Ekornes og bransjen, så ligger de på henholdsvis 6,31 og 3,04. Tallene er sterke og godt over sunnhetsnivået på 1, hvilket er bra, men tendensen i **utviklingen er negativ**. Oppsummert kan vi likevel antyde **ingen økning i risiko** som følge av at sunnhetsnivået på 1 er nådd.



Figur 6.8 – utvikling i FGDG for Ekornes og konkurrenter



Figur 6.9 – utvikling i FGDG for Ekornes vs bransjen (FGDG\*)

### 6.1.6 Rentedeckningsgrad gjennom resultat og kontantstrøm

Rentedeckningsgraden forteller hvilken sikkerhetsmargin kreditorer har for at renter og avdrag skal bli betalt til rett tid. Forholdstallet viser hvor mange ganger selskapet er i stand til å betale nåværende renter med utgangspunkt i nåværende overskudd (Tellefsen og Langli, 2005).

Jo større forholdstallene er, dess mindre risiko. For å beregne rentedeckningsgraden, heretter RDG, benytter vi nettoresultatet til sysselsatt kapital (NRS) og dividerer på netto finanskostnad (NFK).

$$RDG = NRS / NFK$$

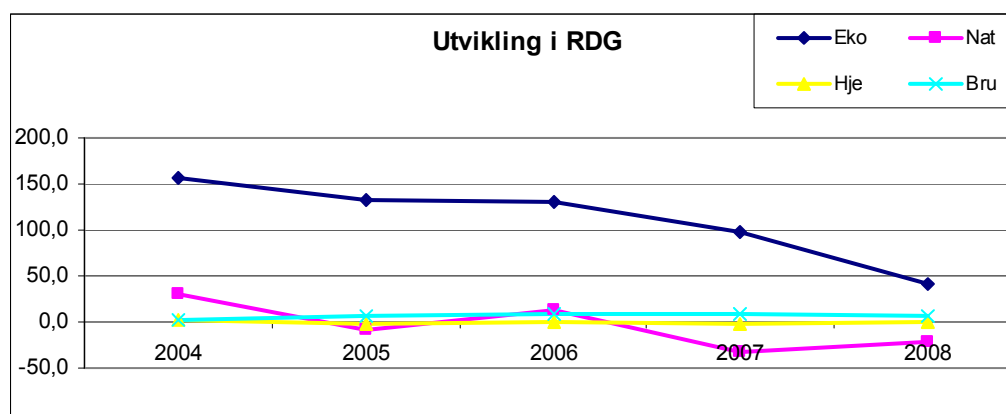
	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<b>RDG Eko</b>	157,3	133,2	129,8	98,1	42,4	104,0
<b>RDG*</b>	48,17	31,84	37,98	18,06	6,73	25,5

Tabell 6.5 – RDG Eko vs RDG\*

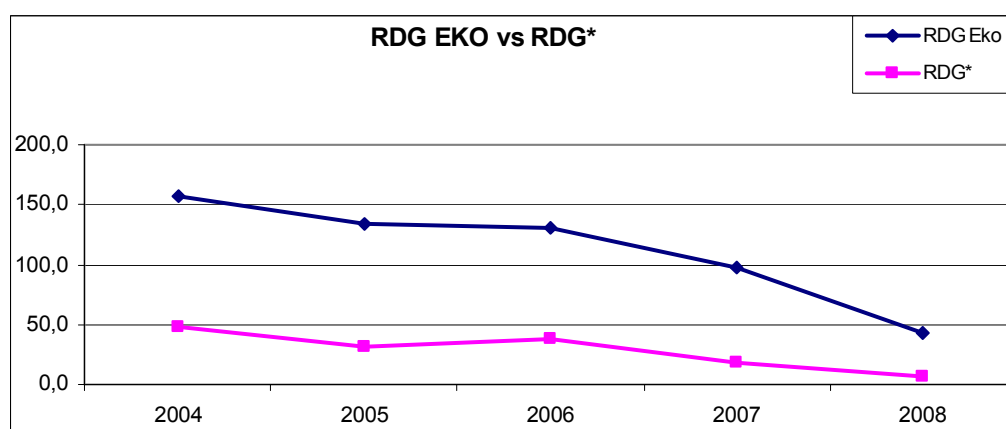
Jamfør figur 6.10 har Ekornes en svært høy rentedeigningsgrad – også for 2008, og vi ser at samtlige av konkurrentene ligger på 0, samt noen som ligger på minussiden.

I følge tabell 6.5 ligger Ekornes langt over bransjen, og samtidig ser vi at tallene utvikler seg relativt likt fra år til år. Det tidsvektede snittet for Ekornes er 124,8 mot bransjens 31,8.

På dette området er Ekornes **solid** og **nåværende kreditorer bærer en liten risiko**.



Figur 6.10 – utvikling i RDG for Ekornes og konkurrenter



Figur 6.11 – utvikling i RDG for Ekornes vs bransjen (RDG\*)

### 6.1.7 Analyse av endring i likviditet - finansielle eiendeler (FE)

<b>Endring i finansielle eiendeler</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Netto driftsresultat	337114	306902	369089	332123	289959
+ Unormalt netto driftsresultat	-35512	-36167	-76949	62476	-235636
- Δ i netto driftseiendeler	10303	82347	-6151	132599	265203
= <b>Fri CF fra drift</b>	<b>291299</b>	<b>188388</b>	<b>298291</b>	<b>262001</b>	<b>-210880</b>
+ Netto finanskostnad	-2144	-2304	-2843	-3387	-6842
+ Δ i finansiell gjeld	-4800	5475	-80	-10120	308714
= <b>Fri CF til EK fra drift</b>	<b>284355</b>	<b>191559</b>	<b>295368</b>	<b>248494</b>	<b>90992</b>
- Netto betalt utbytte	235709	266401	277866	261232	128893
= <b>Fri CF til fin. investering</b>	<b>48646</b>	<b>-74842</b>	<b>17502</b>	<b>-12738</b>	<b>-37901</b>
+ Netto finansinntekt	3193	3037	4919	6766	5335
+ Unormalt netto finansinntekt	3349	11816	-10840	-20749	32278
= <b>Δ i finansielle eiendeler</b>	<b>55188</b>	<b>-59990</b>	<b>11581</b>	<b>-26721</b>	<b>-289</b>
+ IB finansielle eiendeler	368758	423946	363956	375537	348816
= <b>UB finansielle eiendeler</b>	<b>423946</b>	<b>363956</b>	<b>375537</b>	<b>348816</b>	<b>348527</b>

Tabell 6.6 – Endring av finansielle eiendeler

Vi ser at Ekornes har en negativ fri CF fra drift i 2008. Dett er følge av en betydelig negativ dirty surplus. Vi ser også at Ekornes har økt netto driftseiendeler med over 260 mill NOK hvor av 156 mill NOK kommer fra økte investeringer i anleggsmidler og 100 mill NOK stammer fra øke driftsrelaterte omløpsmidler. Videre ser vi at Ekornes har hatt en økning i finansiell gjeld som på ingen måte fører til økte likvider til Ekornes da dette stammer fra verdi på terminkontraktene. Fri CF fra drift viser et **unormalt negativt mønster** fra Ekornes sin side, som har hatt en sterk generering av fri CF fra drift gjennom hele analyseperioden. Fordelen er likevel at Ekornes har investert betydelig i anleggsmidler hvilket vil ruste Ekornes for fremtiden. Det er åpenbart at Ekornes for regnskapsåret 2008 ikke har likviditet til å bygge opp finansielle reserver, og vi anser utfallet av analysen som **økt risiko på kort sikt**.

### 6.1.8 Konklusjon likviditetsanalyse

Vi ser i de fleste beregninger av forholdstallene at Ekornes har et brattere fall enn konkurrentene, og dette gir ikke gode indikasjoner i så måte, men vi vet at dette er på



grunn av verdi på terminkontrakter. Som argumentert tidligere, er ikke denne gjelden noe Ekornes har normalt sett har, og vil anser det som lite relevant å fatte noen beslutning på bakgrunn av denne og dens påvirkninger i 2008. Vi ønsker av den grunn å ta hensyn til de tidsvektede snittene.

**Oppsummeringstabell:**

	<b>TVs Eko</b>	<b>TVS *</b>
<b>LG1</b>	1,90	1,90
<b>LG Drift</b>	1,34	1,69
<b>KDG/KG</b>	0,89	0,77
<b>LG2</b>	0,73	0,54
<b>FGDG</b>	6,31	0,54
<b>RDG</b>	104	25,5

Tabell 6.7 - tidsvektede snitt i likviditetsanalysen.

De tidsvektede snittverdiene indikerer at Ekornes har en LG1 som bransjen for øvrig, men at bransjen ligger høyere enn Ekornes på likviditetsgrad i drift, og lavere på kortsiktig driftsrelatert gjeld. Når vi ser på LG2, FGDG og RDG ligger Ekornes høyere enn bransjen, og dette vitner om lavere risiko enn bransjen på disse punktene.

Med dette konkluderer vi, om enn noe forsiktig, at Ekornes er en virksomhet med god likviditet i likhet med møbelbransjen forøvrig og har dermed en relativt lav kortsiktig risiko.

## **6.2 Langsiktig risiko - soliditet**

Soliditetsanalyse har som formål å kartlegge om bedrifter har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap. Med global finanskrisen som en realitet, er det svært mange bedrifter som vil oppleve redusert omsetning og redusert overskudd. Dette gjelder også for Ekornes og da er spørsmålet om Ekornes har økonomiske ressurser til å kunne takle motgang en tid fremover.

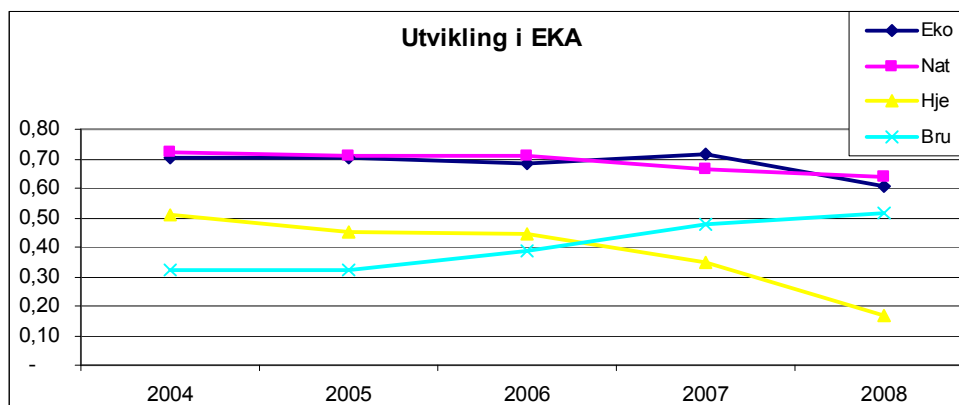
### 6.2.1 Egenkapitalandelen

EKA belyser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital og dermed hvor mye verdiene av eiendelene kan synke før kreditorenes krav kommer i fare. Dess større del av totalkapitalen som består av egenkapital dess bedre stilt er selskapet (Tellefsen og Langli, 2005). Selskap som har negativ EKA har en betydelig kredittrisiko.

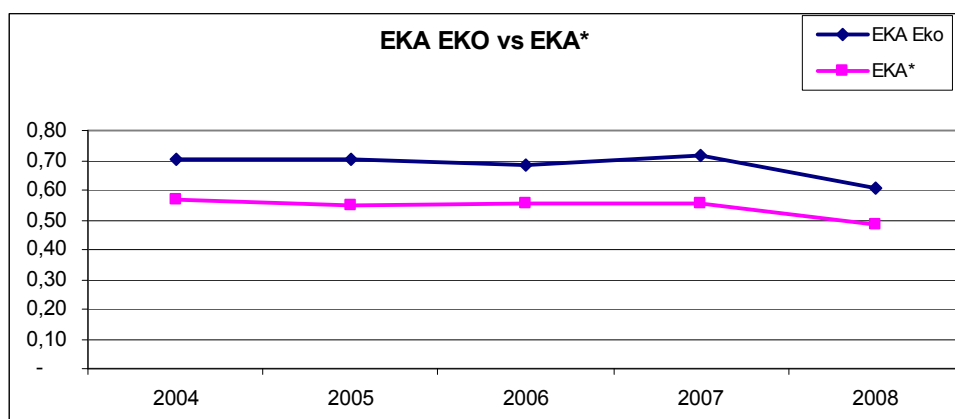
	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<b>EKA Eko</b>	0,71	0,70	0,69	0,72	0,61	0,68
<b>EKA*</b>	0,57	0,55	0,56	0,55	0,48	0,54

Tabell 6.8 – EKA Eko vs EKA\*

Ut fra tabellen over ser vi at Ekornes har en EKA på ca 0,70 over hele analyseperioden, men at EKA faller fra 0,72 til 0,61 fra år 2007 til 2008. Dette gir en svak negativ utvikling for Ekornes. Sett i forhold til bransjen ligger Ekornes godt over bransjensnittet hvilket tyder på at Ekornes har en høyere andel egenkapital enn bransjen forøvrig. Når vi ser på den tidsvektet snittet for egenkapitalandelen, så har Ekornes en andel på 0,68 som ligger godt over bransjens tidsvektede snitt på 0,54. Dette viser at Ekornes har en god egenkapitalandel, dog noe svekket, men som samlet gir **gode signal** og **lav langsiktig risiko**.



Figur 6.12 – utvikling i Egenkapitalandelen for Ekornes og konkurrenter



Figur 6.13 – utvikling i LG2 for Ekornes vs bransjen (LG2\*)

## 6.2.2 Finansieringsmatrise

Som et ledd i soliditetsanalysen har vi valgt å sette opp en finansieringsmatrise som viser hvordan Ekornes og bransjen er finansiert med egenkapital, kostsiktig gjeld og langsiktig gjeld fordelt på anleggsmidler og omløpsmidler. Dess lenger virksomhetene beveger seg vannrett mot høyre i øvre del av matrisen, dess større er risikoen, og dess raskere verdiene går loddrett for så å gå mot høyre, dess mindre risiko. Forholdsmessig kan vi si at EK er den minst risikable finansieringsformen, mens KG er den mest risikable finansieringsformen. I følge Langli og Ytterland (2005) skal langsiktig kapital dekke 100 % av anleggsmidler og 50 % av omløpsmidler.

<i>Eko i %</i>	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1,00						0,50
FAM	1,00						0,01
DOM	0,29	-	0,04	-	0,64	0,02	0,33
FOM						1,00	0,16
TK	0,61		0,01		0,21	0,17	1

Tabell 6.9 – finansieringsmatrise for Ekornes

<b>Bransjen* i %</b>	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
DAM	1,00						0,19
FAM	1,00						0,04
DOM	0,64	0,00	0,01	0,08	0,27		0,46
FOM					0,51	0,49	0,31
TK	0,52	0,00	0,01	0,04	0,28	0,16	1,00

Tabell 6.10 – finansieringsmatrise for bransjen

Vi ser av første tabellen over at Ekornes har en solid EK, som dekker inn DAM og FAM, samt 29 % av DOM. Bransjen følger det samme mønsteret som Ekornes, men har samtidig en EK som dekker 64 % av DOM, hvilket er langt bedre enn for Ekornes. Når det gjelder inndekking av DOM, så har Ekornes 64 % fra KDG, og dette er et **faresignal**.

Konkurrentenes andel av KDG vs DOM\* er 27 %, hvilket vitner om mindre risiko. Videre ser vi at Ekornes har dekt inn FOM ved KFG med 100 %, mot bransjens 49 %. På den andre siden har Ekornes en EK andel på 61 % mot bransjens andel på 52 %, hvilket er Ekornes styrke i så måte. Oppsummert kan vi si at Ekornes har en betydelig andel av KDG vs DOM, hvilket skyldes i all hovedsak verdi på terminkontrakter. Dette gjør at Ekornes har noe **svakere soliditet** i 2008 enn bransjen for øvrig.

Oppsummert kan vi si at Ekornes har en **god soliditet** og en **lav moderat risiko på lang sikt**.

### **6.2.3 Konklusjon soliditetsanalyse**

Det er åpenbart at Ekornes har redusert resultat og CF fra drift for 2008 som følge av finanskrisen, og spørsmålet er hvor lang tid det tar bunnen av finanskrisen er nådd, og om Ekornes har en egenkapital som tåler eventuelle tap over de kommende årene.

Ekornes tidsvektede snittet for egenkapitalandelen er på hele 61 % hvilket ligger høyere enn det tidsvektede bransjensnittet som ligger på 51 %. I 2008 har Ekornes en EKA på 61 % mot bransjensnittet på 48 %. Dette viser at Ekornes og bransjen har en høy andel av egenkapital, hvilket lover godt for opprettholdelse av virksomhetene til tross for vanskelige tider fremover.

Ekornes svakhet fremkommer i finansieringsmatrisen hvor Ekornes har en betydelig andel av kortsiktig gjeld, hele 64 % som dekker inn OMD. Dette er et element som øker risikoen for konsernet i så måte. Dette er i all hovedsak knyttet til verdi på terminkontrakter.

Oppsummert kan vi konkludere med at Ekornes er et **konsern med god soliditet** som vil kunne tåle tap i fremtiden på bakgrunn av sin solide egenkapital. Ekornes styrker er lav langsiktig gjeld, normalt sett svært lav kortsiktig gjeld og en betydelig CF til EK etter utbytte. Alle disse egenskapene har Ekornes hatt frem til og med 2007, hvilket har satt Ekornes i en solid posisjon.

For 2008 har styret vedtatt at det utbetalt utbytte skal halveres, hvilket har sikret opprettholdelse av CF til EK i 2008 og årene fremover, se avsnitt om vekstanalyse.

Ytterligere analyse av soliditeten til selskapet gjøres ved hjelp av en lønnsomhetsanalyse, hvilket følger senere i eget kapittel.

### 6.3 Syntetisk rating

Som en oppsummering av likviditets- og soliditetsanalysen har vi foretatt en syntetisk rating av de viktigste forholdstallene i overstående analyser.

Ratingen er basert på Standard and Poors ratingklasser, se tabell 6.11 under. Her har vi også lagt til konkurssannsynligheten pr ratenivå, og angitt hvilket nivå tilsvarer ”investment grade”, ”spekulative” og til sist ”in default”.

	LG1	rdg	ekp	ndr	Konk.sanns.	
AAA	11,60	16,90	0,94	0,35	0,0001	"Inv. Grade"
AA	6,20	6,30	0,85	0,27	0,0012	
A	3,00	3,35	0,66	0,17	0,0024	
BBB	1,70	2,16	0,44	0,10	0,0037	"Spekulative"
BB	1,20	1,22	0,32	0,07	0,0136	
B	0,90	0,90	0,22	0,04	0,0608	
CCC	0,60	0,07	0,13	0,01	0,3085	
CC	0,50	0,76	0,08	-0,02	0,5418	
C	0,40	1,58	0,02	-0,04	0,7752	"In default"
D	0,30	-2,41	0,18	-0,18	0,9999	

Tabell 6.11 – Standard and Poors ratingklasser

<b>Ekornes</b>	<b>2008</b>	<b>TVS</b>
LG1	1,29 BB	1,90 BBB
rdg	42,38 AAA++	104,0 AAA++
ekp	0,61 A-	0,68 A
ndr	0,30 AA+	0,44 AAA+
<b>Konklusjon</b>	<b>A+</b>	<b>AA+</b>
<b>Bransjen</b>	<b>2008</b>	<b>TVS*</b>
LG1	1,56 BB+	1,90 BBB
rdg	6,73 AA	25,65 AAA+
ekp	0,48 BBB	0,53 BBB+
ndr	0,13 CCC	0,27 B-
<b>Konklusjon</b>	<b>BB+</b>	<b>BBB</b>

Tabell 6.12 – Syntetisk rating av Ekornes og bransjen

Tabellen over viser at Ekornes og bransjen får en rating på henholdsvis A+ og BB+ for regnskapsår 2008. Dette vitner om en solid og god rating på alle områder så nær som ndr for bransjen i 2008 som får en rating på CCC. Ekornes får en oppsummert tidsvektet rating i 2008 på **AA+** mot bransjens tidsvektede snitt på BBB. Ekornes styrke er lønnsomhetsmålet nettodriftsrentabilitet, ndr, på 44 %, som ligger langt over bransjens ndr på 27 %.

Totalt sett er Ekornes innenfor ”Investment grade” som vist i tabell over, og får en konkurssannsynlighet på 0,0012 – altså ingen utsikter til konkurs.

Vi kan slå fast at Ekornes har lav grad av selskapsspesifikk risiko.

## ***6.4 Konklusjon av risikoanalysen***

Oppsummert av første del av nøkkeltallsanalysen er at Ekornes så vel som bransjen har en god likviditet og en robust soliditet, til tross for en reduksjon i alle forholdstall fra 2007 til 2008. Det er med andre ord merkbart at det er en tøff markedsmessig situasjon for møbelbransjen.

På bakgrunn av likviditetsanalysen kunne vi antyde en viss økning i kortsiktig risiko som følge av økonomisk krise. For Ekornes sin del knyttet dette seg spesifikt til en betydelig økning i kortsiktig gjeld som følge av valutaendringer i markedet. Da vi ikke vurderte denne formen for kortsiktig gjeld som normalt for Ekornes, konkluderte vi med at Ekornes har god likviditet og at resultatene gir svak økning i risiko på kort sikt.

I soliditetsanalysen vist det seg at Ekornes hadde en sterk og solid egenkapitalandel, hvilket fører til at Ekornes kan tåle tap i fremtiden. Ut fra finansieringsmatrisen kom det frem at Ekornes har høy andel av kortsiktig gjeld til inndekking av driftsrelaterede omløpsmidler hvilket gir negative signaler i forhold til Ekornes kapitalstruktur. Dette knyttet seg til verdi på terminkontrakter, hvilket betyr at dette ikke er av varig karakter for Ekornes. Vi oppsummerte med at Ekornes har en god soliditet med påfølgende lav risiko på lang sikt.

Ved oppsummering av de to analysene samt lønnsomhetsmålet netto driftsrentabilitet i en syntetisk rating fikk Ekornes karakter **A+** som rating for 2008, og karakter **AA+** for det tidsvektede snittet for analyseperioden. Vi fastslår ut fra dette at Ekornes har svært lav selskapsspesifikk risiko.

## ***7 Analyse av krav***

Helt essensielt for en bedrifts videre levetid, er grad av lønnsomhet i bedriften. Derfor skal vi nå utarbeide ulike avkastningskrav for å finne nåverdien av bedriftens verdier i fremtiden. Dette vil også fungerer som en målestokk for hva rentabiliteten bør være over analyseperioden (BUS 424,2008). Avkastningskravet reflekterer hvilken avkastning eierne og andre kapitalleverandører kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med samme *risiko*. (finansielleemner.cappelendamm.no). En kapital er bare lønnsom dersom den genererer merrentabilitet, det vil si rentabilitet utover kravet.

Til slutt i denne delen av oppgaven skal vi kartlegge et vektet selskapskrav for Ekornes, nærmere bestemt krav til netto driftskapital (ndk). Her vektet kravet til egenkapitalen, kravet til minoriteten (mik) og kravet til netto finansiell gjeld (nfgk). I tilfellet Ekornes er ikke minoriteter relevante, dermed vektet ndk ved ekk og nfgk. Alle krav som inngår i

estimatene vil være nyttige i en videre delanalyse av Ekornes' lønnsomhet. Spesielt egenkapitalkravet er interessant, da egenkapitalrentabiliteten må overstige kravet for at bedriften skal inneha en strategisk fordel.

## 7.1 Egenkapitalkravet

I analyser er kapitalverdimodellen (CAPM) mye brukt for å beregne kravet til egenkapitalavkastning i en virksomhet. Modellen forutsetter et effisient marked, hvor investorene bare får betalt for å bære systematisk risiko. Usystematisk risiko kan investorene bli kvitt ved diversifisering (Brealey et al 2006).

I praksis holder ikke disse forutsetningene, da det er vanskelig å oppnå perfekt informasjon i kapitalmarkedet. Likevel anser vi kapitalverdimodellen som en god modell for vårt analyseformål, underbygget av modellens hyppige bruk i allmennheten. CAPM er gitt ved:

$$ekk = rf + \beta_{EK} * (r_m - rf)$$

hvor egenkapitalbeta  $\beta_{EK}$  er mål på den systematiske risikoen,  $r_f$  er risikofri rente og  $r_m$  er markedsavkastningen.

For å kompensere for markedssvikt, som oppstår blant annet når investorene og virksomheten har ulik informasjon, eller at investorene av andre grunner ønsker å være lite diversifiserte, kan en velge å legge til en illikviditetspremie ( $\Lambda$ ). Denne representerer den premien investorene krever for å bære usystematisk, eller bedriftsspesifikk risiko, og gir følgende versjon av CAPM:

$$ekk = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f) + \Lambda$$

Illikviditetspremien bør vanligvis være 0-5 %, avhengig av grad av markedssvikt i den aktuelle aksjen, og selskapsspesifikk risiko til den aktuelle virksomheten. (KK).

Tidligere har vi vurdert Ekornes som en bedrift med relativt god likviditet over analyseperioden, noe som indikerer en lav selskapsspesifikk risiko. Samtidig har Ekornes hatt lite lån og en høy egenkapitalandel i perioden. Ekornes har et høyt antall aksjonærer, og en aksje som har vært relativt mye omsatt på børs. På grunnlag av dette velger vi *ikke* å legge til noe illikviditetspremie for Ekornes. Dette gjelder også for 2008 til tross for en klar



nedgang i alle nøkkeltall, da vi vurderer terminkontraktene som en avgjørende faktor for denne endringen.

Vi vil nå estimere komponentene som modellen består av for å komme frem til et passende egenkapitalkrav.

### ***7.1.1 Risikofri rente***

Som estimat på risikofri rente har vi tatt utgangspunkt i 3 måneders effektiv Nibor-rente med fradrag av en risikopremie på 10% og etter 28% skatt. Jf. Tabell xx. NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate) er den rente norske banker er villige til å låne hverandre penger for i en spesifisert periode. Det norske depositmarkedet er illikvid, og det er derfor valgt å benytte implisitte renter som offisielle NIBOR. I Norge er derfor NIBOR-renten basert på USD-renten for den aktuelle løpetid, med korreksjon for rentedifferansen mellom NOK-rentene og USD-rentene ([www.dnbno.no](http://www.dnbno.no)).

### ***7.1.2 Egenkapitalbeta***

Beta er et mål på den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til virksomheten.

Siden Ekornes er en børsnotert virksomhet, kan egenkapitalbetaen estimeres på basis av historiske kursdata. Vi har valgt å benytte aksjebetaen til Ekornes på 0,72, som estimert av Dagens Næringsliv basert på observasjoner fra de siste 12mnd (DN tirs 28.april 09). Dette er et usikkert estimat, og vi tar med i betraktningen at før beta blir estimert, er estimatet på beta lik 1, altså at aksjen beveger seg i takt med markedet. Dette er også et usikkert estimat, og vi vil derfor vekte disse estimatene, med 2/3 vekt på den estimerte historiske aksjebetaen. (Merrill Lynch);

$$\beta^* = 2/3 * 0,72 + 1/3 * 1 = 0,813$$

Vi opererer følgelig med en estimert gjennomsnittlig egenkapitalbeta på 0,813.

### **7.1.3 Markedets risikopremie ( $r_m - r_f$ )**

Risikopremien i aksjemarkedet kan defineres som avkastningen på en aksjeinvestering i forhold til avkastningen på en risikofri investering ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)).

Investorene vil kreve en meravkastning utover risikofri rente for å investere i risikofylte aktiva. Endring i risikopremie kan påvirke investorenes fordeling av midler, og er viktig for kursutviklingen i finansmarkedene. En reduksjon i den forventede risikopremien vil isolert sett bidra til en kursoppgang i aksjemarkedene.

Det er vanskelig å fastslå en korrekt risikopremie i markedet, og det finnes flere estimat som avviker fra hverandre utarbeidet av profesjonelle landet over. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i estimatet utarbeidet av førsteamanuensis Kjell Henry Knivsflå, brukt i kursene BUS 424 og BUS 425. Risikopremien til markedet er et nominelt tillegg etter skatt, da egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt.

### **7.1.4 Netto finansielt gjeldskrav ( $nfgk$ )**

Krav til netto finansiell gjeld blir fastsatt gjennom vekting av kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, da netto finansiell gjeld er definert som finansiell gjeld minus finansielle eiendeler.

$$Nfgk = fgk * FG/NFG - fek * FE/NFG$$

Finansiell gjeldskravet ( $fgk$ ) blir fastsatt av finansielle långivere, og består av risikofri nominell rente med et administrasjonstillegg, premie for systematisk risiko og en kredittrisikopremie. Vi forutsetter her at administrasjonstillegget er inkludert i NIBOR.

Kredittrisikopremien fremkommer ved å multiplisere risikofri rente med en kredittrisikofaktor basert på syntetisk rating.

Premie for systematisk risiko fremkommer ved å multiplisere markedets risikopremie med beta til finansiell gjeld.  $\beta_{FG}$  blir i likhet med  $\beta_{FE}$  fastsatt gjennom vekting.

$$\beta_{NFG} * NFG = \beta_{FG} * FG - \beta_{FE} * FE$$

hvor vi i utgangspunktet forutsetter at  $\beta_{NFG} = 0$ . Dette fordi vi antar at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, slik at systematisk risiko blir eliminert. Vi kan nå komme frem til et estimat på  $\beta_{FG}$ , gjennom å finne  $\beta_{FE}$ .

$\beta_{FE}$  fremkommer ved å vekte kontanter, fordringer og investeringer med finansielle eiendeler. Under forutsetning av at kontanter og fordringer er risikofrie og følgelig har en beta lik null, samt forutsetningen om at finansielle investeringer har beta lik 1, kommer vi frem til at  $\beta_{FG} = INV/FG$ , og  $\beta_{FE} = INV/FE$ . Vi har imidlertid registrert at Ekornes i flere av tidligere år har en meget høy FE/FG, som fører til en urealistisk høy  $\beta_{FG}$ . Vi har da valgt å sette et tak for  $\beta_{FG}$  på 0,200 for å oppnå et mer realistisk estimat. For Ekornes medfører dette en  $\beta_{NFG} > 0$  i årene 2002-2007.

Finansiell eiendelskravet (fek) blir fastsatt av virksomheten, og avhenger av plasseringen til finansielle eiendeler.

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

hvor v er relativ del plassert i kontanter, w er relativ del plassert i finansielle fordringer og 1-v-w er relativ del plassert i aksjemarkedet. Beregningene som er utarbeidet for å komme frem til netto finansiell gjeldskravet er oppsummert i tabellen under.

År	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Krav til finansiell gjeld	0,025	0,029	0,036	0,049	0,055	0,039
* FG/NFG	-0,120	-0,162	-0,156	-0,132	451,278	90,142
- Krav til finansielle eiendeler	0,011	0,012	0,025	0,029	0,046	0,025
* FE/NFG	-1,120	-1,162	-1,156	-1,132	450,278	89,142
<b>= Krav til netto finansiell gjeld</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,023</b>	<b>0,027</b>	<b>4,016</b>	<b>0,817</b>

Tabell 7.1 – Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeldskravet endres betydelig fra 2007 til 2008, grunnet den store økningen i kortsiktig finansiell gjeld som er omtalt tidligere under likviditetsanalysen. Netto finansiell gjeld, som har vært negativ i hele øvrige analyseperioden, får nå en svak positiv verdi, og dermed får også vektingen svært høye verdier. Endringen er så betydelig at den også påvirker snittet merkbart.

### 7.1.5 Selskapskrav – netto driftskrav

Som tidligere nevnt måles selskapsverdien med netto driftskapital som vekting av EK, MI og NFG. Vi har tidligere kommet frem til netto finansiell gjeldsbeta, og mangler da bare egenkapitalbeta for å komme frem til egenkapitalkravet til virksomheten. For å komme frem til egenkapitalbetaen må vi først beregne netto driftsbeta. Gjennomsnittlig netto driftsbeta estimeres ved formelen;

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * (EK+MI)/NDK + \beta_{NFG} * NFG/NDK.$$

Vi forutsetter at  $\beta_{MI} = \beta_{EK}$ , skjønt dette i praksis ikke er relevant problemstilling for vår bedrift.

I følger Miller og Modigliani er verdien til netto driftskapital uavhengig av finansieringen, og derfor kan vi forutsette at  $\beta_{NDK}$  også er det, og dermed er konstant gjennom hele analyseperioden. Vi kan nå putte inn i formelen og komme frem til egenkapitalbeta for hvert år.

Vi har nå det vi trenger for å komme frem til egenkapitalkravet og netto driftskravet for analyseperioden.

År	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
<b>Nibor-rente, 3 måneder</b>	<b>0,021</b>	<b>0,023</b>	<b>0,032</b>	<b>0,051</b>	<b>0,065</b>	<b>0,038</b>
- Risikotillegg, 10% av Nibor	0,002	0,002	0,003	0,005	0,007	0,004
<b>= Risikofri rente før skatt</b>	<b>0,019</b>	<b>0,021</b>	<b>0,029</b>	<b>0,046</b>	<b>0,059</b>	<b>0,035</b>
- 28% skatt	0,005	0,006	0,008	0,013	0,016	0,010
<b>= Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,014</b>	<b>0,015</b>	<b>0,021</b>	<b>0,033</b>	<b>0,042</b>	<b>0,025</b>
+ Justert beta	0,716	0,785	0,774	0,814	1,056	0,813
* Risikopremie etter skatt	0,048	0,057	0,060	0,055	0,048	0,054
+ Likviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>= Egenkapitalkrav</b>	<b>0,048</b>	<b>0,060</b>	<b>0,067</b>	<b>0,078</b>	<b>0,093</b>	<b>0,069</b>

Tabell 7.2 – egenkapitalkrav Ekornes

År	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,048</b>	<b>0,060</b>	<b>0,067</b>	<b>0,078</b>	<b>0,093</b>	<b>0,069</b>
* EK/NDK	1,483	1,361	1,378	1,310	0,999	1,306
+ <b>Minoritetsinteressekrav</b>	<b>0,048</b>	<b>0,060</b>	<b>0,067</b>	<b>0,078</b>	<b>0,093</b>	<b>0,069</b>
* MI/NDK	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ <b>Netto finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,009</b>	<b>0,009</b>	<b>0,023</b>	<b>0,027</b>	<b>4,016</b>	<b>0,817</b>
* NFG/NDK	-0,483	-0,361	-0,378	-0,310	0,001	-0,306
= <b>Netto driftskrav</b>	<b>0,067</b>	<b>0,078</b>	<b>0,084</b>	<b>0,094</b>	<b>0,095</b>	<b>0,083</b>

Tabell 7.3 – netto driftskrav Ekornes

## 8 Lønnsomhetsanalyse

Hvorvidt bedriften tilfredsstillter kravet til avkastning tilkjennegjøres i en rentabilitetsanalyse, hvor en kartlegger bedriftens faktiske lønnsomhet. Rentabiliteten til en kapital viser den avkastningen en bedrift får på kapitalen i form av resultat per krone investert. (Penman, 2007). Rentabilitet som forholdstall gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom bedrifter, uavhengig av foretakets størrelse.

Ved utarbeidelse av rentabilitet kan en velge å ta utgangspunkt i fullstendige eller normaliserte tall. Ved bruk av normalisert rentabilitet elimineres alternative variasjoner grunnet unormale poster, og rentabiliteten vil være mer stabil, og således best egnet for budsjettering og framskriving (BUS 424, 2008).

I nevneren benyttes gjennomsnittlig kapital, hvor en trekker ut den opptjente kapitalen i perioden slik at rentabiliteten blir en etterskuddsrente, i likhet med kravet. Bruk av gjennomsnittlig kapital begrunnes med forutsetningen om at all endring av kapital skjer midt i året. Ekornes betaler ut utbytte i slutt av mai/begynnelse juni i analyseperioden (ekornes.no), og vi anser det da som relevant å benytte følgende formel;

$$\frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta \text{ kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

## 8.1 Egenkapitalrentabilitet

### 8.1.1 Superrentabilitet i egenkapitalen

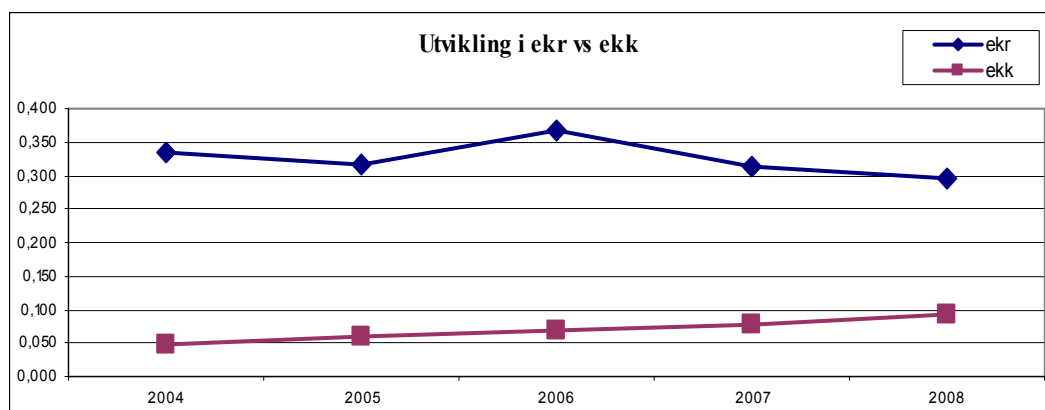
Egenkapitalrentabiliteten viser avkastningen på eiernes investering i bedriften og bør være høyere enn hva alternativ plassering med lavere risiko ville gi, som for eksempel bankinnskudd ([www.lindorffd.com](http://www.lindorffd.com)).

Med egenkapital som kapitalbase i formelen over, har vi beregnet egenkapitalrentabiliteten for årene 2004-2008, samt et tidsvektet snitt, som blir målt opp mot egenkapitalkravet i de respektive år. I tilfellet der egenkapitalrentabiliteten overstiger kravet til avkastning på egenkapital innehar bedriften en strategisk fordel, også kalt superrentabilitet, jf tabell 8.1.

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
Egenkapitalrentabilitet ekr	0,335	0,317	0,369	0,315	0,296	0,325
- Egenkapitalkrav ekk	0,048	0,060	0,067	0,078	0,093	0,073
= <b>Superrentabilitet ekr-ekk</b>	<b>0,287</b>	<b>0,257</b>	<b>0,301</b>	<b>0,237</b>	<b>0,203</b>	<b>0,252</b>

Tabell 8.1 – superrentabilitet

Ekornes har i årene 2004-2008 hatt en egenkapitalrentabilitet som ligger godt over kravet. Vi registrerer en marginalt synkende ekr de seneste år, hovedsakelig grunnet synkende nettoresultat, noe som er lite overraskende med tanke på den endrede markedssituasjonen. Likevel er **rentabiliteten god i hele analyseperioden**, med et tidsvektet snitt på 28,3% som generer en vektet **superrentabilitet** på 25,2%.



Figur 8.1 - superrentabilitet i egenkapitalen

Tabellen over illustrerer utvikling i egenkapitalrentabilitet versus kravet over analyseperioden. Ekornes opererer med en **solid lønnsomhet**, men har en **negativ utvikling de siste år**, hvor rentabiliteten konvergerer svakt mot kravet. Dette kan skyldes teorien om at rentabilitet er ”mean reverting”, altså tilbakevendene til gjennomsnittet, som følge av at konkurransen driver rentabiliteten mot avkastningskravet. Fordelen virker også å være konjunkturavhengig.

Ekornes sin betydelige superrentabilitet kan knyttes mot funnene vi gjorde i eksternanalysen samt utfallet i intern analysen. Vi vil analysere dette i den videre analysen.

### **8.1.2 Oppsplitting i eksterne og interne forhold**

Bedriftens strategiske fordel kan ha bakgrunn i eksterne bransjeforhold og/eller interne ressursbaserte forhold. Dersom bransjen har en rentabilitet større enn bransjekravet innehar bedriften en bransjefordel. Har bedriften en rentabilitet større enn bransjen eller et kapitalkrav lavere enn bransjen har bedriften en intern ressursbasert strategisk fordel. Superrentabiliteten dekomponeres altså som følger:

$$ekr - ekk = (ekr^* - ekk^*) + (ekr - ekr^*) + (ekk^* - ekk)$$

Vi velger i oppgaven å ta den forutsetning at avkastningskravet i møbelbransjen tilsvarer avkastningskravet til Ekornes, og dermed konkluderer vi med at Ekornes ikke innehar en kapitalbasert strategisk fordel.

#### **8.1.2.1 Superrentabilitet i bransjen**

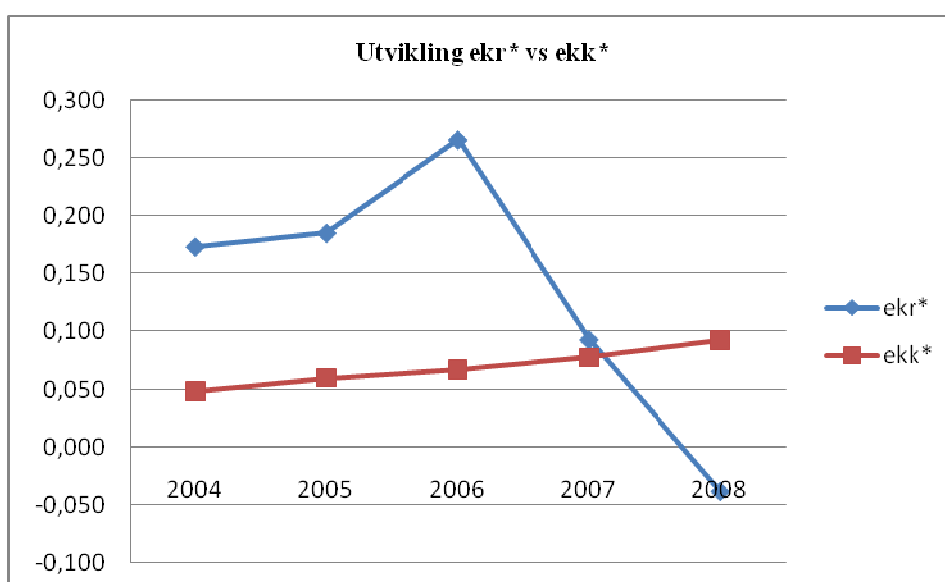
Som følge av at møbelbransjens avkastningskrav er lik Ekornes’ avkastningskrav, blir snittet i bransjen målt opp mot vårt beregnede egenkapital for å identifisere eventuell superrentabilitet i bransjen.

År		2004	2005	2006	2007	2008	TVS
Bransjesnitt	ekr*	0,174	0,185	0,266	0,093	-0,039	0,123
- Egenkapitalkrav	ekk*	0,048	0,060	0,067	0,078	0,093	0,073
=	<b>Superrentabilitet ekr*-ekk*</b>	<b>0,126</b>	<b>0,126</b>	<b>0,199</b>	<b>0,015</b>	<b>-0,131</b>	<b>0,050</b>

Tabell 8.2, bransjeorientert strategisk fordel

Dette fører til en **tidsvektet superrentabilitet i bransjen på 5,0%**. Bransjen har frem til 2006 lagt godt over kravet, men avtar kraftig i 2007, og vi opplever følgelig en negativ superrentabilitet i bransjen i 2008.

På bakgrunn av kvalitativ innsikt fra strategisk analyse kan vi konkludere at bransjefordelen er konjunkturavhengig. God vekst i økonomien skaper rom for oppblomstring for aktørene, da konkurransen er mildere og en har bedre muligheter for gode avtaler med forhandlerne. Kundenes kjøpekraft var høy før finanskrisen inntraff og endret konkurranseforholdene i bransjen. I dag ser vi en synkende etterspørsel som fører til økende konkurranse om markedsandeler, som igjen genererer økte kostnader og/eller reduserte priser.



Figur 8.2 – utvikling i egenkapitalrentabilitet vs egenkapitalkrav i bransjen

Analysen er som tidligere nevnt basert på Ekornes og de tre komparative bedriftene Natuzzi, Hjellegjerde og Brunstad, hvor Ekornes inngår i bransjegjennomsnittet. Ved nærmere innsyn registreres det store variasjoner i egenkapitalrentabilitet blant de fire bedriftene, hvor det er Ekornes og Brunstad som trekker bransjesnittet opp. Jamfør tabell 8.3 under. Natuzzi og Hjellegjerde opererer med svært lav og hovedsakelig negativ lønnsomhet over analyseperioden, noe som også er avgjørende for en negativ superrentabilitet i 2008. Disse observasjonene gjør det **vanskelig å trekke den konklusjon at bransjen ensbetydende har en strategisk fordel.**

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
EKO	0,335	0,317	0,369	0,315	0,296	0,325



NAT	0,086	-0,029	0,03	-0,105	-0,085	-0,034
HJ	0,09	-0,058	-0,009	-0,28	-0,652	-0,233
BRU	0,183	0,512	0,674	0,443	0,287	0,434
SUM	0,694	0,741	1,064	0,372	-0,154	
<b>ekr*</b>	<b>0,174</b>	<b>0,185</b>	<b>0,266</b>	<b>0,093</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,123</b>

Tabell 8.3 – egenkapitalrentabilitet i bransjen

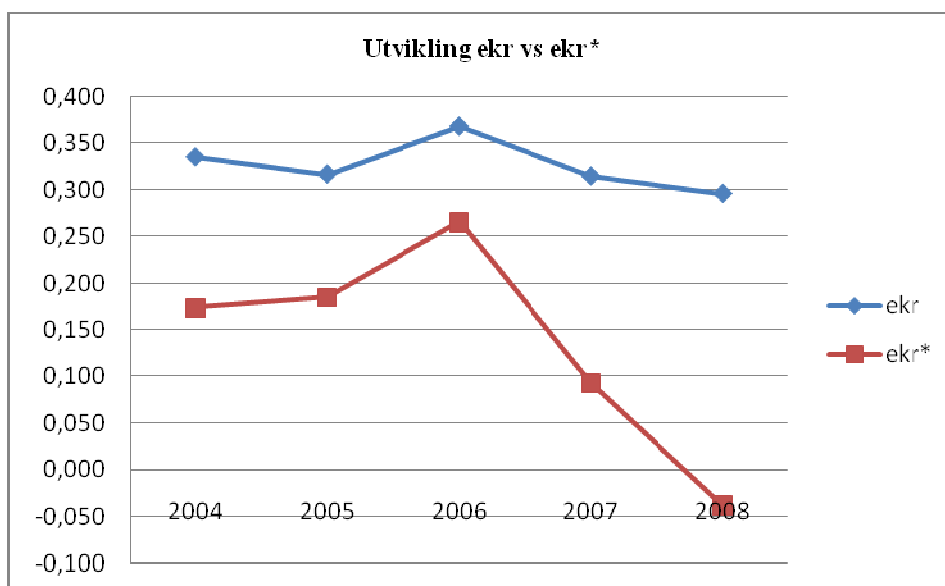
På bakgrunn av resonnementet over blir konklusjonen at **Ekornes' strategiske fordel hovedsakelig må komme fra interne forhold.**

Her gjør merkenavne seg gjeldende sammen med Ekornes finansielle evne til å skape prioritering hos kundene og skaper en betydelig superrentabilitet.

### 8.1.2.2 Superrentabilitet internt i bedriften

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
Egenkapitalrentabilitet ekr	0,335	0,317	0,369	0,315	0,296	0,325
- Bransjesnitt ekr*	0,174	0,185	0,266	0,093	-0,039	0,123
= Superrentabilitet ekr-ekr*	<b>0,162</b>	<b>0,131</b>	<b>0,103</b>	<b>0,222</b>	<b>0,334</b>	<b>0,202</b>

Tabell 8.4, ressursbasert strategisk fordel



Figur 8.3 – utvikling i superrentabilitet Ekornes vs bransjen

Ekornes har en egenkapitalrentabilitet som ligger godt over bransjen i alle år, og har følgelig en **tidsvektet intern ressursbasert strategisk fordel på 20,2 %**. Dette er **sterk prestasjon** av Ekornes sett i forhold til bransjen. Superrentabiliteten er økende i forhold til bransjen, og vi kan konkludere med at en avtagende egenkapitalrentabilitet må skyldes bransjeforhold. På bakgrunn av kvalitativ innsikt fra vrio-analysen har vi tidligere konkludert med at Ekornes innehar en varig strategisk fordel i forhold til konkurrentene, i form av et viden kjente merkenavn, sterke produktfordeler, stordriftsfordeler i produksjonen, samt en veldreven økonomi. Alle ressursene er satt i system ved en svært kompetent ledergruppe. Vi får nå bekreftet disse fordelene da de også kommer til syne i regnskapstallene. Vi vil se nærmere på underliggende forhold ved en oppsplitting av egenkapitalrentabiliteten.

### ***8.1.3 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten***

Vi vet nå at Ekornes er en solid bedrift i seg selv, og søker derfor innsikt i underliggende kilder til lønnsomhet og vekst. Vi velger derfor å dekomponeres ekr ved å splitte den opp i underliggende rentabilitetsdrivere. For å få best innsikt ønsker vi å skille mellom drift og finansiering, og velger derfor å dekomponere i forhold til netto driftsrentabilitet. Sammenhengen mellom egenkapitalrentabilitet og netto driftsrentabilitet er som følger:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

der  $(ndr - nfgr) * nfgg$  er virkningen av finansiell gearing og  $(ndr - mir) * mig$  er virkningen av minoritetsinteresser.

Da Ekornes ikke har minoritetsinteresser elimineres siste leddet. I forhold til bransjen, er det kun Natuzzi av våre komparative bedrifter som innehar minoritetsinteresser. I dette tilfellet er minoritetene så små at vi ikke ønsker å operere med et eget ledd for minoritetsgearing. Vi har da inkludert minoriteten i finansiell gearingen, og regnet rentabilitet for majoritet og minoritet samlet.

Dekomponering av ekr for Ekornes vises i tabell 8.5 på neste side.

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS	Krav
Netto driftsrentabilitet	0,552	0,457	0,544	0,437	0,296	0,443	0,085
+ Virkning av netto fin. gearing	-0,217	-0,14	-0,175	-0,122	0	-0,091	
= <b>Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>0,335</b>	<b>0,317</b>	<b>0,369</b>	<b>0,315</b>	<b>0,296</b>	<b>0,325</b>	<b>0,073</b>

Tabell 8.5, dekomponering av ekr

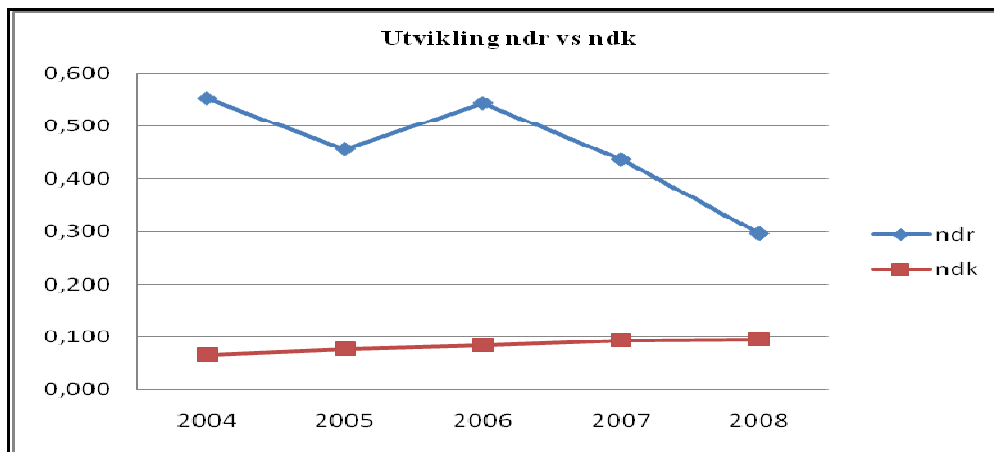
Netto driftsrentabiliteten viser avkastning på netto driftskapital eller driftseiendeler, og gir et tidsvektet snitt på 44,3 %, noe som tilsier at driften er meget lønnsom basert på det tidsvektede gjennomsnittet. Men registrerer en kraftig nedgang i lønnsomheten de seneste år som følge av synkende ndr. Med unntak av 2008 er virkningen av netto finansiell gearing negativ, nærmere bestemt -9,1 %, noe som gir en tidsvektet egenkapitalrentabilitet på 32,5 %. Dette kan skyldes at lånte penger koster mer enn de gir i netto driftsrentabilitet, eller at virksomheten har feil kapitalstruktur i form av negativ netto finansiell gjeld. Dette vil vi ta i nærmere øyesyn i en videre delanalyse. Først tar vi for oss forholdene i drift. Da det bare er driften som bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten til Ekornes vil vi analysere nærmere hvor den strategiske fordelene i driften ligger.

### 8.1.3.1 Analyse av drift

For å identifisere Ekornes' strategiske fordel i drift, analyseres netto driftsrentabiliteten i forhold til netto driftskravet år for år. Videre vil sammenligne netto driftsrentabiliteten i bransjen med kravet, samt netto driftsrentabiliteten i Ekornes med netto driftsrentabiliteten i bransjen, for å identifisere hhv bransjefordel og ressursfordel i drift.

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
ndr	0,552	0,457	0,544	0,437	0,296	0,443
- ndk	0,067	0,078	0,084	0,094	0,095	0,086
= ndr-ndk	<b>0,486</b>	<b>0,379</b>	<b>0,460</b>	<b>0,343</b>	<b>0,201</b>	<b>0,357</b>

Tabell 8.6 – ndr - ndk



Figur 8.4 – utvikling i netto driftsrentabilitet vs netto driftskapital i Ekornes

Ekornes har en netto driftsrentabilitet som ligger godt over kravet over hele analyseperioden. I 2004 har bedriften en superprofitt i drift på hele 48,6 %. Fra 2006-2008 reduseres superprofitten fra 46 % til 20,1 %, noe som gir dårlige signaler for driften. Likevel er netto driftsrentabiliteten i 2008 fremdeles godt over kravet, og på basis av det tidsvektede snittet konkluderer vi med at driften er **svært lønnsom**.

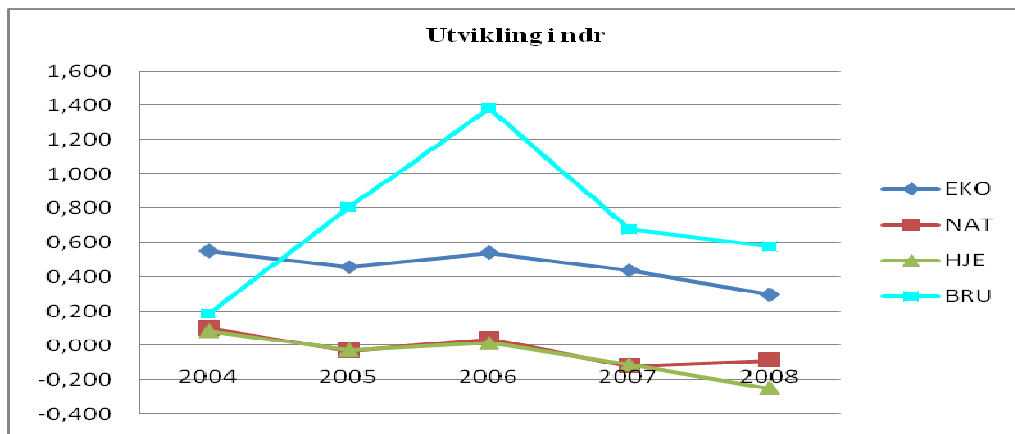
Vi kan igjen referere til tidligere observasjoner basert på intern analysen, og i likhet med egenkapitalrentabiliteten er følgelig også netto driftsrentabiliteten påvirket av konjunktorene i markedet. Vi vil se nærmere på ekstern- og intern utvikling før vi kan bekrefte årsakene til fordelene.

#### *Analyse av bransjefordel i drift*

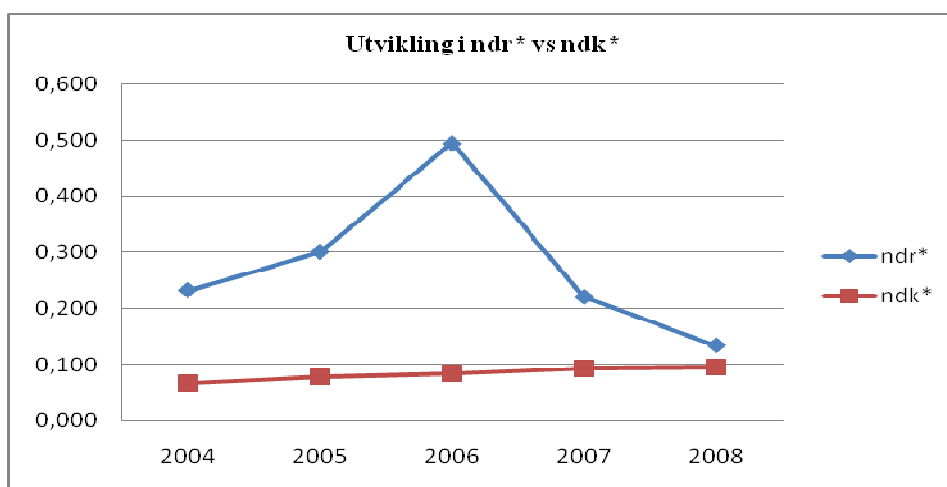
I likhet med egenkapitalkravet, antar vi nå at netto driftskravet i bransjen tilsvarer netto driftskravet til Ekornes. Vi tar for oss hver enkelt bedrift for å illustrere forskjellene i bransjen, samt et bransjegjennomsnitt som blir satt opp mot kravet for å illustrere superprofitt i bransjen.

Ndr	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
EKO	0,552	0,457	0,544	0,437	0,296	0,443
NAT	0,103	-0,033	0,039	-0,122	-0,088	-0,036
HJE	0,088	-0,027	0,015	-0,111	-0,249	-0,080
BRU	0,188	0,808	1,381	0,679	0,578	0,770
ndr*	0,233	0,301	0,495	0,221	0,134	0,274
ndk*	0,067	0,078	0,084	0,094	0,095	0,086
<b>ndr*-ndk*</b>	<b>0,166</b>	<b>0,223</b>	<b>0,411</b>	<b>0,127</b>	<b>0,039</b>	<b>0,188</b>

Tabell 8.7- analyse av superprofitt i bransjen



Figur 8.5 - utvikling i netto driftsrentabilitet for bransjen



Figur 8.6 – utvikling i netto driftrentabilitet vs netto driftskrav i bransjen

Vi registrerer store forskjeller i netto driftsrentabilitet hos de fire bedriftene, og i likhet med analysen av superprofitt av ekr i bransjen, er det også vanskelig å fastslå en ensbetydende strategisk fordel i drift i forhold til bransjen. Vi velger likevel å anta at dette er et representativt utvalg for gjennomsnittet i bransjen og registrerer da en bransjefordel i drift på 18,8 %.

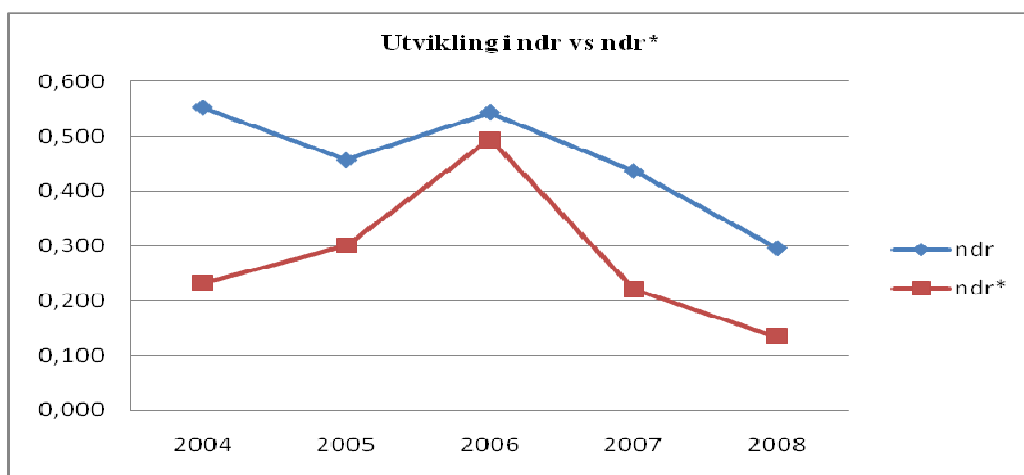
Bransjens kraftige fall i ndr kan kobles tilbake til kartleggingen av konkurrentene innledningsvis hvor det kom frem at konkurrenter har gjennomført store omstruktureringer som følge av tilpasning til økt konkurransesituasjon. På samme tid sliter deler av bransjen med overkapasitet i deler av produksjonen, samt at de har problemer i forhandlernettet, se presentasjon av konkurrentene. En viktig faktor er at bransjen har hatt sterk økning i lønnskostnader og råvarekostnader hvilket har redusert lønnsomheten i driften.

### Analyse av ressursfordel i drift

Til sist sammenlignes netto driftsrentabiliteten med gjennomsnittet i bransjen, for å registrere en eventuell strategisk fordel internt i bedriften.

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
Ndr	0,552	0,457	0,544	0,437	0,296	0,443
- ndr*	0,233	0,301	0,495	0,221	0,134	0,274
= ndr-ndr*	<b>0,320</b>	<b>0,156</b>	<b>0,049</b>	<b>0,216</b>	<b>0,162</b>	<b>0,169</b>

Tabell 8.8 – ndr – ndr\*



Figur 8.7 – Utvikling i netto driftsrentabilitet versus netto driftsrentabilitet bransjen

Ekornes har en netto driftsrentabilitet som ligger over bransjen i alle år. Ekornes nærmer seg bransjesnittet i 2006 med fordel i drift på 4,9 prosent, men siden øker forskjellene igjen. Avkastningen på netto driftskapital både før og etter ligger høyere enn bransjegjennomsnittet, og resulterer i en tidsvektet ressursfordel i drift på 16,9 %. Dette er **veldig bra**, og selskapet viser over tid at de har en **større evne til å skape netto driftsrentabilitet enn bransjen**.

Årsaken til denne ressursfordelen kan stamme fra en forholdsmessig høyere driftsinntekt og eller lavere kostnader per krone investert i kapital.

Det er i denne sammenheng relevant å vurdere i hvilken grad Ekornes har en strategisk økonomisk fordel som følge av at de har opprettholdt produksjonen i Norge.

Vi tror at fordelene er et resultat av at Ekornes har fokusert langsiktig i forhold til utvikling av konsernet som helhet, hvilket har medført rasjonell produksjon med høyteknologisk

utstyr, høy kompetanse i produksjon, nøye justering av kapasitet og et forhandlernet som prioriterer salg av Ekornes sine velrenommerte produkter. Effekten av dette har ført til at Ekornes har en betydelig høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen.

### ***Kilder til lønnsomhet i drift***

Videre vil vi dekomponere ndr for å få ytterligere innsikt i bedriftens kilder til lønnsomhet i driften. Netto driftsrentabilitet kan splittes opp i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde), hvor ndm måler bedriftens evne til å generere netto driftsresultat per krone omsatt og onde evnen til å skape driftsinntekter per krone investert. Vi vil også her måle ndm og onde direkte opp mot bransjegjennomsnittet for hvert år.

<b>Ekornes</b>	<b>Symbol</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>TVS</b>	<b>TVS*</b>
<i>Vekt</i>		0,125	0,15	0,225	0,25	0,25		
Netto driftsmargin	ndm	0,150	0,134	0,147	0,129	0,108	0,131	0,030
* Omløpet til netto driftseiendeler	onde	3,682	3,410	3,693	3,384	2,726	3,330	5,747
<b>= Netto driftsrentabilitet</b>	<b>ndr</b>	<b>0,552</b>	<b>0,457</b>	<b>0,544</b>	<b>0,437</b>	<b>0,296</b>	<b>0,443</b>	<b>0,274</b>

Tabell 8.9 – netto driftsrentabilitet Ekornes

<b>Bransjen</b>	<b>Symbol</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>TVS*</b>
Netto driftsmargin	ndm*	0,065	0,035	0,059	0,014	0,000	0,030
Omløpet til netto driftseiendeler	onde*	4,808	6,979	7,625	5,047	4,487	5,747
<b>Netto driftsrentabilitet</b>	<b>ndr*</b>	<b>0,233</b>	<b>0,301</b>	<b>0,495</b>	<b>0,221</b>	<b>0,134</b>	<b>0,274</b>

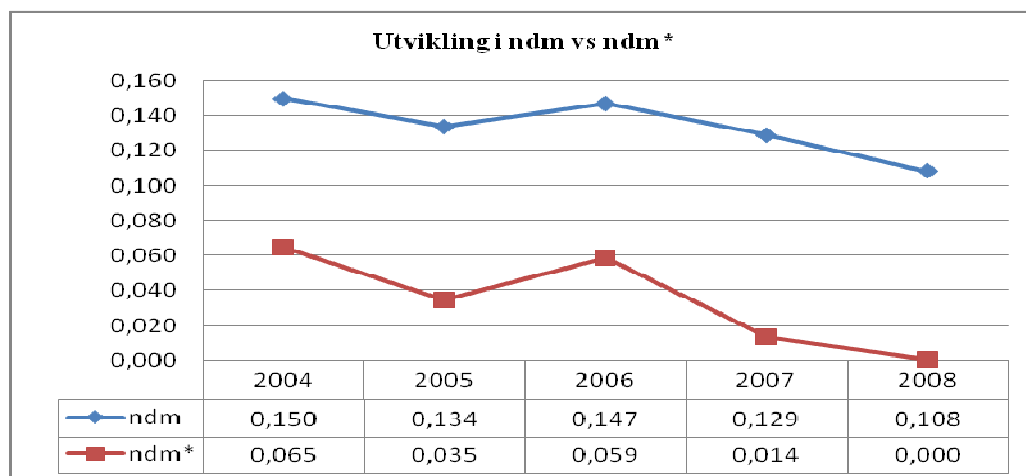
Tabell 8.10 – netto driftsrentabilitet bransjen

Grunnen til at Ekornes har en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen er at de har en bedre evne til å generere netto driftsresultat per krone omsatt enn bransjen (høyere ndm), med et tidsvektet snitt på 13,1 % mot bransjens 3 %. Bransjen har derimot en større evne enn Ekornes til å skape driftsinntekter per krone investert, med en tidsvektet onde på 5,747 mot Ekornes' 3,33. Det er likevel netto driftsmarginen som er avgjørende for forskjellene i netto driftsrentabilitet i dette tilfellet.

### ***Netto driftsmargin, Ekornes vs bransjen***

Forskjellene i netto driftsmargin synliggjøres i illustrasjonen under, hvor vi registrerer mindre variasjoner hos Ekornes enn bransjen over analyseperioden. Vi ser en lineært

fallende netto driftsmargin hos Ekornes etter 2006 mens bransjegenomsnittet faller kraftigst fra 2006 til 2007, før det avtar mer moderat ned mot null i 2008.



Figur 8.8 – utvikling i netto driftsmargin Ekornes vs bransjen

For en nærmere analyse av netto driftsmargin benyttes en ”Common Size” – Resultatanalyse, for å identifisere hvor forskjellene skapes, og eventuelt hvor det er rom for forbedring (Penman, 2007). Alle størrelser i resultatet måles her som andel av driftsinntektene:

<b>Common size - resultat</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>TVS</b>	<b>Bransje</b>
Salgsinntekter	0,999	1,000	0,999	0,999	0,999	0,999	0,966
+ Andre driftsinntekter	0,001	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,034
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
- Vareforbruk	0,230	0,239	0,229	0,251	0,253	0,242	0,396
- Lønn og sosiale kostnader	0,270	0,279	0,279	0,272	0,273	0,274	0,237
- Ordinære avskrivninger	0,037	0,038	0,036	0,037	0,041	0,038	0,034
- Andre innkj.salgs og adm.kostn	0,246	0,251	0,242	0,252	0,276	0,255	0,284
<b>= Driftsresultat egen virksomhet</b>	<b>0,217</b>	<b>0,194</b>	<b>0,213</b>	<b>0,187</b>	<b>0,157</b>	<b>0,190</b>	<b>0,049</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	0,067	0,060	0,066	0,058	0,049	0,059	0,019
<b>= Netto driftsresultat egen virksomhet</b>	<b>0,150</b>	<b>0,134</b>	<b>0,147</b>	<b>0,129</b>	<b>0,108</b>	<b>0,131</b>	<b>0,030</b>
+ Nettoresultat fra driftstilknytte virksomheter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>= Netto driftsresultat (netto driftsmargin)</b>	<b>0,150</b>	<b>0,134</b>	<b>0,147</b>	<b>0,129</b>	<b>0,108</b>	<b>0,131</b>	<b>0,030</b>

Tabell 8.11 – common size- resultat Ekornes vs bransjen

Som vi ser er det stort sett marginale forskjeller som skiller Ekornes fra bransjen, men vi vil poengtere én større forskjell. Ekornes innehar nemlig en varekostnad i forhold til

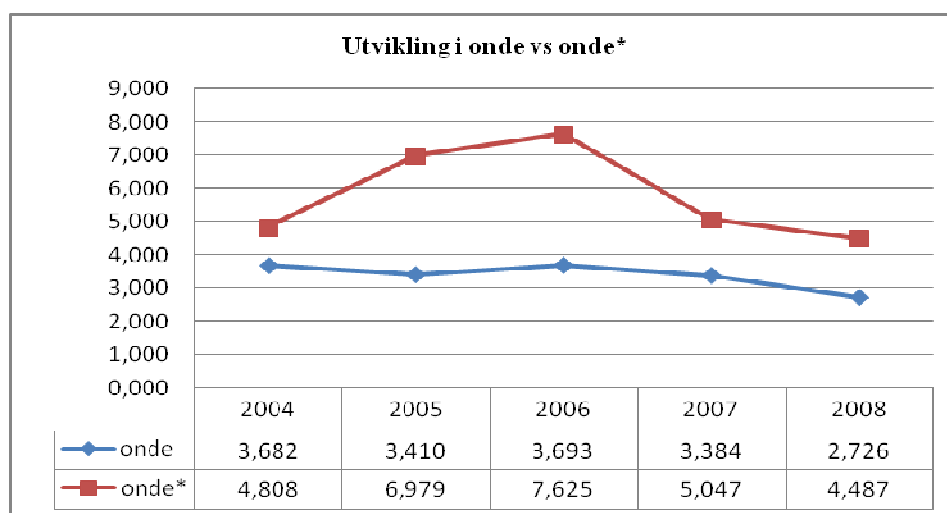


driftsinntektene som bare er 24,2 % mot bransjens 39,6 %. Det er vanskelig å poengtere én bestemt årsak til dette, men vi vet at Ekornes har en klar strategi når det gjelder å forhandle med flere leverandører om samme råvare med hensikt å balansere leverandørmakten. Utfallet gir muligheter for lave priser. Samtidig vet vi at Ekornes kontinuerlig jobber med kostnadseffektivisering, og innehar i dag en meget effektivt anleggspark. Siden Ekornes ligger langt fremme i sin bransje rent produksjonsteknologisk, har de mulighet til å skape lavere kostnader.

Det er også verdt å nevne at Ekornes til dagen evner å ta ut en svært høy pris for sine produkter, noe som kan begrunnes med sterke merkenavn, tiltalende design og kundeorienterte produktfordeler.

### ***Omløpet til netto driftseiendeler, Ekornes vs bransjen***

I forhold til omløp på netto driftseiendeler er situasjonen mindre oppløftende for Ekornes. Selskapet ligger under bransjesnittet i hele analyseperioden, noe som betyr at bedriften ikke er like effektiv i kapitalbruken som bransjen, jamfør figur 8.9.



Figur 8.9 – utvikling i onde for Ekornes vs bransjen

Vi registrerer en mer konjunkturutsatt utvikling hos bransjen enn hos Ekornes isolert, da Ekornes ligger noenlunde jevnt over hele perioden. Grunnen til et relativt lavt forholdstall kan være at Ekornes sitter på mye driftskapital. For å undersøke dette velger vi å dekomponere onde i forhold inntjening per enhet solgt og kapitalbruk per enhet produsert.

### ***Videre dekomponering av ONDE***

Ved denne dekomponeringen kan vi kartlegge i hvilken grad Ekornes evner å holde prisene på produktene oppe i et konkurranseutsatt marked, samt om de har en avtagende eller økende andel kapitalbruk per enhet. Dette er viktige elementer med tanke på budsjettering og fremtidsregnskap i neste del av oppgaven.

Vi velger å gjøre analysen innen virksomhetsområdet Stressless® da dette er Ekornes sitt største virksomhetsområde samtidig som at Stressless® er et av verdens mest kjente merkenavn innen møbelbransjen.

Vi benytter følgende formel:

$$ONDE = di/nde$$

hvor driftsinntekt per enhet produsert per år:  $di = DI/enheter$

og netto driftskapital per enhet produsert per år:  $nde = NDE/enheter$

ONDE øker med driftinntekter per enhet, og reduseres ved netto driftseiendeler per enhet  $nde$  (BUS424, 2008)

	2004	2005	2006	2007	2008
DI	1618000000	1712300000	1997300000	2042200000	2174300000
Tot.ant.enh.	464 400	464 400	545 760	575 640	630 000
<b><i>DI per enhet</i></b>	<b>3 484</b>	<b>3 687</b>	<b>3 660</b>	<b>3 548</b>	<b>3 451</b>
	2004	2005	2006	2007	2008
NDE	784179000	866525815	860374684	992973725	1258177000
Tot.ant.enh.	464 400	464 400	545 760	575 640	630 000
<b><i>Kapitalbruk per enhet</i></b>	<b>1 689</b>	<b>1 866</b>	<b>1 576</b>	<b>1 725</b>	<b>1 997</b>

Tabell 8.12 – driftinntekter per enhet Stressless® og kapitalbruk per enhet Stressless®

Ekornes hadde sitt toppår i 2006 som følge av høy DI per enhet kombinert med lav kapitalbruk per enhet relativt til de øvrige årene i analyseperioden. Etter den tid har bildet forverret seg med **reduisert DI per enhet og økt kapitalbruk per enhet.**

Årsaken til reduserte priser kan skyldes den harde konkurransen på det internasjonale markedet, hvor pris er et konkurransemiddel. Dette er i så fall motstridende til det faktum at Ekornes avviser priskutt. I intern analysen kom vi fremt til at Ekornes sine varige strategiske fordeler er merkenavnene, markedskommunikasjon, produktkvaliteter og til dels design, og at disse faktorene gjør at Ekornes kan forsvare sine priser i markedet.

Årsaken til redusert DI per enhet kan være at Ekornes gir fra seg en større del av DI til forhandlerne som selger produktene videre til sluttbruker.

Vi har også observer samtidig at Ekornes har et forbedringspotensial for fremtiden ved å reduserte kapitalbindingen.

Det faktum at Ekornes likevel øker sin omsetning er på grunn av økt salgsvolum. Her gjør Ekornes sine varige strategiske fordeler seg gjeldende, og da spesielt de sterke merkenavnene i kombinasjon med særdeles god markedskommunikasjon.

Vi slår fast at **reduisert DI per enhet og økt kapitalbruk per enhet, og at trenden er negativ.**

### ***8.1.3.2 Virkningen av netto finansiell gearing***

Virkningen av netto finansiell gearing har en negativ virkning i forhold til egenkapitalrentabiliteten. Dette er ikke uvanlig og vi registrerer hovedsakelig også negativ virkning av finansiell gearing også hos konkurrentene. Ved å dekomponere ytterligere får vi innsikt i hva som gjør at virkningen er negativ.

Netto finansiell gearing fremkommer som produktet av netto rentemargin ( $ndr - nfgr$ ) og netto finansiell gjeldsgrad ( $nfgr$ ).

### *Analyse av netto rentemargin*

<b>År</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>TVS</b>	<b>Krav</b>
Netto driftsrentabilitet	0,552	0,457	0,544	0,437	0,296	0,374	0,086
Netto finansiell							
- gjeldsrente	0,003	0,002	0,007	0,011	0,082	0,025	1,018
<b>= Netto rentemargin</b>	<b>0,549</b>	<b>0,455</b>	<b>0,537</b>	<b>0,426</b>	<b>0,213</b>	<b>0,418</b>	

<b>År</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>TVS</b>	<b>Krav</b>
Fgr	0,047	0,045	0,056	0,083	-0,02	0,041	0,041
* FG/NFG	-0,13	0,147	0,159	0,129	2,366	0,698	
- Fer	0,008	0,008	0,013	0,019	0,015	0,014	0,028
* FE/NFG	1,218	1,053	1,181	1,108	-2,36	1,443	
<b>= Nfgr</b>	<b>0,003</b>	<b>0,002</b>	<b>0,007</b>	<b>0,011</b>	<b>0,082</b>	<b>0,025</b>	<b>1,018</b>

Tabell 8.13 – Beregning av netto rentemargin

Ekornes har en positiv netto rentemargin over hele analyseperioden, noe som tilsier at driften kaster mer av seg enn det virksomheten netto må betale i rente.

Netto finansiell gjeldsrente er som vist i tabell 8.13, en vektet rente på basis av finansiell gjeldsrentabilitet og finansiell eiendelsrentabilitet, vektet på basis av gjennomsnittlig kapital i likhet med egenkapitalrentabiliteten (BUS 424, 2008).

Vi registrerer her at Ekornes tidsvektet betaler en finansiell gjeldsrente på kravet, noe som er tilfredstillende, og indikerer at de klarer å oppnå lån til en passende rente, men de oppnår ingen superprofitt her. Ekornes har en gjennomsnittlig finansiell eiendelsrentabilitet under kravet, som kan tilsa en dårlig forvaltning av finansielle eiendeler. Men vi unnskylder det med at superrentabilitet med basis i finansielle forhold er svært vanskelig å oppnå.

### *Analyse av netto finansiell gjeldsgrad*

For å se nærmere på kapitalstrukturen tar vi for oss netto finansiell gjeldsgrad som er siste multiplikatoren for å komme frem til finansiell gearing. Denne splittes opp i en finansiell gjeldsdel fratrukket en finansiell eiendelsdel, videre multiplisert med den inverse egenkapitalprosenten.

År	2004	2005	2006	2007	2008	TVS	Bransje
FG/NDK	0,058	0,059	0,059	0,041	0,278	0,109	0,42
- FE/NDE	0,541	0,42	0,436	0,351	0,277	0,386	0,548
= NFG/NDK	<b>-0,483</b>	<b>-0,361</b>	<b>-0,378</b>	<b>-0,31</b>	<b>0,001</b>	<b>-0,277</b>	<b>-0,128</b>
* NDK/EK	0,818	0,852	0,863	0,923	1,108	0,932	0,981
= Nfgg	<b>-0,395</b>	<b>-0,308</b>	<b>-0,326</b>	<b>-0,287</b>	<b>0,001</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,099</b>

Tabell 8.14 – netto finansiell gjeldsgrad

Ekornes har frem til 2007 en negativ netto finansiell gjeldsgrad, som tilsier at de har hatt netto finansielle eiendeler. Dette er dårlig kapitalstruktur, og følgene av å være ”bank” påvirker netto finansiell gearingen og dermed egenkapitalrentabiliteten i negativ retning. Kapitalstrukturen har derimot beveget seg i riktig retning, da netto finansiell gjeld i 2008 ligger ørlite over null. Mye finansielle eiendeler kan lett føre til sløsing, men kan være godt å ha i finanskrisetider.

#### ***8.1.4 Konklusjon rentabilitetsanalyse***

Gjennom hele analyseperioden har Ekornes en merrentabilitet på egenkapitalen som ligger langt over kravet. Avkastningen på kapitalen er god, men det er klart at finanskrisen setter sine spor også her. Økende kostnader som overstiger økning i driftsinntekter har en negativ innvirkning på avkastningen. Rentabiliteten nådde sin topp i 2006 med en superrentabilitet på 30,1 % i forhold til kravet, før den avtar ned til 20,3 % i 2008. Ekornes har likevel en **ressursfordel i forhold til bransjen** hvor vi her opplever en **økende superprofitt fra 2006 frem til 2008**, som til sammen gir et vektet snitt på 25,2 %. Ved et tilbakeblikk på strategisk analyse har vi nå fått bekreftet at Ekornes innehar viktige strategiske ressurser, som er med på å heve bedriften i forhold til bransjen. Vi vil da vise tilbake på blant annet merkenavn, markedskommunikasjon og kvalitet, samt kostnadseffektive produksjonsprosesser.

Dekomponering viser en høy avkastning på drift, noe som skyldes både eksterne forhold i bransjen og interne forhold i bedriften. Ekornes har en **bedre evne til å generere netto driftsresultat per krone omsatt enn bransjen**, noe som hovedsakelig skyldes en **lavere varekostnad** enn bransjen.

Svakheten i inntjeningen viser seg derimot i beregningen av omløp til netto driftseiendeler, hvor vi ser **bransjen har en mye større evne** enn Ekornes til å skape **driftsinntekter per**

**krone investert.** Ved ytterligere dekomponering av onde, fant vi ut at Ekornes har en **avtagende fortjeneste per enhet kombinert med økende kapitalbruk per enhet.**

Feil kapitalstruktur påvirker egenkapitalrentabiliteten i negativ retning som følge av en negativ netto finansiell gjeldsgrad frem til 2007. En kraftig økning i finansiell gjeld i 2008 endrer dette forholdet, og genererer en netto finansiell gjeldsgrad marginalt over null.

Ekornes innehar en **solid lønnsomhet gjennom hele perioden**, viser tegn til at foretaket sliter med å holde lønnsomheten oppe over tid. Ekornes vil være avhengig av en positiv utvikling i markedene for å kunne fortsette den gode trenden.

## ***8.2 Fundamental vekstanalyse***

Som ett ledd i forarbeidelsene til verdivurderingen skal vi analysere veksten i resultat og kapital, med hensikt å kartlegge Ekornes kilder til vekst da vekst er en av de underliggende verdidriverne ved fundamentalanalysen.

Ved analyse av veksten til Ekornes tar vi utgangspunkt i den historiske veksten Ekornes har hatt over analyseperioden fra 2003 til 2009T, samt underbygge estimatene med forventet vekst i industrien som er prognostisert av Statistisk sentralbyrå. Som en tredje faktor for analysen vil vi inkludere funn vi gjorde i den strategiske analysen.

Veksten på kort sikt vil bli styrt av den generelle bransjeveksten og de interne styrkene Ekornes er i besittelse av. Nå som møbelbransjen opplever stagnasjon i alle markeder, vil vekst for Ekornes komme som følge av hard rivalisering om markedsandeler.

På lang sikt antar vi at Ekornes vil følge konjunktorene i økonomien for øvrig, hvor Ekornes oppnår en vekst lik realveksten i økonomien + forventet inflasjon.

### ***8.2.1 Analyse av kapitalvekst***

Grunnlaget for denne analysen er egengenerert vekst, eller med andre ord, normalisert vekst i Ekornes. Normalisert vekst finner vi ved å ta benytte det omgrupperte resultatet

hvor unormale poster er skilt ut, og får belyst de postene som er tilknyttet Ekornes "normale" virksomhet. Fordelen med normalisert vekst kontra fullstendig vekst, er at vi får luket vekk unormale elementer som er lite hensiktsmessig for fremskriving.

### 8.2.1.1 Vedvarende vekst i kapital (ekv)

For at Ekornes skal ha vekst i egenkapitalen betinger det at de har en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn kapitalkravet – altså en superrentabilitet. Under avsnittet for egenkapitalrentabilitet kom vi frem til at Ekornes har et tidsvektet snitt på superrentabilitet på 25,2 % over analyseperioden, hvilket gir et godt grunnlag for økt egenkapitalverdi.

Vedvarende vekst i EK:  $ekv = (1-eku)*ekr$

ekv: vekst i EK

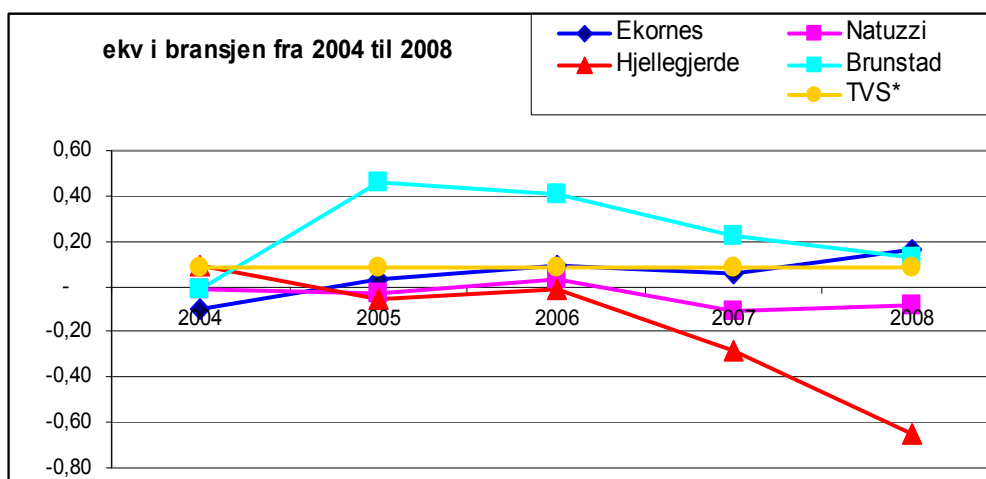
eku: utdelingsforhold

ekr: normalisert egenkapitalrentabilitet (ekr)

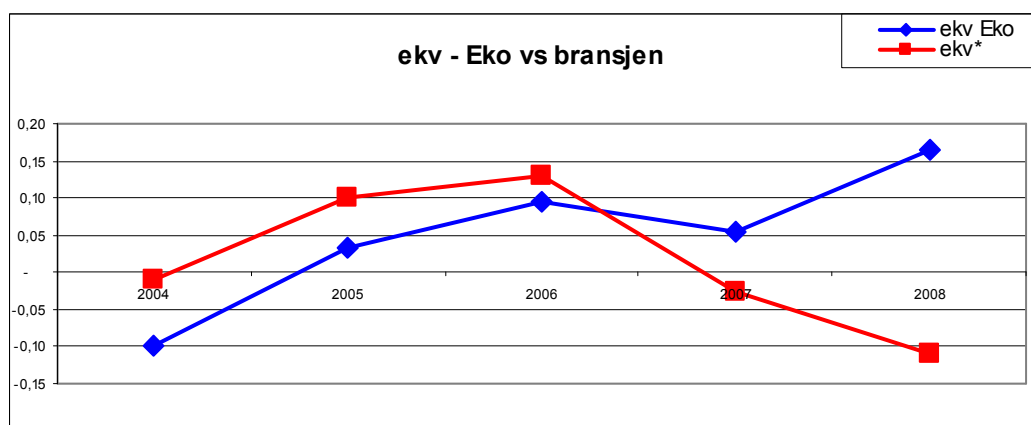
1-eku: tilbakeholdingsgrad (median for analyseperioden)

<i>Varig vekst i Ekornes og bransjen</i>							
<i>År</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>TVS Eko</i>	<i>TVS*</i>
<i>1</i>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
- <i>eku</i>	1,30	0,90	0,74	0,82	0,45	0,78	0,36
= <i>1-eku</i>	-0,30	0,10	0,26	0,18	0,55	0,22	0,64
* <i>ekr</i>	0,34	0,32	0,37	0,31	0,30	0,33	0,12
= <i>ekv Eko</i>	-0,10	0,03	0,09	0,06	0,16	0,07	-
<i>ekv*</i>	0,02	0,14	0,19	0,06	-0,03	0,00	0,07

Tabell 8.15 – Varig vekst i egenkapital - Ekornes vs bransjen



Figur 8.10 – utvikling i ekv i møbelbransjen fra 2004 til 2008.



Figur 8.11 – utvikling i ekv Eko vs ekv\*

Ekornes har hatt en betydelig utdeling av egenkapital gjennom utbytte til eierne fremt til 2007, men som følge av ringvirkninger fra krisen i verdensøkonomien, har styret vedtatt å halvere utbetaling av utbytte fra 7 NOK pr aksje til 3,5 NOK pr aksje i 2008. Ekornes ender med dette på en eku på 45 %, og en ekv på 16 % for 2008 hvilket er betydelig høyere enn for bransjen som har en negativ ekv for samme periode på - 3 %.

Som vi ser av figur 8.11 over, har Ekornes en **kapitalvekst som ligger over bransjen** fra år 2006, hvilket gir **gode signaler**. Ekornes har et tidsvektet snitt som ligger på **samme nivå som bransjen**, det vil si et snitt på 7 %. Det er verdt å merke seg at Ekornes har en TVS ekr på 32 % mot bransjens TVS\* ekr på 12 %. Samtidig har Ekornes et TVS utdelingsforhold på 78 %, mot bransjens 36 %. Tiltross for betydelig utdeling av utbytte har likevel Ekornes samme vekst i egenkapitalen som bransjen. Dette er et resultat av Ekornes' betydelige egenkapitalrentabilitet og påfølgende superrentabilitet.



## 8.2.2 Analyse av resultatvekst

Vi vil nå analysere hvilken vekst Ekornes har hatt i driftsinntektene, netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen over analyseperioden. Vi starter først med et trendresultat for Ekornes, hvor regnskapsår 2003 er basisåret, før vi analyserer veksten i driftsinntekter, netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen. Analysen vil danne grunnlag for budsjetteringen og fremskrivingen i neste del av utredningen.

For utarbeiding av trendresultat for Ekornes, tar vi utgangspunkt i regnskapsår 2003 som basisår, og gir dette indeksverdi 1. Ut fra dette kan vi se endringene i resultatpostene fra år 2003 til 2008.

<b>Resultatvekst Ekornes</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Driftsinntekter	1,00	1,12	1,14	1,25	1,28	1,33
Vareforbruk	1,00	0,98	1,04	1,09	1,23	1,29
Lønn og sosiale kostnader	1,00	1,14	1,20	1,32	1,32	1,37
Ordinære avskrivninger	1,00	1,16	1,21	1,27	1,33	1,53
Andre innkj.salgs og adm.kostn	1,00	1,16	1,21	1,28	1,37	1,55
Driftsresultat	1,00	1,20	1,09	1,31	1,18	1,03
Driftsrelatert skattekostnad	1,00	1,20	1,09	1,31	1,18	1,03
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>1,00</b>	<b>1,20</b>	<b>1,09</b>	<b>1,31</b>	<b>1,18</b>	<b>1,03</b>
Netto finansinntekt	1,00	0,75	0,71	1,15	1,59	1,25
Netto finanskostnad	1,00	0,99	1,07	1,32	1,57	3,17
Netto finanskostnad	1,00	0,99	1,07	1,32	1,57	3,17
<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>1,00</b>	<b>1,19</b>	<b>1,08</b>	<b>1,31</b>	<b>1,18</b>	<b>1,02</b>
Unormalt netto finansresultat	1,00	0,37	1,32	-1,21	-2,32	3,60
<b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>1,00</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>	<b>0,68</b>	<b>0,91</b>	<b>0,20</b>
Netto betalt utbytte	1,00	1,08	1,22	1,27	1,20	0,59
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>1,00</b>	<b>0,36</b>	<b>0,09</b>	<b>0,03</b>	<b>0,59</b>	<b>-0,22</b>

Tabell 8.16 – Analyse av resultatvekst for Ekornes

Tabell 8.16 viser at Ekornes har hatt en stødig vekst i DI over analyseperioden, og at denne har økt kraftig fra 2006 til 2008. Når det gjelder netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen har disse økt med 30 % frem til 2006, hvor de så er redusert til 18 % i 2007,

og ender på 2003-nivå i 2008. Dette gir dårlige signaler for kostnadsutviklingen hos Ekornes.

Når vi ser på lønn og andre innkjøps/salgskostnader og administrasjonskostnader, har disse resultatpostene økt kraftigere enn økningen i driftsinntektene. Vi ser også at varekostnadene har økt, men at denne økningen ligger under vekst i driftsinntekter.

I følge SSB's estimater for prosentvis endring i lønn i Norge fra 2006 til 2008 har den utviklet seg som vist i tabellen under, og dette kan på mange måter forklare den sterke lønnsveksten i Ekornes.

ÅR	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Prosentvis endring</b>	4,6	3,8	4,8	5,6	5,8

Tabell 8.17 – prosentvis endring i lønnskostnader i Norge.

Vi antar videre at det er en betydelig lønnsvekst tilknyttet økningen i administrasjonskostnader, samtidig som at Ekornes har økt sine kostnader i forhold til markedsaktiviteter for å stimulere markedet.

Markedsføring er en investering i så måte, men verre er om Ekornes' evne til å holde driftsmarginene oppe ved rasjonell produksjon lide under at Ekornes gir betydelige salgsmarginer til kundene.

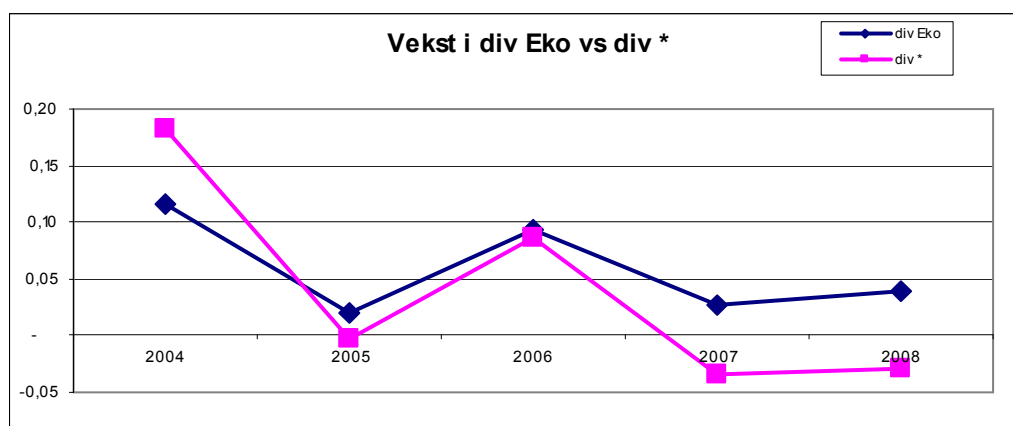
Totalt gir dette negative signaler for Ekornes' driftsmarginer for budsjetteringen og fremskrivingen.

### **8.2.2.1 Varig vekst i driftsinntekter (div)**

Vekst i driftsinntektene DI pr år:  $div_t = (DI_t - DI_{t-1}) / DI_{t-1}$

	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<b>div Eko</b>	0,12	0,02	0,09	0,03	0,04	0,06
<b>div *</b>	0,18	-0,00	0,09	-0,03	-0,03	0,03

Tabell 8.18 – vekst i driftsinntektene for Ekornes vs bransjen



Figur 8.12 – vekst i driftsinntektene for Ekornes vs bransjen

Ekornes har hatt en noe mer stabil vekst i driftsinntektene enn bransjen for øvrig, og har fra 2005 til 2008 lagt på samme nivå eller høyere enn bransjen. Vi ser at div har utpreget seg spesielt i 2007 og 2008. Vi ser samtidig at Ekornes har en marginal vekst i DI fra 2007 til 2008.

Det tidsvektede snittet for Ekornes og bransjen er henholdsvis 6 % og 3 %. Figuren viser tegn til at veksten i DI for bransjen har vært sterkt avtagende i løpet av analyseperioden, hvilket gir dårlige signal for bransjen.

Det er en god prestasjon av Ekornes at de har klart vekst i DI, og ikke minst er dette spesielt godt gjort de siste årene hvor redusert pris har vært et sterkt kort for å kapre markedsandeler jmfør avsnitt 2.1 vedr konkurransesituasjon. På dette området ser vi effekten av å ha produkter som innehar høy kvalitet, viktige produktfortrinn, god design og et sterkt merkenavn – og vi ser at disse elementene gir Ekornes varige strategiske fordeler i forhold til konkurrentene.

Dette punktet gir oss innsikt i veksten på horisonten når vi skal budsjettere fremtidsregnskapet.

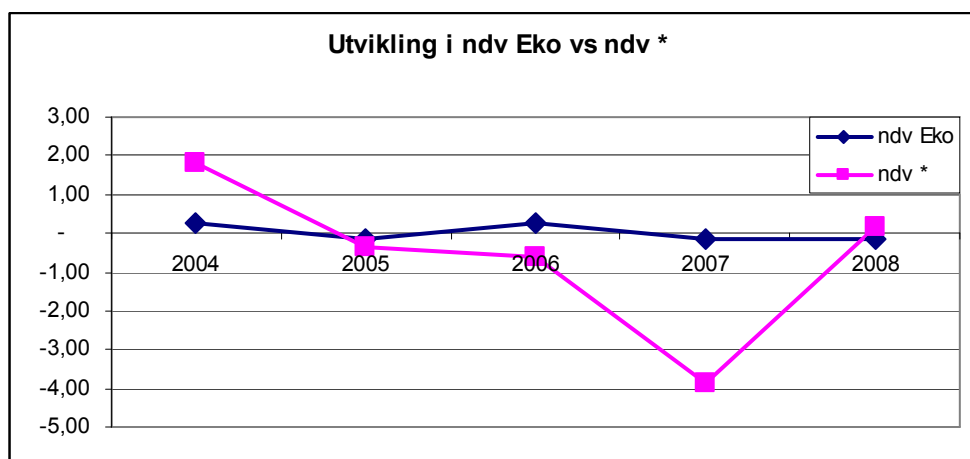
### 8.2.2.2 Varig vekst i netto driftsresultat (ndr)

Vi skal med denne analysen vurdere i hvilken grad Ekornes evner å skape vekst i netto driftsresultat.

Varig vekst i ndv pr år:  $div\ t + (div\ t - dkv) * dk\ t-1 / NDR\ t-1$

	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<i>ndvEko</i>	0,28	-0,13	0,28	-0,14	-0,17	0,00
<i>ndv *</i>	1,79	-0,34	-0,59	-3,88	0,18	-0,88

Tabell 8.19 – utvikling i ndv for Ekornes og bransjen og tidsvektet snitt



Figur 8.13 – varig vekst i ndv Eko vs ndv \*

Ekornes har i følge tabell 8.19 over, en jevn dog noe nedadgående utvikling i netto driftsresultat, og det tidsvektede snittet ender ut i null, altså ingen vekst i ndr fra 2003 og frem til 2008. Det tidsvektede snittet i bransjen er på – 88 %, og dette gir svært dårlige signal for bransjen som sådan. Når vi ser utviklingen i ndv for bransjen er denne mer volatil enn for Ekornes, og har ekstreme verdier 2007 hvor samtlige av virksomheter i bransjen har en negativ vekst som viser alt fra – 10 % til – 1022 % i nedgang.

Til tross for at Ekornes evner vekst i DI, blir dette spist opp av vekst i driftskostnadene, og Ekornes får da en svak volatil ndv fremt til 2006, og ender ut med negativ vekst i ndv for 2007 og 2008 på henholdsvis – 14 % og -17 %.

Ekornes fordel i forhold til bransjen er at de har laver driftskostnader over hele analyseperioden enn konkurrentene. Dette tyder på at Ekornes klarer å holde en mer stabil vekstbalanse, mellom driftinntekter og driftskostnader enn bransjen for øvrig.

Oppsummert er vekst i netto driftsresultat **er svakt positiv.**

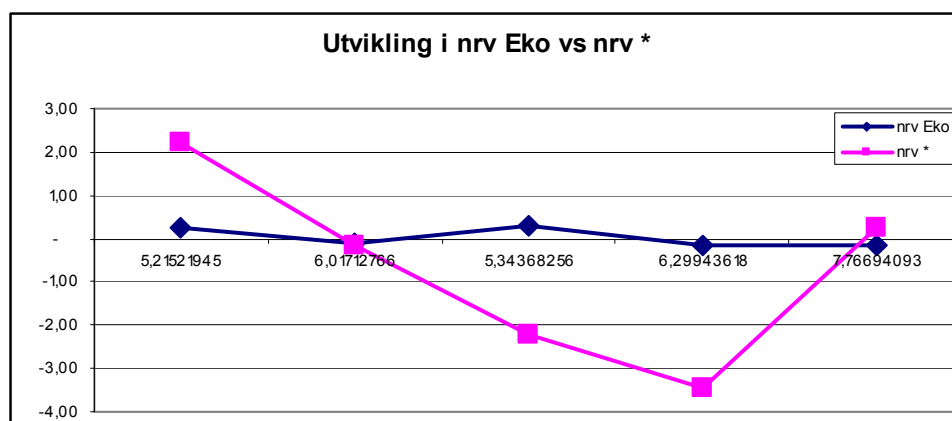
### 8.2.2.3 Varig vekst i nettoresultat til egenkapitalen (nrv)

Vi skal med denne analysen vurdere i hvilken grad Ekornes evner å skape vekst i nettoresultatet til egenkapitalen.

Varig vekst i nrv pr år:  $div+(div-dkv)*dk\ t-1/NDR\ t-1+(div-fkv)*NFK\ t-1/NRE\ t-1$

	2004	2005	2006	2007	2008	TVS
<i>nrv Eko</i>	0,27	-0,13	0,28	-0,14	-0,14	0,02
<i>nrv *</i>	2,21	-0,17	-2,21	-3,47	0,25	-0,42

Tabell 8.20 – varig vekst i nrv Ekornes vs bransjen



Figur 8.14- varig vekst i nrv Eko vs nrv\*

Ser vi på regnskapsåret 2008 i tabellen over, har Ekornes en negativ nrv på -14 % mot bransjens nrv\* på 25 %. Dette gir dårlige signaler for Ekornes, og skyldes i hovedsak at Ekornes har en betydelig negativ påvirkning fra operasjonell gearing på -21 %, hvilket blir positivt påvirket av vekst i finansiell gearing på 2,4 %. Det er med andre ord **vekst i driftskostnader og driftskostnadsgraden** som er Ekornes **svakeste punkt** i denne sammenhengen, og ikke finansiell gearing. Dette støttes av lønnsomhetsanalysen hvor rentabiliteten viste en negativ trend.

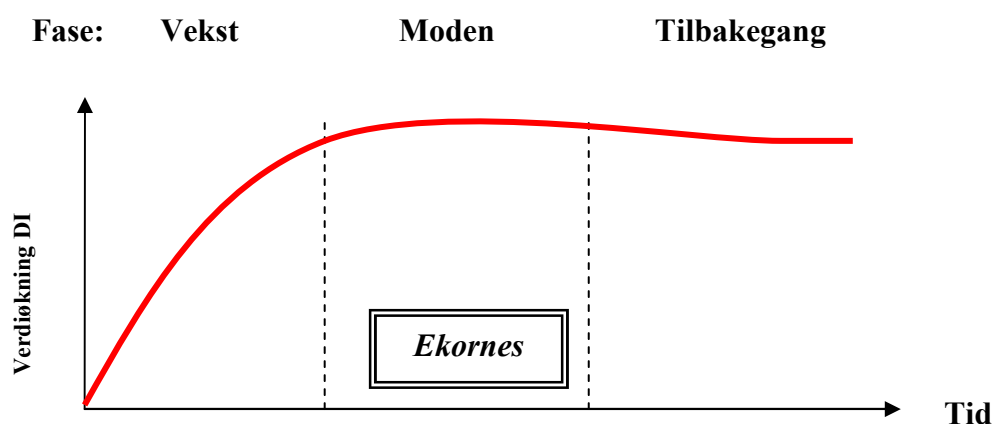
Vi ser at Ekornes holder en langt mer stabil kurs i utviklingen av vekst i nrv enn bransjen, og Ekornes ender ut med et tidsvektet snitt på 2 %. Dette viser at veksten i nrv er lav, men sammenlignet mot bransjen som har et negativt tidsvektet snitt på -42 %, er dette veldig bra.

Oppsummert kan vi si at vi har blandede signaler vedr Ekornes varige vekst i netto resultat til egenkapitalen, men vi legger tyngst vekt på det tidsvektede snittet, og vurderer dette som en **svak positiv vekst for Ekornes.**

### ***8.2.3 Oppsummering av vekst***

Ekornes kan i utgangspunktet karakteriseres som en virksomhet i moden vekst. Dette støttes av tabell 8.18 hvor vi ser at DI har økt jevnt siden 2003. Hovedårsaken til dette er at Ekornes har vært dyktig på kvalitet og funksjonalitet i sine produkter, samt at Ekornes har sterke merkenavn. Dette er faktorer som kan forsvare en mellom/høy pris på produktene.

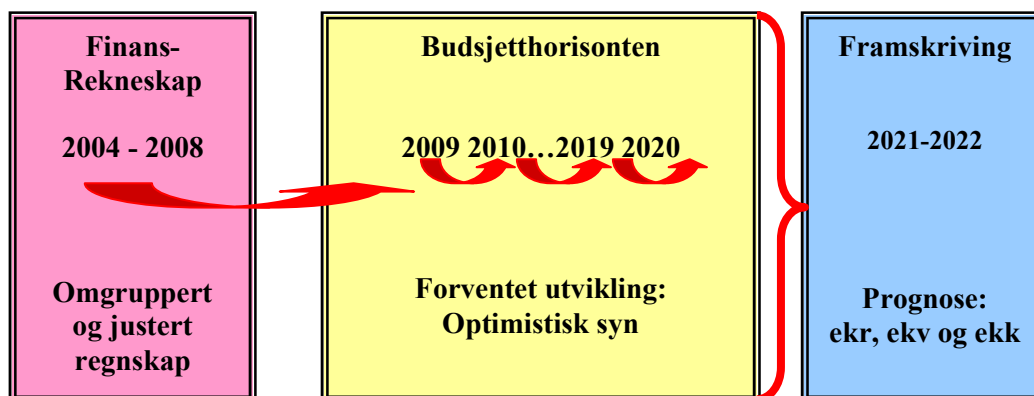
Når det gjelder kostnadene har disse økt mer enn DI, hvilket gjør at Ekornes ender på 1,01 i vekst i NRE i 2008. Ekornes er flink til å revitalisere produksjonsprosesser, logistikkprosesser, utdanne ansatte og iverksette ulike effektivitetsprosjekt i organisasjonen for øvrig, kombinert med sterke merkeprodukt av høy kvalitet. Dette gjør at Ekornes til en hver tid frem til og med 2007 har hatt kapasitet til å skape overskudd. Med utgangspunkt i lønnsomhetsanalysen og analysen av vekst plasserer vi Ekornes i fase ”moden” i modellen under.



Figur 8.15 – Vekst gitt verdiøkning i driftsinntekter

## 9 Budsjettering og fremskriving

Med utgangspunkt i strategisk analyse og regnskapsanalyse, skal vi budsjettere syv budsjettdrivere som er elementer for å kunne utarbeide fremtidsregnskap for Ekornes. Neste seg i utredninger er å gjøre en verdsettelse av Ekornes på bakgrunn av fremtidsregnskapet.



Modell 9.1 – rammeverk for fundamental verdsettelse (BUS425, 2006)

### 9.1 Budsjettering

Vi starter først med å budsjettere syv viktige verdidrivere som vist i figuren under. Først skal vi budsjettere driftsinntekter, driftseiendeler og netto driftsresultat, for så å bruke dette til å budsjettere finansiell gjeld, minoritetsinteresser, netto finanskostnader, netto finansinntekter og avslutningsvis netto minoritetsinteresser (Penman, 2007). Alle beregninger er basert på det vi har fremkommet med i under den strategiske analysen og forholdstallsanalysen. Dette brukes så for å utarbeide et fremtidsregnskap og fremskrevne krav for Ekornes.

#### *Presiseringer*

Vi anvender relevante tidsvektede snitt (TVS) som vi kom fremt til under forholdstallsanalysen, og alle TVS gjelder for årene 2004 tom 2008. Vi bruker \* for å betegne bransjens forholdstall. Ved en hver anledning vi benytter benevnelsen risikofri rente, betyr dette risikofri rente etter skatt. Vi benytter benevnelse risikofri rente før skatt og NIBOR – rente, når disse brukes.

Vi velger å legge ved tabeller som belyser utvikling i beregninger av budsjettperioden, men på grunn av plassmangel tar vi med første år av de tre første budsjettperiodene og år 2020 som er siste året i budsjetthorisonten. Det vil si at vi fremlegger tall fra år 2009, 2013, 2019 og 2020.

### ***Budsjett drivere***

Vi har følgende 7 budsjett drivere som skal analyseres: *div*, *onde*, *ndm*, *fgd*, *fed*, *fgr* og *fer*.

Disse skal så anvendes ved hjelp av følgende formler ved fremtidsregnskapet:

1. <u>Vekst i driftsinntekter</u>	<u><math>div_t = (DI_t - DI_{t-1}) / DI_{t-1}</math></u>
2. <u>Omløpet til netto driftseiendeler</u>	<u><math>NDE_{t-1} = DI_t / onde_t</math></u>
3. <u>Netto driftsmargin</u>	<u><math>NDR_{t-1} = ndm_t * DI_t</math></u>
4. <u>Finansiell gjeldsandel</u>	<u><math>FG_t = fgd_t * NDE_t</math></u>
5. <u>Finansiell eiendelsandel</u>	<u><math>FE_t = fed_t * NDE_t</math></u>
6. <u>Finansiell gjeldsrente</u>	<u><math>NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}</math></u>
7. <u>Finansiell eiendelsrentabilitet</u>	<u><math>NFI_t = fer_t * FE_{t-1}</math></u>

### ***Budsjett horisont***

Budsjett horisonten er fra det året vi går fra budsjettering til enkel fremskrivelse av verdidriverne rentabilitet vekst og avkastningskrav.

I følge råd fra faget BUS 425 anbefales det en budsjett horisont på 6 -14 år for selskaper som legger til grunne GRS for sine regnskaper. Vi velger en budsjett horisont på 12 år.

### ***Vekst***

Frem til nå har vi analysert historisk vekst for Ekornes ved hjelp av kartleggingen i vekst i NDR, NSK, NRE. Ut fra dette kan vi ta fatt på å utarbeide budsjett for de neste 12 årene. Det tidsvektede snittet for Ekornes i *div* var på 6 % over analyseperioden og vi konkluderte under avsnittet for vekst at Ekornes er i en tilstand med ”moden vekst” på lang sikt. Vi lar dette estimatet være veiledende for budsjetteringen.

For siste del av budsjett horisonten legger vi til grunn Norges Banks pengepolitiske mål med en årlig vekst i konsumprisene på 2,5 % samt et på slag for forventet vekst i



inflasjonen ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)). Vi anser en konstant vekst på 5,5 % som et rimelig anslag.

### ***Budsjettfaser***

Vi har en budsjettthorisont på 12 år, og denne tidslinjen har vi delt opp i fire faser med angitt sikkerhet for beregnede prognoser.

<b><i>Budsjettthorisont</i></b>	<b>2009</b>	<b>2010 - 2012</b>	<b>2013 - 2018</b>	<b>2019 - 2020</b>
<b><i>Fase</i></b>	Kortsiktig fase	Middels fase	Langsiktig fase	Langsiktig fase
<b><i>Vekstfase</i></b>	Moden	Moden	Moden	Konstant
<b><i>Vekst</i></b>	2,8 %	3,5 %	6 %	5,5 %
<b><i>Sikkerhet i prognoser</i></b>	Høy sikkerhet	Middels	Lav sikkerhet	Lav sikkerhet

Tabell 9.1 - budsjettthorisonten

I følge statistisk sentralbyrås prognoser skal økonomien i Norge og verden for øvrig ha nådd bunnen i 2009 som følge av iverksatte krisepakker i den vestlige verden. Som estimat for vekst i denne perioden, vil vi bruke trailet resultat for 2009 for Ekornes. Vi tror med høy sikkerhet at estimatene for dette året vil ligge nært opp til virkeligheten.

Til tross for at bunnen angivelig er nådd, vil det likevel bli en svak utvikling i økonomien frem til og med 2012. Vi antar at dette vil være en tid i møbelbransjen hvor aktører med stor finansiell kapasitet har mulighet til å erobre mindre konkurrenters markedsandeler, samtidig som at lavpriskonkurrentene vil være en åpenbar trussel mot middels/høypris markedet. Vi tror også at dette er tiden hvor foretak som har mulighet til det, vil prioritere å styrke seg internt i organisasjonen. Utfallet av krisen kan med andre ord bli slik at veletablerte og godt drevne foretak, vil kunne fremstå som stryket til kamp og møte oppgangskonjunkturen på en god måte slik historien viser fra år 2000-2003. Dette vil i så fall være tilfellet for Ekornes.

Vi karakteriserer sikkerhet i prognosene for denne perioden som middels sikker, da den ligger noe frem i tid. Det er likevel ikke vanskelig å se for seg at SSB's prognoser for denne perioden er realistiske.

Fra år 2012 skal, I følge SSB's prognoser, økonomien tilta kraftig i vekst fra 2013, slik det har vært etter krisetider i historiens forløp ([ssb.no](http://ssb.no)). Det vil si at vi fra 2013 får en

oppgangskonjunktur med påfølgende økte renter, økte lønnskostnader og økte priser på råvarer og innsatsfaktorer. I så fall vil virksomheter som er velorganiserte kunne hente ut en økt omsetning i løpet av disse årene frem til og med 2018. Vi anslår sannsynligheten for at de prognostiserte verdiene for denne perioden ligger på et lavt nivå.

Vi anser år 2019 som en ny fase, hvor veksten er noe mer moderat, og høykonjunktoren er noe dempet. Vi anser en total vekst på 5,5 % som et rimelig anslag da dette er tilsvarende Norges Bank samlede anslag for realøkonomisk vekst og forventet inflasjon. Denne perioden er så langt frem i tid, og vi anser det som lite sannsynlig at de estimerer vi budsjetterer med vil treffe markedet. Det er av den grunn stor usikkerhet knyttet til de budsjetterte verdiene.

Ut fra dette skal vi nå budsjettere utviklingen i de 7 budsjett drivere fra i dag og utover budsjett horisonten – med et positivt syn på fremtiden.

### **9.1.1 Vekst i driftsinntekter**

$$div_t = (DI_t - DI_{t-1}) / DI_{t-1}$$

For å budsjettere vekst i driftsinntekter for 2009 legger vi til grunn det trailede resultatet for 2009.

<b>Trailt resultat</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2008</b>				
<b>2009T</b>	<b>Q1</b>	<b>Q1-Q4</b>	<b>Q1</b>	<b>Just</b>	<b>2009T</b>	<b>Vekst</b>	<b>2009Tv</b>
<b>Vekst</b>	<b>0,028</b>						
<b>DI</b>	<b>695300</b>	<b>2673100</b>	<b>676500</b>		<b>2691900</b>	<b>55486</b>	<b>2747386</b>

Tabell 9.2 – trailet driftsinntekter for 2009

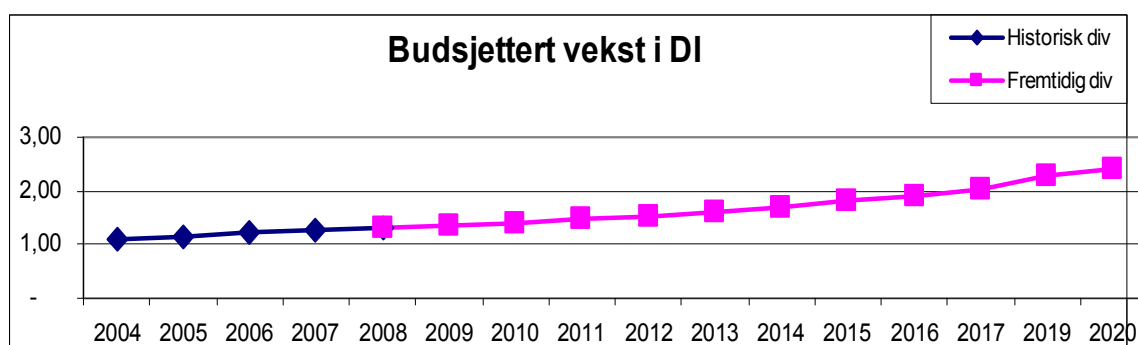
Vi ser av tabell 9.2, at driftsinntektene til Ekornes har økt fra Q1 2008 til Q1 2009 med 2,8 %. Dette gir oss en trailet driftsinntekt for 2009 på 2747386.

Dette mener dette er en god prognose på veksten sin følge av krisen i verdensøkonomien, og selv om bunnen antagelig er nådd vil det ta tid før økonomien og forbruket i samfunnet er på riktig kjøll igjen.

### 9.1.1.1 Budsjettering av driftsinntekter

Ved budsjetteringen av driftsinntektene har vi valgt å bruke år 2003 som indekssår, med hensikt å belyse både historisk vekst og hvordan veksten forløper seg i budsjetthorisonten fremover mot 2020.

Vi vil budsjettere veksten i DI med utgangspunkt i historisk realvekst og forventet inflasjon (se punkt) med 5,5 % vekst på horisonten.



Figur 9.2 – historisk og budsjetterert div for Ekornes

### 9.1.2 Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler

$$NDE_{t-1} = DI_t / onde_t$$

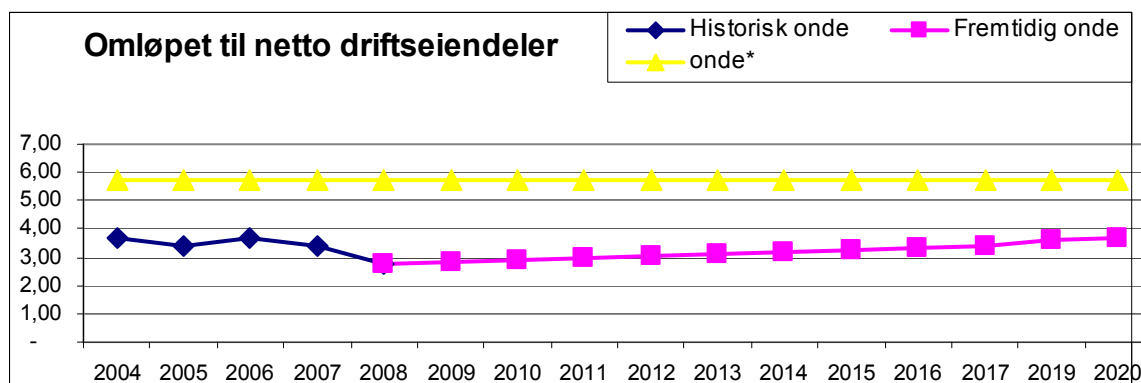
Vi beregnet historisk ONDE i forholdstallsanalysen – og Ekornes' onde viser at de er lite effektive i bruken av netto driftskapital med en onde på 2,7 i 2008. Bransjen ligger langt over med en onde på 4,5 i 2008. Ekornes har også et lavere tidsvektet snitt enn bransjegenomsnittet, 3,33 % mot bransjens 5,75 %. Til tross for betydelige fokus på effektivisering og utvikling, tror vi at Ekornes vil kunne forbedre onde, og konvergere mot bransjesnittet på 5,75.

En økning i onde kan komme av to årsaker, enten at Ekornes klarer å oppnå høyere driftsinntekter per enhet, eller at netto driftskapital per enhet reduseres. Vi har hovedsakelig basert antakelsen om økning i onde på at et mer kapitalintensivt anlegg evner å øke kostnadene per enhet.. Angående netto driftskapital tror vi ikke vil ha så stor innvirkning på onde, da vi som vi skal se senere velger å tro at Ekornes vil prøve å kvitte seg med en del finansielle eiendeler, noe som vil øke netto finansiell gjeld og dermed også netto driftskapital.

<b>Budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler</b>					
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Fremtidig onde</b>	2,79	2,86	3,08	3,58	3,67
<b>onde*</b>	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75

Tabell 9.3 – budsjettering av omløpet til netto driftseiendeler

Ved en årlig vekst på 2,5 %, vil Ekornes kunne nå en onde i 2020 på 3,67 jamfør tabell 9.3. Det vil med andre ord være urealistisk at Ekornes skal kunne nå bransjegjennomsnittet på 5,75.



Figur 9.3 – historisk og fremtidig vekst i omløpet til netto driftseiendeler

### 9.1.3 Budsjettering av netto driftsmargin

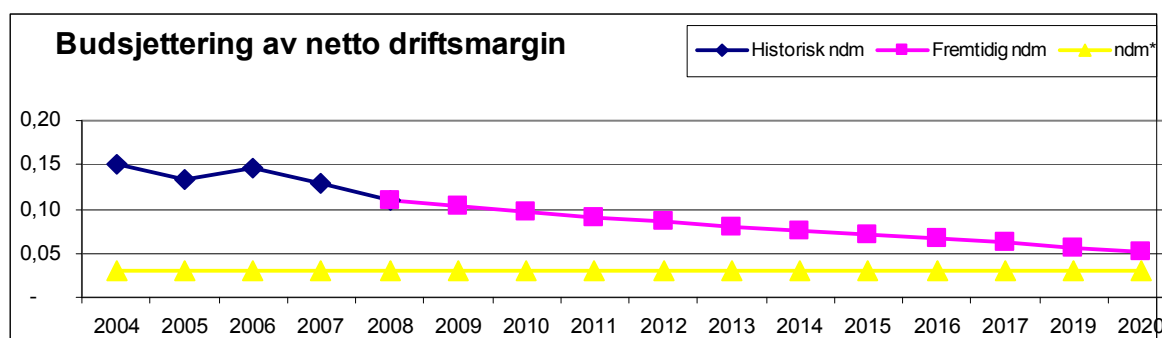
$$NDR_{t+1} = ndm_t * DI_t$$

Ekornes har hatt en netto driftsmargin som har lagt betydelig høyere enn hos bransjen for øvrig. Se figur 8.8 under lønnsomhetsanalysen. Som vi ser i den historiske kurven i figuren under, har Ekornes hatt et fall i netto driftsmargin fra 15 % til knappe 11 %.

Grunnet konkurranse i bransjen vil ikke Ekornes klare å holde på den store fordelene i driften, og vi antar at kreftene vil presse marginen mot snittet i bransjen. Vi antar en reduksjon på 6 prosentpoeng hvert år og tror derfor at Ekornes vil være nede i en netto driftsmargin på 5 % i 2020. Ekornes vil fortsatt ligge litt over bransjesnittet grunnet ressursfordelene som vi tidligere kartla i VRIO-analysen.

<b>Budsjettering av netto driftsmargin</b>					
<b>År</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Fremtidig ndm</b>	0,10	0,10	0,08	0,06	0,05
<b>ndm*</b>	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Tabell 9.4 – budsjettering av netto driftsmargin



Figur 9.4 – historisk og fremtidig utvikling i netto driftsmargin

Sammen med en onde på 3,67 gir en ndm på 0,05 en netto driftsrentabilitet i 2020 på 18,35 %. Med et utarbeidet fremtidskrav på 9,8 % genererer dette en superprofitt i drift på 8,55 %, noe som vi anser som en rimelig utvikling.

### 9.1.4 Budsjettering av finansiell gjeldsandel

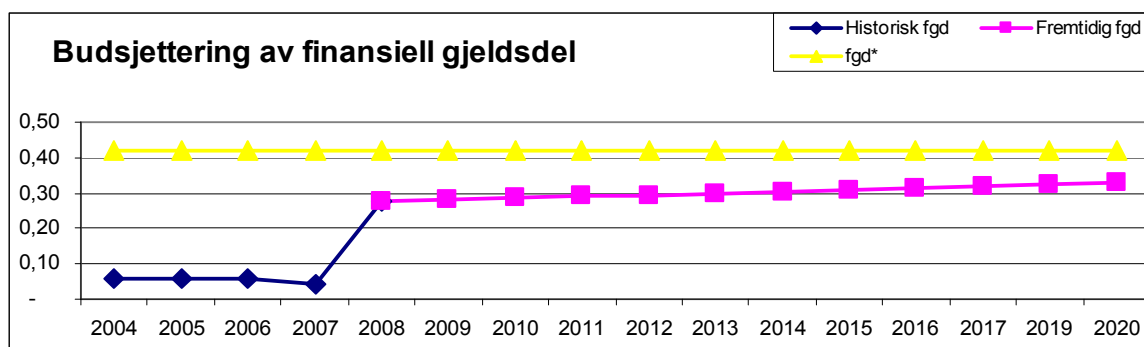
$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

Ekornes har hatt en svært lavt TVS for gjeldsandel i forhold til bransjen, hvor Ekornes har 10 % og bransjen har en TVS\* på 42 %.

Virksomheter med lav gjeldsandel kan finne det optimalt å øke gjeldsandel av to grunner. Den ene grunnen er at foretak med sterk egenkapital kan forhandle frem gode vilkår som følge av soliditet, og den andre årsaken er skattesubsidieeffekten som følge av rentekostnad kan føres som fradrag på skatt. Vi har antatt en vekst mot horisonten på 1,5 % per år slik at selskapet konvergerer mot bransjens tidsvektede snitt på 42 %

<b>Budsjettering av finansiell gjeldsandel</b>					
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Fremtidig fgd</b>	0,28	0,29	0,30	0,33	0,33
<b>fgd*</b>	0,42	0,42	0,42	0,42	0,42

Tabell 9.5 – budsjettering av finansiell gjeldsandel



Figur 9.5 – Historisk og fremtidig utvikling i finansiell gjeldsdel

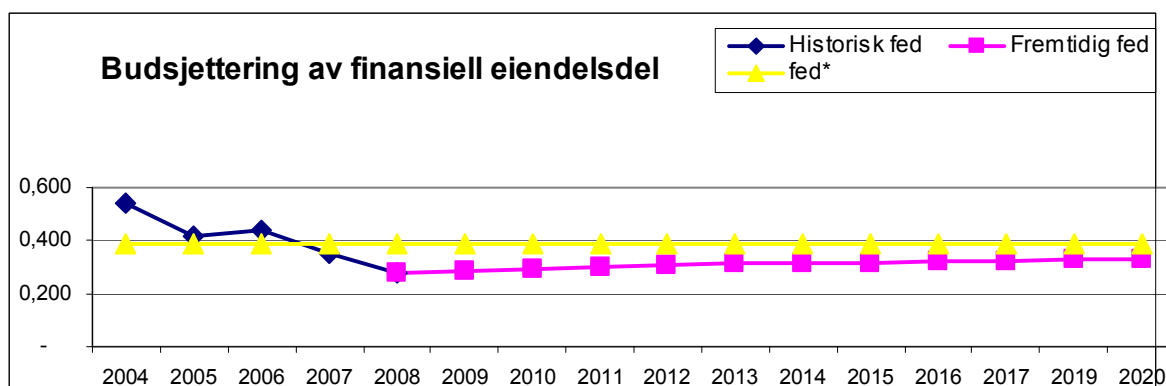
### 9.1.5 Budsjettering av finansiell eiendelsdel

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

Ekornes har hatt en fallende utvikling i andel av finansielle eiendeler, og har i 2008 en andel på knappe 30 %. Bransjen har et tidsvektet snitt på 40 %, og vi forventer at Ekornes skal øke sin andel i tiden fremover. Finansielle eiendeler i form av kontanter er godt å ha i finanskrisetider som nå. Men i følge SSB vil konjunktorene snu rundt 2013, og vi antar da at Ekornes vil prøve å kvitte seg med finansielle eiendeler, og dermed få en redusert økning i fed. Det er ulogisk for selskap som Ekornes å delvis opptre som en "bank", som gir en unormal netto finansiell gjeldsgrad. Vi har følgelig budsjetterert med en økning i finansiell eiendelsdel på 2,8% frem til 2013, og fra 2013 og videre en økning i underkant av 1%.

<b>Budsjettering av finansiell eiendelsdel</b>					
	2009	2010	2013	2019	2020
<b>Fremtidig fed</b>	0,28	0,29	0,31	0,33	0,33
<b>fed*</b>	0,39	0,39	0,39	0,39	0,39

Tabell 9.6 – budsjettering av finansiell eiendelsdel



Figur 9.6 - Historisk og fremtidig utvikling i finansiell eiendelsdel

Basert på våre antakelser oppnår Ekornes en netto finansiell gjeldsdel rundt null, som vi antar Ekornes aktivt vil gå inn for å oppnå.

### **9.1.6 Budsjettering av finansiell gjeldsrente**

$$NFK_t = \underline{fgr}_t * FG_{t-1}$$

I et velfungerende kapitalmarked vil netto rente på netto finansiell gjeld være lik netto finansielt krav. Kravet til netto finansiell gjeld blir påvirket av Ekornes kapitalstruktur, renteutvikling og kredittrisiko. Som belyst i forholdstallsanalysen, har Ekornes unormal lav gjeldsandel og lav kredittrisiko. Ekornes kommuniserer via årsrapporten 2008 at finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. Gitt forutsetningene om velfungerende kapitalmarked og finansiell gjeld til virkelig verdi, er det følgende faktorer som påvirker det finansielle gjeldskravet til Ekornes: risikofri rente, gjeldens systematiske risiko og som nevnt kredittrisikopremien. For å budsjettere finansiell gjeldsrente må vi budsjettere vi risikofri rente, finansiell gjeldsbeta, risikopremie og kredittrisikopremie.

#### **A) Budsjettering av risikofri rente**

Pr 28. mai er den norske pengemarkedsrenten (NIBOR) 3,21 % (norges-bank.no) Vi ønske å benytte en rente som er høyere enn dette, og et naturlig valg da er å benytte det historiske gjennomsnittlige pengemarkesrentet på 4,5 %. Årsaken til dette er at vi tror dagens NIBOR-rente er unormalt lav, og at den vil stige som følge av at inflasjonen i Norge har økt til knappe 3 % (Norges-bank.no).

Vi mener at 4,5 % er noe høyt, og velger å benytte 4,05 som utgangspunkt for beregning av risikofri rente. Risikotillegget på denne renten er 10 %. Vi får dermed en risikofri rente etter skatt på:

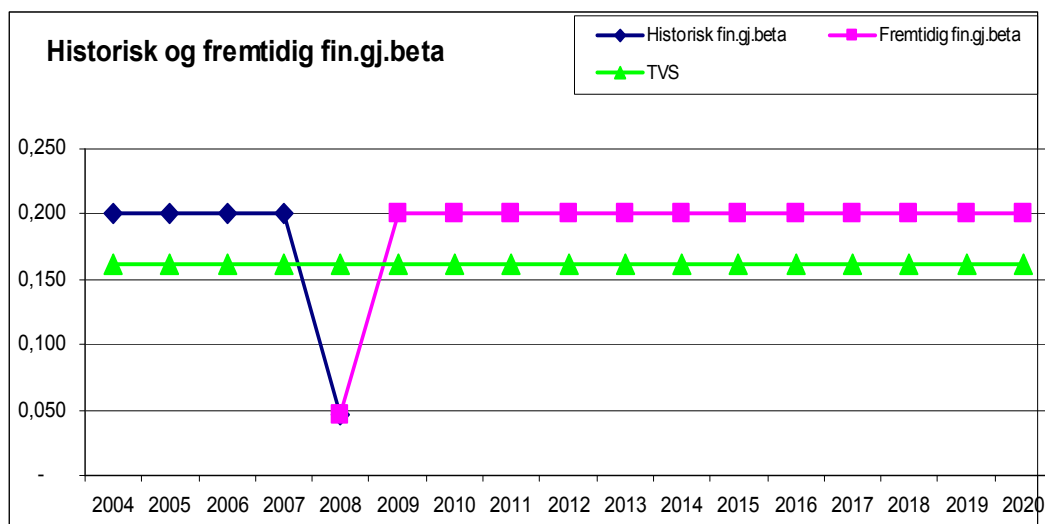
$$rf = (0,0405 - (0,0405 * 0,01)) * 0,72 = 0,0289$$

Vi antar at renten vil bevege seg noen lunde rundt dette rentenivået ut år 2012, for så å stige som følge en ventet sterk oppgangskonjunktur.

#### **B) Budsjettering av finansiell gjeldsbeta**



For beregning av finansiell gjeldsbeta viser vi til metode under avsnitt om beregning av egenkapitalbeta. Ekornes har som nevnt at en meget høy FE/FG, hvilket har ført til en urealistisk høy  $\beta_{FG}$ . Vi har da valgt å sette et tak for  $\beta_{FG}$  på 0,200 for å oppnå et mer realistisk estimat for årene 2003-2007. Vi velger å videreføre den finansielle gjeldsbetaen for budsjettperioden. Se figur 9.7 under.



Figur 9.7 – budsjettering av finansiell gjeldsbeta.

### C) Kreditrisikopremie

For å budsjettere kreditrisikopremien for budsjettthorisonen tar vi utgangspunkt i netto driftsrentabilitet (ndr), og egenkapitalprosenten (eka), og utfører en syntetisk rating på disse to forholdstallene.

	2009	2010	2013	2020
<i>ndr</i>	0,2863	0,2758	0,2467	0,1902
<i>rating ndr</i>	AA	AA	AAA	AAA
<i>eka</i>	0,6061	0,6030	0,6090	0,6995
<i>rating eka</i>	B+	B+	B+	A
<i>gj. rating</i>	A	A	AA	AA
<i>Kred.Risik.fakt.</i>	0,0250	0,0250	0,0150	0,0150
* <i>Risikofri rente</i>	0,0289	0,0297	0,0325	0,0400
= <i>Kred.risik.prem.</i>	<b>0,0007</b>	<b>0,0007</b>	<b>0,0005</b>	<b>0,0006</b>

Tabell 9.7 – budsjettering av konkurssansynlighet

Utfallet av ratingen er at Ekornes fortsatt er en solid virksomhet, og får en kredittrisikopremie som vist i tabellen over.

#### **D) Risikopremie**

For å budsjettere risikopremien for budsjetthorisonen tar vi utgangspunkt i den risikopremien vi benyttet i avsnitt xx under beregning av avkastningskravet.

Risikopremien har et tidsvektet snitt på 5,38 %, og vi anser dette som et brukbart estimat for budsjetthorisonen.

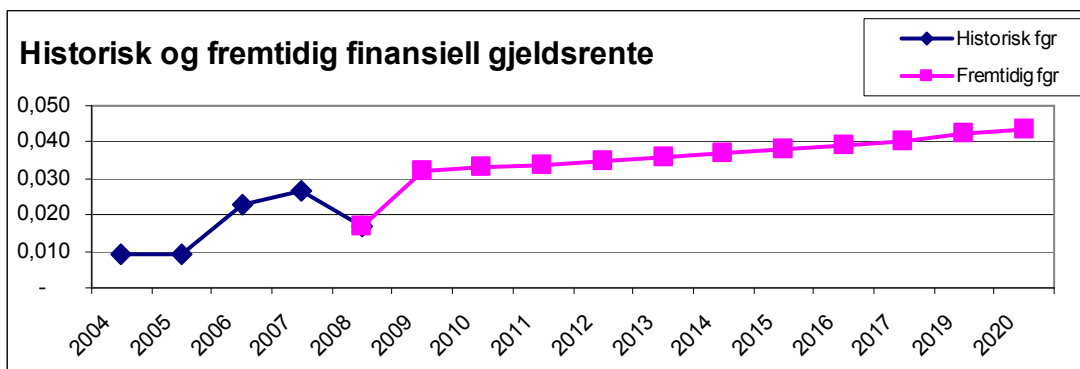
#### **F) Finansielt gjeldsrente**

Ut fra de ovenstående beregninger kan vi nå budsjettere det finansielle gjeldskravet. Som vi ser ut fra tabell xx budsjetterer vi med et stabilt gjeldskrav på +/- 4 % over hele budsjetthorisonen.

Vi forutsetter at  $fgr = fgk$

	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>	<b>2020</b>
<i>NIBORr-renten</i>	0,0405	0,0417	0,0456	0,0551
- <i>Risikotillegg 10 %</i>	0,0004	0,0004	0,0005	0,0006
= <i>Risikofri rente f. skatt</i>	0,0401	0,0413	0,0451	0,0555
- <i>28% skatt</i>	0,0112	0,0116	0,0126	0,0155
= <i>Risikofri rente e. skatt</i>	<b>0,0289</b>	<b>0,0297</b>	<b>0,0325</b>	<b>0,0400</b>
+ <i>Finansiell gjeldsbeta</i>	0,0473	0,0482	0,0511	0,0585
* <i>Risikopremie</i>	0,0538	0,0538	0,0538	0,0538
+ <i>Kredittrisikopremie</i>	0,0007	0,0007	0,0005	0,0006
= <i>Finansiell gjeldrente</i>	<b>0,0321</b>	<b>0,0331</b>	<b>0,0357</b>	<b>0,0437</b>

Tabell 9.8 – budsjettering av finansiell gjeldsrente



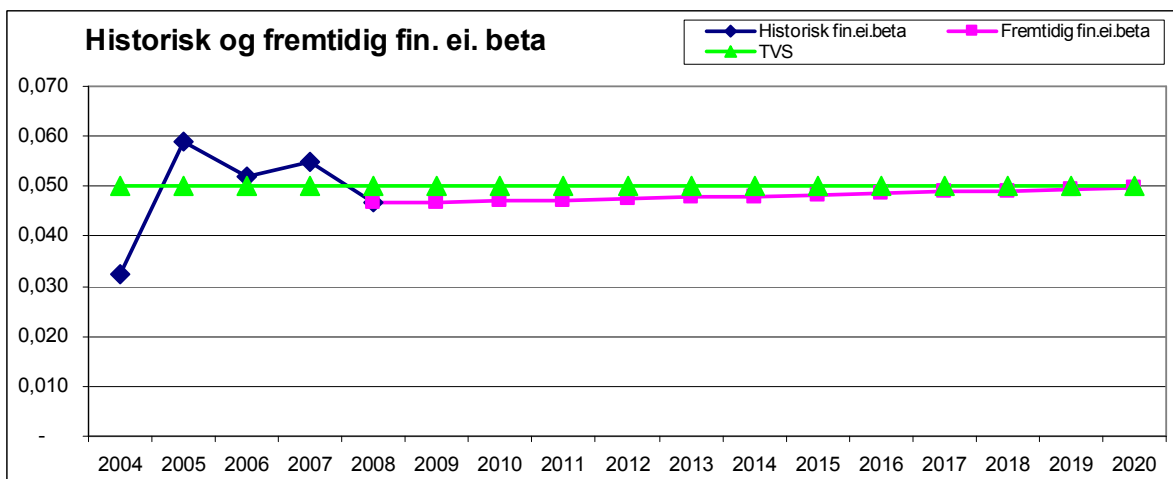
Figur 9.8 – Historisk og fremtidig finansielt gjeldsrente

### 9.1.7 Budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet

Budsjettert finansiell eiendelsrentabilitet,  $r_f$ , beregnes ut fra følgende budsjetterte faktorer: risikofri rente, finansiell eiendelsbeta og risikopremien. Risikofri rente og risikopremien er de samme verdiene som beregnet under forrige avsnitt, men vi mangler finansiell eiendelsbeta.

#### Eiendelsbeta

Da vi beregnet eiendelsbeta for Ekornes, kom vi frem til at Ekornes hadde et tidsvektet snitt i analyseperioden på 5 %, og vi bruker dette tallet som estimat for år 2020. Som vi ser av figur 9.9 stiger eiendelsbetaen linjert fra 4,7 % i 2009 til det tidsvektede snittet på 5 % i 2020. Vi har valgt å benytte eiendelsbetaen fra 2008 som verdi for 2009 da dette er det beste estimatet vi har.



Figur 9.9 – budsjettert finansiell eiendelsbeta

Vi kan nå budsjettere fer basert på de tre faktorene, som vist i tabellen under.

	2009	2010	2013	2020
<i>Risikofri rente</i>	0,0289	0,0297	0,0325	0,0400
+ <i>Fin. eiendelsbeta</i>	0,0468	0,0470	0,0478	0,0497
* <i>Risikopremie</i>	0,0538	0,0538	0,0538	0,0538
= <i>Fin. eiendelskrav</i>	<b>0,0314</b>	<b>0,0323</b>	<b>0,0351</b>	<b>0,0426</b>

Tabell 9.9 – Budsjettering av finansiell eiendelsrentabilitet

## 9.2 Fremtidsregnskap

Ved hjelp av de syv budsjettdriverne, oppsummert i tabellen under, har vi nå lagt grunnlaget for fremtidsregnskapet, som består av budsjettet og fremskrevet resultat, balanse og kontantstrøm. Framtidsregnskap og fremskrevne krav utgjør basisen for å gjennomføre verdsettelsen av selskapet.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
div	0,027	0,035	0,035	0,035	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,055	0,055
onde	2,794	2,864	2,936	3,009	3,084	3,161	3,240	3,321	3,404	3,490	3,577	3,666
ndm	0,10	0,10	0,09	0,09	0,08	0,08	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	0,05
fgd	0,28	0,29	0,29	0,29	0,30	0,30	0,31	0,31	0,32	0,32	0,33	0,33
fed	0,285	0,293	0,301	0,309	0,312	0,315	0,318	0,321	0,324	0,327	0,329	0,332
fgr	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,042	0,044
fer	0,031	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,043

Tabell 9.10, budsjettdriverne

For å kunne tallfeste utviklingen etter budsjettperioden må verdidriverne nå fremskrives. Horisontverdien er element i utarbeidelsen av verdsettelsen, og derfor helt nødvendig for å kunne beregne verdiesimatet på Ekornes-aksjen.

## 9.2.1 Fremskrivning av verdidriverne

Tallene som fremkommer vil være usikre estimat, men vi vil etter beste skjønn vurdere utviklingen med utgangspunkt i utviklingen i egenkapitalrentabilitet og –vekst over budsjettperioden.

Egenkapitalrentabiliteten kan regnes ut på basis av verdidriverne og er gitt ved;

$$ekrt = ndr_t + (ndrt - nfgrt) * nfggt-t + (ndr_t - mir_t) * mig_{t-1}$$

Hvor ndr er netto driftsrentabilitet og andre ledd er virkningen av netto finansiell gearing.

Det siste leddet elimineres da Ekornes som nevnt ikke innehar minoritetsinteresser.

Estimert budsjettert egenkapitalrentabilitet vises i tabell 9.11, under.

<i>Ek-rentabilitet på basis av budsjettdriverene</i>	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrentabilitet	0,29	0,28	0,27	0,26	0,25	0,24	0,23	0,22	0,21	0,20	0,20	0,19
Virkningen av netto finansiell	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ gearing	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Virkningen av												
+ minoritetsinteresser												
<b>= Egenkapitalrentabilitet</b>	<b>0,29</b>	<b>0,27</b>	<b>0,26</b>	<b>0,25</b>	<b>0,24</b>	<b>0,23</b>	<b>0,23</b>	<b>0,22</b>	<b>0,21</b>	<b>0,20</b>	<b>0,20</b>	<b>0,19</b>

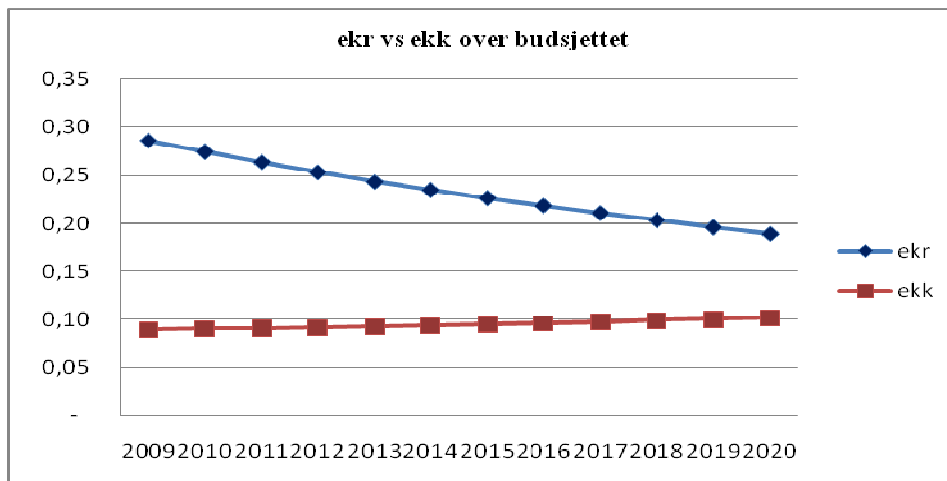
Tabell 9.11, Ek-rentabilitet på basis av budsjettdriverne

Vi har budsjettert med at Ekornes klarer å forbedre kapitalstrukturen sin i fremtiden og derfor har ikke merkbar negativ virkning av netto finansiell gearing, - ørlite under null.

Dette tilsier at egenkapitalrentabiliteten tilnærmer netto driftsrentabiliteten, og det er denne som er avgjørende for rentabilitet i fremtiden.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>ekr</b>	0,29	0,27	0,26	0,25	0,24	0,23	0,23	0,22	0,211	0,2	0,2	0,19
<b>ekk</b>	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>ekr-ekkk</b>	<b>0,2</b>	<b>0,18</b>	<b>0,17</b>	<b>0,16</b>	<b>0,15</b>	<b>0,14</b>	<b>0,13</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,09</b>

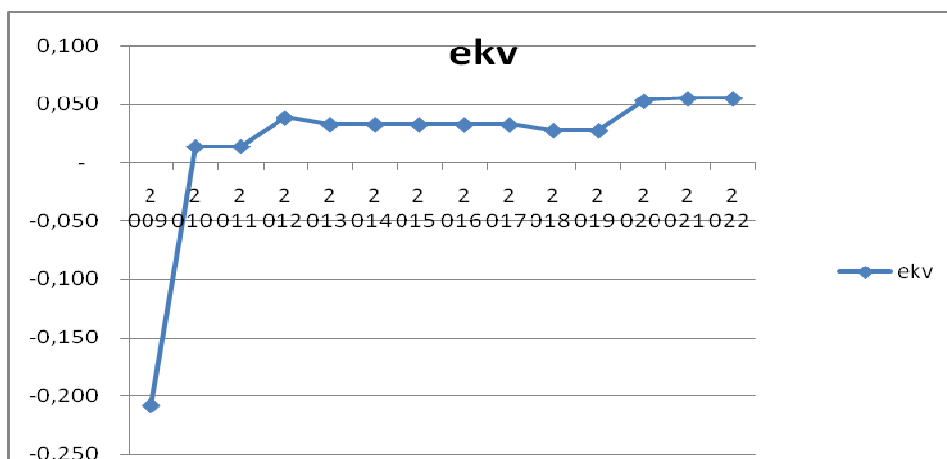
Tabell 9.12 – superrentabilitet i fremtiden



Figur 9.10 – superrentabilitet over budsjettthorisonen

Egenkapitalrentabiliteten er synkende over budsjettperioden, som følge av avtakende avkastning til drift, noe som vi antar skyldes konkurransekrefter som vil styre rentabiliteten mot kravet. Rentabiliteten er lineært fallende mot 19% i 2020, noe som gir en budsjettert superprofitt på 9% dette året. Gjennom strategisk analyse av bedriften har vi tidligere kommet til at Ekornes innehar varige konkurransefortrinn, og da i hovedsak interne ressursfordeler. Vi velger derfor å tro at egenkapitalrentabilitet ikke videre vil synke i denne takt. Vi anser 19% som en sannsynlig egenkapitalrentabilitet i fremtiden og velger derfor 2020 som et godt utgangspunkt for å fremskrive driverne på horisonten.

Som bakgrunn for å fremskrive vekst tar vi utgangspunkt i egenkapitalveksten, og på grunnlag av våre budsjetterte verdier ser denne ut til å konvergere mot 5,5% i 2020. Vi anser da dette som et bra utgangspunkt for å fremskrive vekten til det uendelige. I 2021 er  $ekv = div$  og vi har altså oppnådd konstant vekst.



Figur 9.11 – egenkapitalvekst i fremtiden

Vi har nå det vi trenger for å sette opp fremtidsregnskap over hele budsjetterings- og fremskrivingsperioden.

## 9.2.2 Presentasjon av fremtidsregnskap

### *Fremtidsresultat*

<b>Fremtidsresultat</b>	<b>2 008</b>	<b>2 009</b>	<b>2 010</b>	<b>2 011</b>	<b>2 012</b>	<b>2 013</b>	<b>2 014</b>	<b>2 015</b>
DI	2 673 134	2 745 309	2 841 394	2 940 843	3 043 773	3 226 399	3 419 983	3 625 182
NDR	291 372	301 984	273 662	266 245	259 030	258 098	257 168	256 243
NFI	15 281	10 941	9 118	9 730	10 384	11 350	12 178	13 066
<b>NRS</b>	<b>306 652</b>	<b>312 925</b>	<b>282 779</b>	<b>275 975</b>	<b>269 414</b>	<b>269 448</b>	<b>269 346</b>	<b>269 308</b>
NFK	682	11 224	9 246	9 665	10 195	11 014	11 895	12 850
NMR	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>NRE</b>	<b>305 970</b>	<b>301 701</b>	<b>273 533</b>	<b>266 310</b>	<b>259 219</b>	<b>258 434</b>	<b>257 451</b>	<b>256 458</b>
UNDR	-	-	-	-	-	-	-	-
UNFR	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FNR</b>	<b>305 970</b>	<b>301 701</b>	<b>273 533</b>	<b>266 310</b>	<b>259 219</b>	<b>258 434</b>	<b>257 451</b>	<b>256 458</b>
NBU/Fri CF til EK	333 532	564 006	260 070	252 517	220 047	223 954	221 901	219 806
<b>Endring i EK</b>	<b>-27 561</b>	<b>-262 305</b>	<b>13 464</b>	<b>13 794</b>	<b>39 172</b>	<b>34 479</b>	<b>35 550</b>	<b>36 651</b>

Tabell 9.13 – fremtidsresultat 2009 - 2015

<b>Fremtidsresultat</b>	<b>2 016</b>	<b>2 017</b>	<b>2 018</b>	<b>2 019</b>	<b>2 020</b>	<b>2 021</b>	<b>2 022</b>
DI	3 842 693	4 073 255	4 317 650	4 555 121	4 805 652	5 069 963	5 348 811
NDR	255 320	254 401	253 485	251 381	249 295	263 006	277 471
NFI	14 019	15 042	16 141	17 239	18 412	19 600	20 678
<b>NRS</b>	<b>269 339</b>	<b>269 443</b>	<b>269 626</b>	<b>268 620</b>	<b>267 707</b>	<b>282 606</b>	<b>298 149</b>
NFK	13 883	14 999	16 204	17 424	18 736	20 063	21 166
NMR	-	-	-	-	-	-	-
<b>NRE</b>	<b>255 456</b>	<b>254 445</b>	<b>253 422</b>	<b>251 196</b>	<b>248 971</b>	<b>262 543</b>	<b>276 983</b>
UNDR	-	-	-	-	-	-	-
UNFR	-	-	-	-	-	-	-
<b>FNR</b>	<b>255 456</b>	<b>254 445</b>	<b>253 422</b>	<b>251 196</b>	<b>248 971</b>	<b>262 543</b>	<b>276 983</b>
NBU/Fri CF til EK	217 672	215 496	219 339	216 243	179 384	186 445	196 700
<b>Endring i EK</b>	<b>37 784</b>	<b>38 948</b>	<b>34 083</b>	<b>34 953</b>	<b>69 587</b>	<b>76 098</b>	<b>80 283</b>

Tabell 9.14 – fremtidsresultat 2016 - 2022

## *Fremtidsbalanse*

Framtidsbalanse	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
NDE	1 258 123	992 106	1 001 785	1 011 558	1 046 099	1 081 820	1 118 760	1 156 962
FE	348 608	282 596	293 342	304 498	323 713	337 779	352 457	367 772
<b>SSE</b>	<b>1 606 731</b>	<b>1 274 701</b>	<b>1 295 127</b>	<b>1 316 056</b>	<b>1 369 812</b>	<b>1 419 599</b>	<b>1 471 217</b>	<b>1 524 734</b>
EK	1 257 431	995 126	1 008 589	1 022 383	1 061 555	1 096 035	1 131 585	1 168 236
MI	-	-	-	-	-	-	-	-
FG	349 300	279 576	286 538	293 673	308 257	323 564	339 632	356 498
<b>SSK</b>	<b>1 606 731</b>	<b>1 274 701</b>	<b>1 295 127</b>	<b>1 316 056</b>	<b>1 369 812</b>	<b>1 419 599</b>	<b>1 471 217</b>	<b>1 524 734</b>

Tabell 9.15 – fremtidsbalanse 2009-2015

Framtidsbalanse	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022
NDE	1 196 468	1 237 322	1 273 537	1 310 811	1 382 906	1 458 965	1 539 209
FE	383 753	400 429	415 858	431 882	459 736	485 022	511 698
<b>SSE</b>	<b>1 580 221</b>	<b>1 637 751</b>	<b>1 689 395</b>	<b>1 742 693</b>	<b>1 842 642</b>	<b>1 943 987</b>	<b>2 050 906</b>
EK	1 206 020	1 244 968	1 279 052	1 314 004	1 383 591	1 459 689	1 539 972
MI	-	-	-	-	-	-	-
FG	374 201	392 783	410 343	428 689	459 051	484 298	510 935
<b>SSK</b>	<b>1 580 221</b>	<b>1 637 751</b>	<b>1 689 395</b>	<b>1 742 693</b>	<b>1 842 642</b>	<b>1 943 987</b>	<b>2 050 906</b>

Tabell 9.16 – fremtidsbalanse 2016-2022

## *Fremtidig fri kontantstrøm*

Fremtidig fri CF	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
NDR	301 984	273 662	266 245	259 030	258 098	257 168	256 243
UNDR	-	-	-	-	-	-	-
Endring NDE	-266 017	9 679	9 774	34 541	35 720	36 940	38 202
<b>FKD</b>	<b>568 001</b>	<b>263 982</b>	<b>256 472</b>	<b>224 489</b>	<b>222 377</b>	<b>220 228</b>	<b>218 041</b>
NFI	10 941	9 118	9 730	10 384	11 350	12 178	13 066
UNFI	-	-	-	-	-	-	-
Endring FE	-66 012	10 747	11 156	19 215	14 066	14 678	15 316
<b>FKS</b>	<b>644 954</b>	<b>262 353</b>	<b>255 046</b>	<b>215 659</b>	<b>219 661</b>	<b>217 728</b>	<b>215 791</b>
NFK	11 224	9 246	9 665	10 195	11 014	11 895	12 850
Endring FG	-69 724	6 962	7 135	14 583	15 308	16 068	16 866
<b>FKE=NBU</b>	<b>564 006</b>	<b>260 070</b>	<b>252 517</b>	<b>220 047</b>	<b>223 954</b>	<b>221 901</b>	<b>219 806</b>

Tabell 9.17 – fremtidig CF år 2009 - 2015



Framtidig fri CF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
NDR	255320	254401	253485	251381	249295	263006	277471
UNDR	-	-	-	-	-	-	-
Endring NDE	39506	40855	36214	37274	72095	76060	80243
<b>FKD</b>	<b>215814</b>	<b>213546</b>	<b>217271</b>	<b>214107</b>	<b>177200</b>	<b>186946</b>	<b>197228</b>
NFI	14019	15042	16141	17239	18412	19600	20678
UNFI	-	-	-	-	-	-	-
Endring FE	15981	16675	15429	16024	27854	25285	26676
<b>FKS</b>	<b>213852</b>	<b>211913</b>	<b>217983</b>	<b>215322</b>	<b>167758</b>	<b>181260</b>	<b>191230</b>
NFK	13883	14999	16204	17424	18736	20063	21166
Endring FG	17703	18582	17560	18345	30362	25248	26636
<b>FKE=NBU</b>	<b>217672</b>	<b>215496</b>	<b>219339</b>	<b>216243</b>	<b>179384</b>	<b>186445</b>	<b>196700</b>

Tabell 9.18 – fremtidig CF år 2016 - 2022

### 9.3 Fremskriving av krav

Vi skal nå beregne avkastningskravene for egenkapitalen, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt krav. Avkastningskravet må fremskrives over budsjetthorisonten og frem til år 2022.

Fremgangsmåten og argumentene for beregning av krav er de samme som vi benyttet under kapittel 7.

#### 9.3.1 Egenkapitalkravet

Ved utregning av egenkapitalkravet (ekkk f) beregnes som tidligere under avsnitt for analyse av krav. Vi benytter samme argument som i denne delen av oppgaven når det gjelder illikviditetspremie. Når det gjelder utbytteskatt setter vi denne til 5 % under forutsetning av at dette gjelder for en marginal investor (BUS425, 2006).

	2009	2010	2013	2020	2021
<i>Nibor-renten</i>	0,041	0,042	0,046	0,056	0,056
- <i>Risikotillegg, 10%</i>	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001
= <i>Risikofri rente før skatt</i>	0,040	0,041	0,045	0,056	0,056
- <i>28% skatt</i>	0,011	0,012	0,013	0,016	0,016
= <i>Risikofri rente etter skatt</i>	0,029	0,030	0,032	0,040	0,040
+ <i>EK-beta</i>	1,052	1,048	1,041	1,054	1,054
* <i>Risikopremie</i>	0,054	0,054	0,054	0,054	0,054
+ <i>Illikviditetspremie</i>	-	-	-	-	-
= <i>ekkk e. utbytteskatt</i>	0,085	0,086	0,089	0,097	0,097
/ <i>(1-effektiv utbytteskatt)</i>	0,950	0,950	0,950	0,950	0,950
= <b>ekkk f</b>	<b>0,090</b>	<b>0,091</b>	<b>0,093</b>	<b>0,102</b>	<b>0,102</b>

Tabell 9.19 – fremskriving av egenkapitalkravet

### 9.3.2 Krav til netto finansiell gjeld

Ved fremskriving av netto finansiell gjeldskrav benytter vi samme fremgangsmåte som tidligere:

$$nfgk f = fgk f * FG\text{-vekt} - fek f * FE\text{-vekt}$$

	2009	2010	2013	2020	2021
<i>fgk f</i>	0,032	0,033	0,036	0,044	0,044
* <i>FG-vekt (FG/NFG)</i>	-92,581	-42,109	-22,762	-669,661	-669,661
- <i>fek f</i>	0,031	0,032	0,035	0,043	0,043
* <i>FE-vekt (FE/NFE)</i>	-93,581	-43,109	-23,762	-670,661	-670,661
= <i>nfgk f</i>	<b>-0,038</b>	<b>-0,002</b>	<b>0,020</b>	<b>-0,094</b>	<b>-0,094</b>

Tabell 9.20 – fremskriving av netto finansielt gjeldskrav

### 9.3.3 Netto driftskapitalkrav

For å beregne avkastningskravet til netto driftskapital benytter vi den vektete summen av kravene til egenkapitalen og netto finansiell gjeld ved følgende formel:

$$ndk f = ekk f * EK\text{-vekt} - nfgk f * NFG\text{-vekt}$$

	2009	2010	2013	2020	2021
<i>ekk f</i>	0,090	0,091	0,093	0,102	0,102
* <i>EK-vekt (EK/NDK)</i>	1,003	1,007	1,013	1,000	1,000
- <i>nfgk f</i>	-0,038	-0,002	0,020	-0,094	-0,094
* <i>NFG-vekt (NFG/NDK)</i>	-0,003	-0,007	-0,013	-0,000	-0,000
= <i>ndk f</i>	<b>0,090</b>	<b>0,091</b>	<b>0,095</b>	<b>0,102</b>	<b>0,102</b>

Tabell 9.21 – fremskriving av netto driftskapitalkrav

### 9.3.4 Krav til sysselsatt kapital

Krav til avkastning på sysselsatt kapital blir beregnet ved å vekte avkastningskravene i forhold til egenkapitalen og finansiell gjeld ved følgende formel:

$$sskk f = ekk f * EK\text{-vekt} - fgk f * NFG\text{-vekt}$$

	2009	2010	2013	2020	2021
<i>ekk f</i>	0,090	0,091	0,093	0,102	0,102
* <i>EK-vekt (EK/SSK)</i>	0,781	0,779	0,772	0,751	0,751
- <i>fgk f</i>	0,032	0,033	0,036	0,044	0,044
* <i>FG-vekt (FG/SSK)</i>	0,219	0,221	0,228	0,249	0,249
= <i>sskk f</i>	<b>0,077</b>	<b>0,078</b>	<b>0,080</b>	<b>0,087</b>	<b>0,087</b>

Tabell 9.22 – fremskriving krav til sysselsatt kapital

### 9.3.5 Presentasjon av fremtidskrav

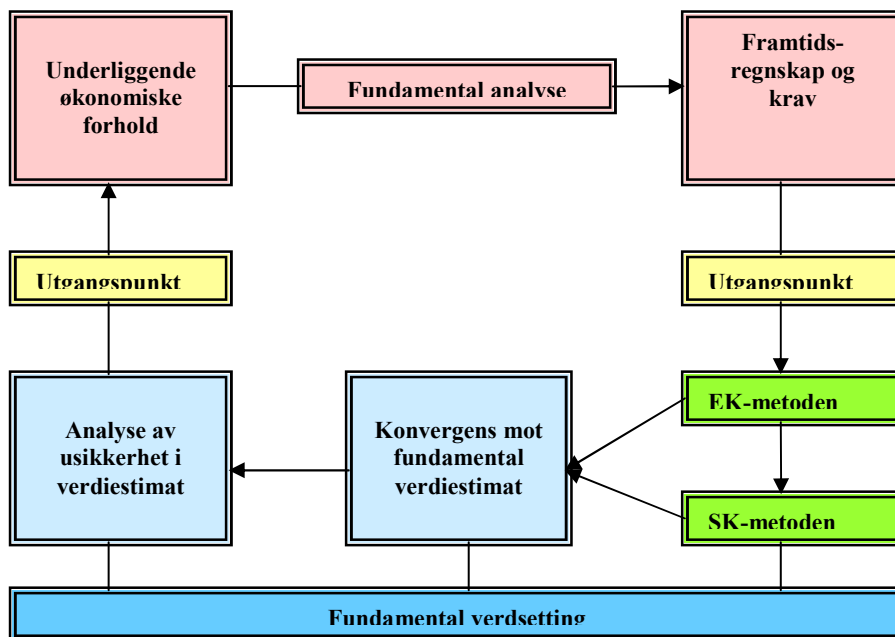
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	...
<b>Ndk</b>	0,090	0,091	0,093	0,094	0,095	0,096	0,097	0,097	0,098	0,099	0,100	0,101	0,101	0,101
<b>Fek</b>	0,031	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,043	0,043	0,043
<b>Ssk</b>	0,077	0,078	0,078	0,079	0,080	0,081	0,082	0,083	0,084	0,085	0,086	0,087	0,087	0,087
<b>Ekk</b>	0,090	0,091	0,091	0,092	0,093	0,094	0,095	0,097	0,098	0,099	0,100	0,102	0,102	0,102
<b>Fgk</b>	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,041	0,042	0,044	0,044	0,044
<b>Nfgk</b>	-0,038	-0,002	0,018	0,022	0,020	0,017	0,013	0,006	-0,006	-0,030	-0,094	-0,676	-0,676	-0,676

Tabell 9. - fremtidskrav

## 10 Fundamental verdsettelse av Ekornes

### 10.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

For å komme frem til et passende verdierestimert for Ekornes har vi som nevnt i avsnitt 3.2, valgt å benytte en fundamental verdsettelsesteknikk som hovedteknikk i vår analyse. Denne baserer seg på fundamentale forhold, som er identifisert gjennom vår strategiske regnskapsanalyse og tidligere utarbeiding av fremtidsregnskap og krav. De to metodene innen fundamental verdsettelse, hhv egenkapital- og selskapskapitalmetoden, skal gi samme verdierestimert dersom avkastningskravet som benyttes til diskonteringen av kontantstrømmene er vektet på basis av virkelige verdierestimert. Da vi i vår analyse derimot venter avkastningskravene på grunnlag av budsjetterte vekter, vil vi det være en del usikkerhet rundt estimatene. Vi vil senere foreta en sensitivitetsanalyse for å synliggjøre denne usikkerheten.



Figur 10.1 – Rammeverk fundamental verdsettelse

## 10.2 Egenkapitalmetoden

Verdsettelse ved egenkapitalmetoden er som nevnt en direkte verdsettelsesteknikk, hvor en direkte verdsetter egenkapitalen ved strømmen av utbytte, fri kontantstrøm, superprofitt eller superprofittvekst. Disse viser til hhv utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Disse modellene er ekvivalente, og gir alltid samme verdiestimant ved konsistent bruk. Vi velger likevel å benytte oss av to modeller, herunder utbyttmodellen og superprofittmodellen, for å bekrefte riktig bruk av metodene. Ved beregningene benyttes T+1 som horisont for at vi skal være sikre på at selskapet er i ”steady state”.

### 10.2.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen er grunnmodellen – og angir dagens ( $t = 0$ ) verdi av egenkapitalen til Ekornes. Denne metoden egner seg best for virksomheter som har en permanent utbytteutdeling, hvilket er tilfellet for Ekornes.

Prinsippet i utbyttmodellen er at utbytte er relativt stabilt på kort sikt, hvilket gjør at utbytte er enkelt å prognostisere. For investorer er det også relevant å prognostisere hva de

kan forvente å få utbetalt. Den store bakdelen ved utbyttmodellen er at vi skal prognostisere for en lang periode, samt det faktum at utbytteutdeling ikke er knyttet til verdien på selskapet– hvilket gjør verdiene noe redusert relevans.

$E(NBU)$  = Forventet netto betalt utbytte på tidspunkt  $t$  = år 2009- 2022.

$E(VEK T)$  = Forventa verdi av egenkapitalen ved horisonten  $T$

$ekk t$  = Forventa avkastningskrav i periode  $t$

Verdien av egenkapitalen i dag er altså nåverdien av fremtidig utbytte.

Vi får følgende uttrykk for verdien av egenkapitalen. Vi har et sluttet uttrykk på horisontverdien.

$$VEK_0^{EK} = \sum_{t=1}^T \frac{\overline{NBU}_t}{((1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t))} + \frac{\overline{NBU}_{T+1}}{((1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_T) * (ekk - ekv))}$$

For å få plass til hele kontantstrømrekken illustreres hvert annet år i tabellen.

<i>Utbyttmodellen</i>								
<i>År</i>	<i>2009</i>	<i>2011</i>	<i>2013</i>	<i>2015</i>	<i>2017</i>	<i>2019</i>	<i>2021</i>	<i>2022</i>
Fri CF til EK	564006	252517	223954	219806	215496	216243	186445	196700
/ Diskonteringsfaktor	1,090	1,297	1,549	1,857	2,235	2,704	3,282	
<b>= Nåverdi</b>	<b>517459</b>	<b>194641</b>	<b>144597</b>	<b>118389</b>	<b>96403</b>	<b>79979</b>	<b>56806</b>	

Tabell 10.1 – nåverdi av fremtidig netto betalt utbytte over budsjettperioden

<i>Utbyttmodellen</i>	<i>NBU</i>
<i>År</i>	<i>2008</i>
= NV over budsjettperioden	1 969 686
+ Horisontverdien	1 281 098
= Verdien av egenkapital	3 250 784
/ Antall aksjer	36 827
= Verdiestimat	88,27

Tabell 10.2 – estimert verdi av Netto betalt utbytte-modellen

Utbyttmodellen gir oss et verdiestimat på Ekornes-aksjen på kr 88,27.

### 10.2.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen fremstiller verdien av egenkapitalen som balanseført verdi av egenkapital i dag pluss nåverdien av framtidige residuale resultat eller superprofitt til egenkapital. Modellen deler superprofitten i to, hvor en først beregner forventet nåverdi til superprofitten over budsjetteringsperioden, og følgelig summerer nåverdi av forventet superprofitt i fremtiden. Horisontleddet baserer seg på grove prognoser og vil være vanskeligere og mer usikkert enn forventningen over budsjettperioden. Modellen tar blant annet utgangspunkt i effisient prising og kongruensprinsippet (BUS 425, 2008).

$EK_0$  = Balanseført egenkapital på tidspunkt 0

$E(NRE_t - ekk_t * EK_{t-1})$  = Forventet superprofitt til egenkapitalen på tidspunkt t

$E(VEK_T)$  = Forventet verdi av egenkapitalen ved horisonten T

$Ekk_t$  = Forventet avkastningskrav i periode t

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E(NRE_t - ekk_t \cdot EK_{t-1})}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{E(VEK_T - EK_T)}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T)}$$

<b>SPE</b>									
År	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021	2022	
NRE	301701	266310	258434	256458	254445	251196	262543	276983	
- ekkt * EK <sub>t-1</sub>	113109	92137	98908	108015	118038	128468	140823	148568	
= Superprofitt til EK	188591	174173	159525	148443	136407	122728	121720	128415	
/ Diskonteringsfaktor	1,090	1,297	1,549	1,857	2,235	2,704	3,282		
= NV over budsjettperi	173027	134254	102998	79952	61022	45392	37086		

Tabell 10.3 – Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer over budsjetthorisonten

<i>Superprofittmodellen SPE</i>		
<i>År</i>		<i>2008</i>
+	Balanseført egenkapital	1 257 402
=	Nåverdien over budsjettperioden	1 156 993
-	Horisontverdien	836 360
=	Verdien av egenkapital	3 250 755
/	Antall aksjer	36 827
=	Verdiestimat	88,27

Tabell 10.4 – verdiestimat etter superprofittmodellen

Ikke uventet får vi også samme estimat på aksjen ved bruk av superprofittmodellen.

Det vil videre være interessant å verdsette Ekornes-aksjen også indirekte for å registrere eventuelle avvik i estimatet. Vi har da valgt å benytte netto driftskapitalmetoden.

### ***10.3 Netto driftskapitalmetoden***

Netto driftskapitalmetoden er som nevnt en indirekte verdsettelsesteknikk, hvor en verdsetter egenkapitalen ved å estimere nåverdien av fremtidig verdi av selskapskapitalen for så å trekke ut forventet verdi av gjeld. Ved netto driftskapitalmetoden kan en benytte seg av tre ulike modeller, henholdsvis fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen eller superprofittvekstmodellen, som i likhet med modellene under egenkapitalmetoden, skal gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Også her velger vi å ta for oss to metoder, superprofitt- og fri-kontantstrøm-modellen for å gardere oss mot feilberegninger.

#### ***10.3.1 Superprofitt modellen***

Superprofittmodellen ved netto driftskapitalmetoden tilsvarer modellen under egenkapitalmodellen, men en tar her utgangspunkt i netto driftskapital. Netto driftskapital er den balanseførte verdien pluss nåverdien av det framtidige residuale netto driftsresultatet, diskontert med kravet til avkastning på netto driftskapital (BUS 424, 2007). Ved å trekke ut netto finansiell gjeld, finner en så beregnet egenkapitalverdi. Som følge av at  $n_{fgr} = n_{fgk}$  vil verdien av netto finansiell gjeld tilsvare netto finansiell gjeld på tidspunkt 0.

SPD								
År	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Balanseført netto driftskapital								
Superprofitt fra NDK	188613	173558	159075	148271	136621	123447	122646	129392
/ Diskonteringsfaktor	1,090	1,300	1,556	1,869	2,253	2,726	3,308	
= Nåverdien over budsjettperioden	173022	133543	102229	79319	60627	45278	37076	

Tabell 10.5 – Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer over budsjetthorisonten

SPD	
År	2008
+ Horisontverdien	841267
= Verdien av NDK	3251040
- Netto finansiell gjeld	774
= Verdien av egenkapital	3250266
/ Antall aksjer	36827
= Verdiestimat per aksje	88,26

Tabell 10.6 – verdiestimat etter Superprofitt modellen

Vi kommer da til et estimat på 88,26 som ligger svært nært til estimert verdi ved egenkapitalmetoden.

### 10.3.2 *Fri-kontantstrøm modellen*

Vi benytter oss videre av fri-kontantstrømmodellen for å bekrefte riktig estimat som følge av driftskapitalmetoden. Ved denne metoden verdien av egenkapital indirekte ved å beregne nåverdien fra fri kontantstrøm fra drift over budsjettperioden summert med denne verdien over horisonten, og følgelig fratrukket netto finansiell gjeld.

FKD								
År	2009	2011	2013	2015	2017	2019	2021	2022
Fri kontantstrøm fra drift	568001	256472	222377	218041	213546	214107	186946	197228
/ Diskonteringsfaktor	1,090	1,300	1,556	1,869	2,253	2,726	3,308	
= NV over budsjettperioden	521049	197340	142910	116642	94764	78531	56514	

Tabell 10.7 – Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer over budsjetthorisonten

FKD



År	2008
NV over budsjettperioden	1968669
Horisontverdien	1282317
Verdien av NDK	3250986
Netto finansiell gjeld	774
Verdien av egenkapital	3250212
Antall aksjer	36827
Verdiestimat per aksje	88,26

Tabell 10.8 – verdiestimat etter Fri-kontantstrøm modellen

Verdiestimatet på 88,26 bekrefter riktig bruk av metodene. Vi har utarbeidet et tilnærmet likt estimat pr aksje ved hjelp av egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden, hhv 88,27 og 88,26, og faller derfor ned på 88,27 som vårt estimat på Ekornes-aksjen.

## ***10.4 Sensitivitetsanalyse***

Vårt verdiestimat er et punkttestimat som er basert på forventet utvikling i driverne. Dette er som nevnt usikre estimat, da utviklingen kan være vanskelig å forutse. Vi vil derfor ta i bruk en sensitivitetsanalyse for å synliggjøre usikkerhet, ved å endre kritiske verdi- og budsjett drivere, og slik observere endringer i verdiestimatet. Forhold ved driften er vanligvis mer kritisk for verdsettelsen enn finansielle faktorer. Vi har valgt å gjennomføre sensitivitetsanalyse for de budsjett- og verdidriverne vi mener er mest kritiske for verdiestimatet, herunder driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, samt egenkapitalkravet på horisonten. Det ligger i usikkerheten en viss sannsynlighet for at driverne er overvurderte så vel som undervurderte, og vi ønsker derfor å ta for oss både positive og negative endringer i driverne. Vi har lagt inn prosentvise endringer fra -40% til +40%, med intervaller på 10 prosentpoeng, og observerer så hvilken påvirkning disse endringene har på verdiestimatet.

### ***10.4.1 Endring i driftsinntektsveksten***

div i 2009									
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny div	0,016	0,019	0,022	0,024	0,027	0,030	0,032	0,035	0,038
Verdiestimat,ek-met	87,66	87,83	87,99	88,1	88,27	88,44	88,55	88,71	88,88

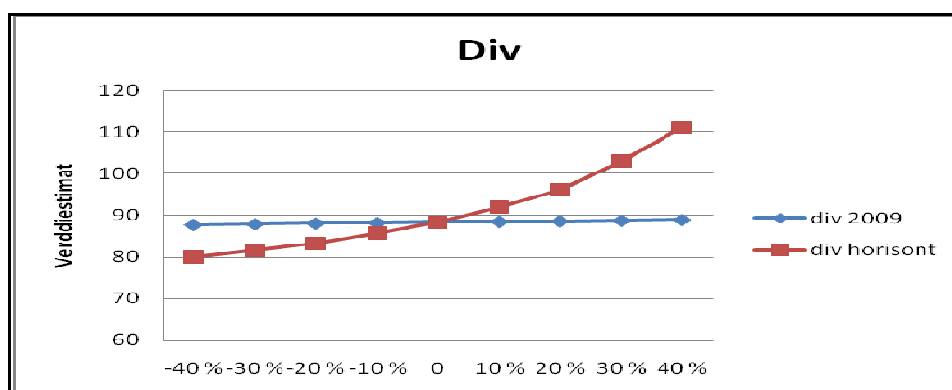
Tabell 10.9 – prosentvis endring i div 2009

div horisonten									
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
Ny div	0,033	0,039	0,044	0,050	0,055	0,061	0,066	0,072	0,077
Verdiestimat,ek-met	80	81,68	83,35	85,77	88,27	92,08	96,22	103,04	111,24

Tabell 10.10 – prosentvis endring i div, horisonten

Ved en prosentvis endring i driftsinntektsveksten i 2009 registrerer vi små endringer i verdiestimatet, - verdiestimatet er altså svært lite sensitivt.

Men dersom en endrer estimatet for veksten på horisonten, er verdiestimatet mye mer følsomt. En positiv endring i driftsinntektsveksten resulterer i en bratt stigning på verdiestimatet. Dette har sammenheng med at veksten nærmer seg kravet på horisonten, og når nevneren i brøken på horisontleddet reduseres, er det klart at verdien øker. En så eksplosiv økning i veksten er en følge av modellverktøyet vi har brukt, og vil således være mer modellteknisk enn en realitet.



Figur 10.2 – sensitivitetsanalyse av div

#### 10.4.2 Endring i ndm og onde

Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er som kjent faktorer i utviklingen av netto driftsrentabilitet, og dersom fallet i faktorene blir altfor stort, kan det være fare for konkurs. Ved en prosentvis endring i 2009 vil estimatene for alle påfølgende år påvirkes, ved at vi antar opprinnelig vekst fra et nytt utgangspunkt. En prosentvis endring på horisonten illustrerer alternative scenario på bakgrunn av usikkerhet kun i fremskrivingsverdiene:

<b>ndm 2009</b>									
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
ny ndm	0,06	0,07	0,08	0,09	0,1	0,11	0,12	0,13	0,14
verdiestimat, ek-met	49,1	58,33	67,55	76,78	88,27	95,23	104,45	113,68	122,9

Tabell 10.11 – prosentvis endring i ndm 2009

<b>ndm horisonten</b>									
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
ny ndm	0,03	0,035	0,04	0,045	0,05	0,055	0,06	0,065	0,07
verdiestimat, ek-met	65,7	70,86	76,02	81,18	88,27	91,5	96,65	101,81	106,97

Tabell 10.12 – prosentvis endring i ndm

<b>onde horisonten</b>									
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
ny onde	2,200	2,566	2,933	3,299	3,666	4,033	4,399	4,766	5,132
Verdiestimat, ek-met	69,11	75,94	81,08	85,07	88,27	90,89	93,06	94,91	96,48

Tabell 10.13 – prosentvis endring i onde

Eksempelvis vil en prosentvis endring på 40 % i ndm, under forutsetningene over, føre til en økning i verdiestimatet på kr 34,63, og en tilsvarende reduksjon på 40 %, -negativ endring på 39,17. Vi ser at estimatet er sensitivt over en slik endring i netto driftsmargin, men vårt estimat er kraftig overvurdert dersom det skulle inntreffe fare for konkurs i bedriften.

Om en tar for seg endring i ndm bare på horisonten, ser vi at mye av påvirkningen hovedsakelig skyldes usikkerhet rundt fremskrivingen av netto driftsmarginen. Verdiestimatet til egenkapitalen er altså mest sensitivt overfor endringer på horisonten. Det samme vil gjelde for omløpet til netto driftskapital, og vi har derfor bare beregnet usikkerhet til onde på horisonten, for å illustrere endringene jamfør tabell xx.

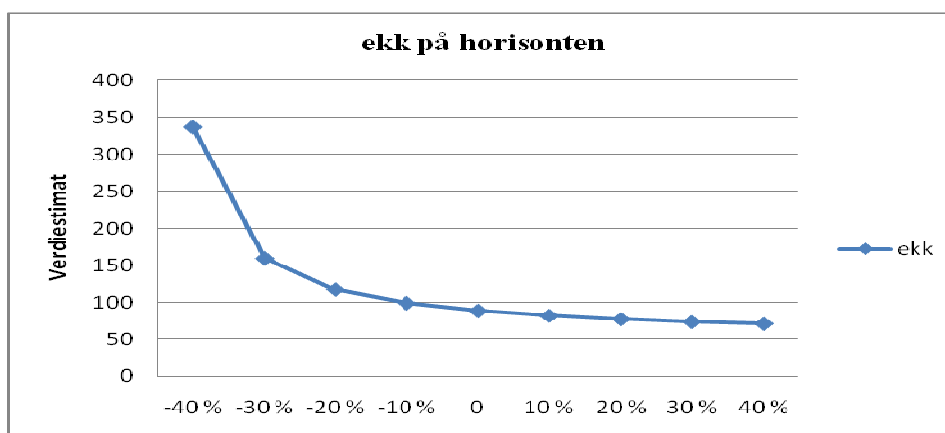
### 10.4. 3 Endring i ekk på horisonten

Som vi vet er egenkapitalkravet element i nevneren til brøken på horisonten, og derfor vil vi, rent matematisk, også vente å finne merkbare endringer i verdiestimatet. Ved en prosentvis økning i egenkapitalkravet blir nevneren større, og dermed vil estimatet reduseres. Eksempelvis ser vi at en økning på 40 % reduserer estimatet til kr 70,50.

Ved en reduksjon i egenkapitalkravet ser vi en eksplosiv økning i estimatet, noe som har sammenheng med at ekk nærmer seg ekv, og nevneren etter hvert blir svært liten.

ekkk horisonten									
%-vis endring	-40	-30	-20	-10	0	10	20	30	40
ny ekk	0,0612	0,0714	0,0816	0,0918	0,102	0,112	0,122	0,133	0,143
Verdiestimat, ek-met	336,6	158,56	117,06	98,56	88,27	81,47	76,82	73,08	70,5

Tabell 10.14 – prosentvis endring i ekk på horisonten



Figur 10.3 – sensitivitetsanalyse av ekk på horisonten

Egenkapitalkravet er utarbeidet på bakgrunn av flere usikre estimat, herunder risikofri rente, risikopremien til aksjemarkedet, selskapets egenkapitalbeta, og effektiv utbytteskatt. Ved en økning eller reduksjon i disse vil egenkapitalkravet påvirkes i samme retning.

Ut fra våre analyser kan vi konkludere med at estimatet er hovedsakelig svært sensitivt overfor endringer i sentrale budsjett- og verdidrivere på horisonten. Dette underbygger at våre estimat er usikre, og at verdien av Ekornes avhenger av hvilke forutsetninger vi har

lagt til grunn gjennom hele verdsettelsen. Om det oppstår uventede konjunkturrendringer i markedet vil dette påvirke etterspørsel og vekst så vel som rente og risikopremie. Men vi ser at vårt verdiestimat ikke befinner seg i en eksplosiv fase, og også at det må store variasjoner til om verdiene beveger seg ned på et kritisk nivå. Vi holder derfor fast på 88,27 som et passende verdiestimat på Ekornes-aksjen.

## 11 Relativ verdsettelse

Som et supplement til fundamental verdsettelse velger vi å utføre en relativ verdsettelse av Ekornes. Vi har da valget mellom substansverdimodellen og multiplikatormodellen.

Komparativ verdivurdering	EK-metode	TK-metode
Multiplikatormodeller	Pris = $m \cdot \text{Basis}$	$P = m \cdot B - \text{Gjeld}$
Substansverdimodeller		$P = \sum m_i \cdot b_{vi} - G$

Figur 11.1 – oversikt over metoder for komparativ verdsettelse

Substansverdimodellen verdsetter egenkapital indirekte ved at eiendelene til et foretak blir sammenlignet med (estimerte) salgsverdier på tilsvarende eiendeler, for så å trekke fra gjeld. Verdien som fremkommer er da substansverdiene for eiendelene.

Multiplikatormodellen etter EK- metoden verdsetter egenkapitalen direkte, og sammenligner prising av komparative selskaper i aksjemarkedet. Ved bruk av TK- modellen verdsettes egenkapitalen indirekte ved at selskapskapitalen til komparative foretak ved bruk av multiplikatormodellen som vist over. Verdien på egenkapitalen tilsvarer selskapsverdien fratrukket gjeld (BUS424, 2008). Multiplikatormetoden er den metoden som er mest benyttet i praksis da den er lett anvendelig og krever relativt lite ressurser.

### 11.1 Multiplikatormodellen

Vi velger å bruke multiplikatormodellen, og da EK-metoden i særdeleshet for utarbeiding av verdivurdering, og beregner da komparativ multiplikator med utgangspunkt i formel:

$$\text{EK-metoden: } \text{Pris} = m \cdot \text{Basis}$$

Beregning av komparativ egenkapitalverdi som vil utføres for den komparative vurderingen vil bestå av foretakene Ekornes, Natuzzi og Hjellegerde. Brunstad blir utelatt av vurderingen som følge av at foretaket ikke er børsnotert. Verdivurderingen utføres ved beregning av komparativ egenkapitalverdi for virksomhetene, og avslutningsvis bestemmer vi en komparativ handlestrategi på bakgrunn av den komparative egenkapitalverdien.

De mest anvendte multiplikatormodellene til bruk ved investering i aksjer er pris/bok og pris/fortjeneste.

Vi baserer analysen på foretakenes bokførte verdier for EK, og nettoresultat til EK. Vi vil benytte de verdiene vi beregnet i regnskapsanalysen, samt markedsverdien til foretakene pr 13. juni 2005.

Markedsverdi Natuzzi:

[http://www.nyse.com/about/listed/ntz\\_news.html](http://www.nyse.com/about/listed/ntz_news.html).

Antall aksjer pr 28. mai. 2009: 54824277

Markedsverdi Ekornes:

[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt\\_graph-stock\\_menuCtx=1.1.16&newt\\_graph-stock\\_tab=week&newt\\_ticker=EKO](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_graph-stock_menuCtx=1.1.16&newt_graph-stock_tab=week&newt_ticker=EKO)

Markedsverdi Hjellegerde:

[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt\\_ticker=HJE](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt_ticker=HJE)

<i>Foretak</i>	<i>Børs</i>	<i>Valuta</i>	<i>A.kurs</i>	<i>V. kurs</i>	<i>Ant aksjer</i>	<i>MV</i>	<i>Notasjon</i>
	Oslo						
<i>Ekornes ASA</i>	Børs	NOK	83,30		36827	3056	MNOK
<i>Natuzzi S.p.A.</i>	NYSE	Euro/USD	2,09	1,4009	54827	114588	MUSD
<i>Hjellegerde</i>	Oslo	NOK			5405	89	MNOK

ASA	Børs	2,50
-----	------	------

Tabell 11.1 – markedsverdier for Ekorns og konkurrenter pr 13.juni 2009.

Neste steg er å fremhente normalisert nettoresultat til EK.

Foretak	MV	Bf.verdi	NRE	P/B	PE
Ekorns ASA	3 056	1 103	288,45	2,77	10,60
Natuzzi S.p.A.	114 588	48 240	(447,97)	2,38	(255,80)
Hjellegjerde ASA	89	55	(79,38)	1,62	(1,12)
<b>Gj.snitt</b>				2,26	(82,11)
<b>Verdiestimat ved P/B-modellen</b>				<b>67,81</b>	

Tabell 11.2 – estimering etter P/B - modellen

Vi ser at NRE er negativt for Natuzzi og Hjellegjerde, hvilket fører til at verdisettingsbasisen er negativ, og kan ikke benyttes.

Om vi velger å ta utgangspunkt i pris/bok - forholdet, så er dette 2, 26. Det vil si at innenfor gjennomsnittet så aksjer prises gjennomsnittlig 2, 26 ganger bokført verdi av egenkapitalen.

Pr 13. juni 2009, er aksjekursen for Ekornes på 83 NOK (oslobors.no).

Dette gir en estimert aksjekurs på:  $83,3 \cdot (2,26/2,77) = 67,81$  NOK for Ekornes

### 11.1.1 Svakheter i multiplikatormodellen

Multiplikatormodellens svakheter er at vi som analytikere kan velge å benytte den multiplikatoren vi vil, - og da velge multiplikatorer som er mest tilbasset det resultatet vi kom fremt til under fundamental verdsettelse. En annen svakhet med modellen er at den kan vise for lav verdi på aksjen, om det er en pessimistisk stemning i aksjemarkedet.

Vi ser også at Ekornes er det eneste foretaket som har positiv normalisert nettoresultat til egenkapitalen, og at de samtidig har en aksje som prises høyere enn gjennomsnittet for P/B i bransjen. Isolert sett virker dette rimelig.

### 11.1.2 Handlestrategi

Umiddelbart kan de virke som at aksjeprisen for Ekornes er overpriset, relativt til bransjen. Dette gir signaler om å ikke investere i aksjen.

Med utgangspunkt i svakhetene i modellen aner vi at aksjeverdien på 67,71 er for lav, og at årsaken til dette er at verden har vært gjennom en dramatisk økonomisk krise, og at det råder en åpenbar pessimisme i dagens aksje markedet. Av denne grunn anser vi dette verdiestimatet som ikke veiledende.

Vi ser likevel at dagens aksjekurs på Oslo Børs er 83,3 for Ekornes – hvilket i nærheten av den aksjekursen vi har beregnet ved hjelp av TK- og EK- metodene, og vurderer dette som en pekepinn for at vårt estimat er noen lunde riktig.

## ***12 Oppsummering og konklusjon – handling.***

På bakgrunn av strategisk resonnement og utarbeiding av regnskapstall har vi gjennom oppgaven erfart at Ekornes opererer i en bransje som er svært preget av den kraftige nedgangskonjunkturen som herjer i markedene. Konkurrentene er mange, og det knives om markedsandeler og promotering, samtidig som høy- og mellomprissegmentet som Ekornes opererer i møter større konkurranse også fra aktører i lavprissegmentet.

Møbelbransjen står overfor store utfordringer, men Ekornes isolert innehar også nevneverdige konkurransefordeler som gjør at de har gode muligheter til å heve seg over konkurrentene også i fremtiden. Bedriften er veletablert, med en dyktig ledelse som evner å finne løsninger ved å inkludere sine ansatte, og som også tar vare på kunnskapen og kvalitetene som disse innehar. Bedriftens opparbeidede gode rykte blant annet angående kvalitet, komfort samt effektivitet i produksjonen med videre, er grunnlaget for den gode lønnsomheten i bedriften som vi har observert gjennom regnskapsanalysen. Til tross for en nedgang i lønnsomheten de siste år, har Ekornes en gjennomsnittlig god lønnsomhet, og en merrentabilitet på kravet, og over bransjen.

Videre har vi sett en svakt negativ utvikling i kortsiktig risiko, med synkende likviditetsgrader, men mye av dette skyldes som nevnt endring i verdi av terminkontrakter.



I forhold til langsiktig risiko har vi erfart at Ekornes har en god soliditet, og med en høy egenkapitalandel, vil de ha nok midler til å klare seg gjennom den harde tiden de står midt inne i.

I vekstanalysen konkluderte vi med at Ekornes tidligere ville kunne klassifiseres som en bedrift i moden vekst, men på grunn av økning i kostnader som overstiger økning driftsinntektene, plasserer vi bedriften i fase ”moden”.

På bakgrunn av innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen utarbeidet vi et fremtidsregnskap som skulle danne grunnlaget for verdsettelsen av bedriften. I budsjetteringen har vi vurdert prognoser hentet fra statistisk sentralbyrå som bl.a sier at økonomien nå har nådd bunnen, og at vi kan vente en økning i vekst spesielt fra 2013. Erfaringsmessig vet vi også at konjunktorene vil snu på et tidspunkt, og da venter vi at også Ekornes vil kunne bygge videre på de konkurransefortrinn som de innehar. Vi har derfor budsjettert med en nøktern positiv utvikling for bedriften.

På bakgrunn av budsjettering og fremskriving kom vi altså frem til et verdiestimat på Ekornes-aksjen på kr 88,27, noe som ligger over kursen på Oslo Børs på 83kr per dags dato. Dette skulle tilsi at aksjen er undervurdert i dagens marked. Vi vil imidlertid påpeke at vårt estimat er noe usikkert da det er basert på mange forutsetninger noe som vi også har observert gjennom en sensitivitetsanalyse.

Likevel holder vi fast på at aksjen er underpriset da det som nevnt råder det en åpenbar pessimisme i dagens aksjemarked som følge av finanskrisen. Verdensøkonomien er i resesjon, men som vi har vært inne på venter vi en positiv konjunkturoendring. Vi tror at Ekornes da vil komme styrket ut av motgangen, og faller derfor ned på handlingsstrategien – *kjøp*.

## ***Kildereferanser***

### ***Faglitteratur:***

Pennman, S. H., (2003) “*Financial statement Analysis and Security Valuation*”, Second Edition, McGraw-Hill.

Eilifsen, Messier, Glover, & Prawitt., (2006) “*Auditing and Assurance Services*”, International Edition, MacGraw-Hill/Irwin.

Barney J.B., (2002) “*Gaining and Sustaining Competitive Advantage*”, Second Edition, Upper Saddle River, Prentice Hall.

Brealey, R.A., S.C. Myers and F. Allen., (2006) “*Principles of Corporate Finance*”, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill (utdrag fra kapittel 9).

Tellefsen J.T. og J.C. Langli,(2005) “*Årsregnskapet*”, 8. utgave, 1. opplag, Gyldendal Norsk Forlag, Oslo.

Besanko, Dranove, Shanley & Schaefer, (2004) “*Economics of strategy*” Third Edition., Wiley & Sons

Kotler P. (2004). “*Markedsføringsledelse*”, Gyldendahl Norsk Forlag, Oslo.

***Slidesett:***

Knivsflå, Kjell H. (2007): Forelesningsnotater – BUS425 Rekneskapsanalyse og verdsettning.

Knivsflå, Kjell H.(2008): Forelesningsnotater – BUS424 Strategisk rekneskapsanalyse

***Masteroppgaver:***

Helleseng, H. A og O. A. Pettersen: ”En analyse av møbelbransjen, med forslag til endringer i Hødnebø Møbels verdikjede”, Høyskolen i Agder, Grimstad, juni 2005.

Jensen, R og K. Lerfaldet: ”Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Hjellegjerde ASA”, Norges Handelshøyskole, Bergen, høsten 2005.

### ***Bransjeforeninger:***

Møbelrådet: <http://www.mobelinfo.com/www/index.asp>

InsideNorway: <http://www.insidenorway.no>

Norsk Møbelfaglig senter: <http://www.mobelfagligsenter.no>

### ***Hjemmesider til diverse møbelbedrifter:***

<http://www.ekornes.no>

<http://www.brunstad.no>

<http://www.natuzzi.com>

<http://www.hellegjerde.no>

### ***Artikler fra nettaviser:***

Smp: Sunnmørsposten: "Veivalg i møbelbransjen", 19.03.05

"Europa priser seg ut av møbel", 10.11.04

"Ber om 60 mill. til Innovasjon Møbel" 31.05.06

DN: Dagensnæringsliv: "Ekornes legger ned fabrikk", 08.01.09

"Møbelbransjen mot tidenes beste". 24.01.05

### ***Nettsider:***

Regnskapsloven: <http://www.lovdatab.no/all/nl-19980717-056.html>

Aksjeloven.: <http://www.lovdatab.no/all/nl-19970613-044.html>

Statistisk sentralbyrå: <http://www.ssb.no/>

Norges Bank: <http://www.norges-bank.no>

Logistikk og ledelse 2004: <http://www.logistikk-ledelse.no/2004/ma/ma01-01.htm>.

Automatisering og industridata: <http://www.tecpress.no/default.asp?menu=6&id=5998>

Lindorff: <https://www.lindorffd.com/faq/nokkeltall.html>

TekniskUkeblad: <http://www.tu.no/industri/article111419.ece>

Bolig og interiør; [www.klikk.no](http://www.klikk.no)

DnBNOR: [www.dnbnor.no](http://www.dnbnor.no)

***Øvrige nettreferanser:***

*Konjunkturtendensene for Norge og utlandet:* <http://www.ssb.no/kt/>

*Pengepolitisk mål:* [http://www.norges-bank.no/templates/section\\_\\_\\_\\_252.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/section____252.aspx)

*Utviklingen internasjonalt og i verdipapirmarkedene:*

[http://www.norges-bank.no/templates/report\\_\\_\\_\\_45669.aspx#ramme2](http://www.norges-bank.no/templates/report____45669.aspx#ramme2).

*NIBOR-renten:* [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_55480.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____55480.aspx).

*Økonomiske perspektiver:* [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_73464.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____73464.aspx)

*Om NIBOR og renteswapper:*

[https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner\\_sertifikater/hva\\_er\\_nibor.html](https://www.dnbnor.no/markets/obligasjoner_sertifikater/hva_er_nibor.html)

*Beregning av avkastningskrav:*

<http://finansielleemner.cappelendamm.no/binfil/download.php?did=15557>

*Hard konkurranse kan gi flere tilbud:* <http://www.klikk.no/bolig/interior/article396668.ece>  
[13.01.09](#)

*Bonuskutt løfter Ekornes:* <http://e24.no/boers-og-finans/article2922591.ece>

*Bransjestatistikk:* <http://www.mobeloginterior.no/images/mobstatist0407.pdf>

*Norge i Verden:* [http://www.nho.no/files/NHO\\_Norge\\_i\\_Verden\\_kort\\_1.pdf](http://www.nho.no/files/NHO_Norge_i_Verden_kort_1.pdf)

*4 dager uke:* <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=224618BØRSMELDING/>

*Finansmarkedene i ulage:* Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem for Regionalt nettverk, Region Øst, 19. november 2008 (norges-bank.no)

*Økonomiske perspektiver:* [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_\\_73464.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article____73464.aspx).

*Konkurranseskraft på heimebane:*

[http://www.p2005.ntnu.no/bin/vedlegg/PLOG\\_Seminar/PLOG-sem\\_Feb2003\\_Ola-Arne-Ramstad.ppt](http://www.p2005.ntnu.no/bin/vedlegg/PLOG_Seminar/PLOG-sem_Feb2003_Ola-Arne-Ramstad.ppt)