

Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Rieber & Søn ASA

Stine Linn J. Helgesen

Veileder: Trond Døskeland

Masterutredning i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Jeg har i denne utredningen foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Rieber & Søn ASA. Verdsettelsestidspunkt er 30.06.09.

I den første delen av utredningen presenteres konsernet og den tilhørende bransjen. Deretter presenteres ulike verdsettelsesteknikker og det argumenteres for å velge en fundamental verdsettelsesteknikk. Gjennom strategisk analyse kartlegges konsernets strategiske posisjon. Jeg gjennomgår deretter en regnskapsanalyse der regnskapet omgrupperes og justeres for å tilpasses investororientert analyse. Regnskapet analyseres så i forhold til risiko, lønnsomhet og vekst, og historiske avkastningskrav utarbeides.

Den strategiske regnskapsanalysen danner så grunnlaget for utarbeidelse av et framtidsregnskap og fremtidskrav. På basis av dette verdsettes så egenkapitalen ved hjelp av tre verdsettelsesmetoder. Vektene i avkastningskravene oppdateres deretter sekvensielt for å komme frem til ett felles verdiestimat. Dette gir et verdiestimat på 43,03 NOK per aksje. Etter en analyse av usikkerheten i verdiestimatet konkluderer jeg med en anbefaling om å holde på Rieber & Søn-aksjen.

Forord

Denne utredningen er en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole, innen fordypningsområdet økonomisk styring.

På bakgrunn av min fagprofil med hovedvekt på regnskapsrelaterte fag, falt valget på en oppgave i strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse naturlig. Denne typen oppgave gir en unik sjanse til å kombinere kunnskaper fra flere forskjellige fag på en spennende måte. Jeg har hovedsakelig basert utredningen på teori fra fagene BUS 424 - Strategisk regnskapsanalyse og BUS 425 – Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, men også kunnskaper fra flere andre fag har vært nyttig å ta med seg i arbeidet. Rammeverket som er brukt i utredningen er laget av Kjell Henry Knivsflå, som tidligere var kursansvarlig i faget BUS 425.

Arbeidet med utredningen har vært utfordrende. Samtidig har det vært svært lærerikt å bruke de teoretiske kunnskapene jeg har opparbeidet gjennom masterstudiet i praksis.

Bergen, 29. januar 2010

Stine Linn J. Helgesen

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
1. Innledning.....	8
1.1 Formål.....	8
1.2 Struktur.....	8
2. Presentasjon av Rieber & Søn ASA og bransjen	8
2.1 Rieber & Søn.....	8
2.1.1 Kort historikk	9
2.1.2 Forretningsenheter.....	10
2.1.3 Strategi og finansielle mål	11
2.1.4 Rieber & Søn på børs	12
2.2 Bransjen	13
3. Verdsettelsesteknikk	13
3.1 Presentasjon av hovedteknikker	13
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	14
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	15
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	15
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk	16
3.2.1 Valg av verdsettelsesteknikk for Rieber & Søn ASA	16
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse	17
4. Strategisk analyse	18
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	19
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	19
4.2.1 PEST-analyse	20
4.2.2 Porter's five forces.....	22
4.3 Intern ressursorientert analyse	27
4.3.1 SVIMA-analyse	27
4.4 Oppsummering av strategisk analyse.....	29
5. Regnskapsanalyse.....	30
5.1 Analysenivå.....	31
5.2 Analyseperiode.....	32
5.3 Presentasjon av rapporterte regnskapstall og trailing	32
5.3.1 "Trailing" årsregnskap	34
5.4 Omgruppering for investororientert analyse	35

5.4.1 Omgruppering av avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital	35
5.4.2 Kartlegging av "dirty surplus" og fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	35
5.4.3 Normalisering av resultat og fordeling av skattekostnad.....	36
5.4.4 Omgruppert resultatoppstilling	38
5.4.5 Omgruppert balanse.....	38
5.4.6 Omgruppert fri kontantstrøm	39
5.5 Analyse og justering av målefeil	40
5.5.1 Justering av målefeil av type 1	41
5.5.2 Justering av målefeil av type 2	41
5.5.3 Omgrupperte og justerte tall.....	42
6. Analyse av risiko	44
6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse	44
6.1.1 Gjeldsdekning i balansen	45
6.1.2 Gjeldsdekning gjennom resultat.....	46
6.1.3 Kontantstrømanalyse	46
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse	47
6.2.1 Egenkapitalprosent.....	47
6.2.2 Analyse av kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse	48
6.3 Oppsummering av risiko – syntetisk rating	48
7. Analyse av historiske avkastningskrav.....	49
7.1 Egenkapitalkrav	49
7.2 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld.....	52
7.3 Krav til avkastning på netto driftskapital.....	54
8. Analyse av lønnsomhet.....	55
8.1 Egenkapitalrentabilitet	55
8.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet	56
8.2.1 Netto driftsrentabilitet	56
8.2.2 Netto finansiell gearing	57
9. Analyse av vekst.....	58
9.1 Kapitalvekst	58
9.2 Resultatvekstanalyse	59
10. Fremtidsregnskap	60
10.1 Valg av budsjettthorisont.....	60
10.2 Budsjettering	60
10.2.1 Driftsinntekter	61

10.2.2 Netto driftseiendeler	62
10.2.3 Netto driftsresultat	62
10.2.4 Netto finansiell gjeld	63
10.2.5 Netto finanskostnad	64
10.2.6 Presentasjon av fremtidsregnskap	64
11. Fremtidskrav	66
11.1 Egenkapitalkrav	66
11.2 Krav til netto driftskapital	68
11.3 Krav til sysselsatt kapital	71
11.5 Krav til driftsegenkapitalen	71
12. Fundamental verdsettelse	71
12.1 Egenkapitalmetoden	72
12.1.1 NBU/FKE-modellen	72
12.1.2 SPE-modellen	72
12.1.3 Oppsummering av egenkapitalmetoden	73
12.2 Selskapskapitalmetoden	73
12.2.1 FKD-modellen	73
12.2.2 SPD-modellen	74
12.2.3 Oppsummering av netto driftskapitalmetoden	74
12.3 Driftsegenkapitalmetoden	74
12.3.1 Oppsummering av driftsegenkapitalmetoden	75
12.4 Oppsummering verdiestimat	75
12.5 Konvergens i verdiestimatet	76
12.6 Oppsummering av fundamentalt verdiestimat	77
13. Usikkerhet i verdiestimatet	77
13.1 Sensitivitetsanalyse	77
13.1.1 Driftsinntektsvekst	78
13.1.2 Omløp til netto driftseiendeler	79
13.1.3 Netto driftsmargin	80
13.1.4 Risikofri rente	81
13.1.5 Markedets risikopremie	81
13.1.6 Egenkapitalbeta	82
13.1.7 Effektiv utbytteskatt	82
13.1.8 Oppsummering av sensitivitetsanalyse	83
13.2 Simulering	83

13.2.1 "Downside risk"	85
13.2.2 "Upside potential"	86
13.2.3 Konkurs sannsynlighet.....	86
13.2.4 Oppsummering av simulering.....	87
14. Oppsummering og konklusjon - handlestrategi	87
14.1 Oppsummering	88
14.2 Konklusjon og handling	88
Litteraturliste	90
Vedlegg 1: Forklaring av notasjon	91
Vedlegg 2: Syntetisk rating	93

1. Innledning

Jeg fattet interesse for Rieber & Søn allerede våren 2008, da konsernet ble presentert i kurset BUS 425. Rieber & Søn aksjen har lenge vært preget av lav likviditet og lav avkastning sammenlignet med Oslo Børs. Etter å ha gjennomført flere forbedringsprogrammer de siste årene uten å ha klart å nå eiernes krav om økt lønnsomhet, ble det våren 2009 satt igang en ambisiøs treårig endringsprosess. Endringsprosessen innebærer blant annet at konsernet skal fokusere på kjernevirksomheten, noe som vil bety frasalg av en del av Rieber & Søn's merkevarer. Dette gjør Rieber & Søn til et interessant konsern å følge fremover.

1.1 Formål

Formålet med utredningen er å finne et verdiestimat på Rieber & Søn aksjen som reflekterer de underliggende økonomiske verdiene som eksisterer i Rieber & Søn ASA, for derved å kunne anbefale en handlestrategi i aksjen.

1.2 Struktur

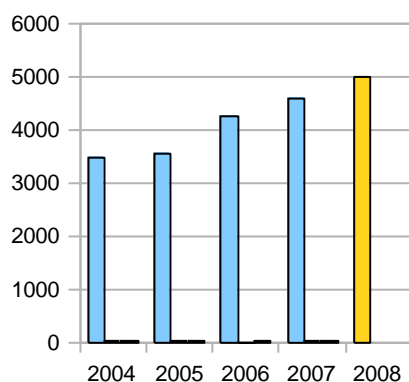
Utredningen starter med en presentasjon av Rieber & Søn ASA og bransjen i kapittel 2. Deretter presenteres ulike verdsettelsesteknikker og det argumenteres for valg av verdsettelsesteknikk i kapittel 3. Kapittel 4 består av strategisk analyse. I kapittel 5 legges grunnlaget for regnskapsanalysen med blant annet omgruppering av regnskapet. I kapitlene 6-9 analyseres regnskapet med hensyn til risiko, historiske avkastningskrav og lønnsomhet. I kapittel 10 utarbeides et fremtidsregnskap, mens tilhørende fremtidskrav beregnes i kapittel 11. Kapittel 12 er selve verdsettelsen ved bruk av ulike verdsettelsesmodeller. I kapittel 13 analyseres så usikkerheten i verdiestimatet, og kapittel 14 avslutter utredningen med en oppsummering og konklusjon. Rieber & Søn ASA vil i utredningen bli forkortet til Rieber & Søn.

2. Presentasjon av Rieber & Søn ASA og bransjen

2.1 Rieber & Søn

Rieber & Søn er et av Norges ledende næringsmiddelkonsern. Selskapets hovedvirksomhet er markedsføring og salg av næringsmiddelprodukter i dagligvarehandelen. De er også en betydelig

leverandør til storhusholdningsmarkedet, og produserer og selger smaksingredienser til andre næringsmiddelprodusenter. Tilsammen har Rieber & Søn ca 30 merkevarer. Konsernets ledende merkenavn er blant annet Toro, Denja, Mr.Lee, King Oscar, Vossafår, Vestlandslefsa og Black Boy. Produksjonen foregår i syv ulike land: Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Polen, Tsjekkia og Russland. I tillegg har de salgskontorer i Tyskland, Storbritannia, Slovakia, Belgia og USA. Hovedmarkedene er Norden og Øst-Europa, hvor selskapet har betydelige markedsposisjoner. Konsernet har 3834 ansatte, hvorav 1207 i Norge¹. Rieber & Søn omsatte for 5,0 milliarder norske kroner i 2008. Salgsutviklingen fra 2004-2008 vises i figuren under.



Figur 2-1: Netto salg (MNOK)

2.1.1 Kort historikk

Rieber & Søn ble etablert av Paul Gottlieb Rieber i Bergen i 1839, og bestod opprinnelig av et handelsselskap og eddikfabrikk.

Fra 1933 og utover 1900-tallet utviklet selskapet seg videre innen næringsmiddelindustrien, blant annet ved lansering av Toro kjøttbuljong og Bergensk fiskesuppe, som i dag er blant Norges sterkeste merkevarer.

I 1987 fusjonerer Rieber & Søn med byggevarefirmaet Jacob Neumann og Nodest Industrier, og børsnoteres.

Utover 1990-tallet overtar Rieber & Søn mange kjente merkevarer som Vossafår, Mr.Lee og King Oscar. Selskapet starter sitt engasjement i Sverige, Sentral-og Øst-Europa.

I 2000 forlater Rieber & Søn konglomeratmodellen, og bestemmer seg for å fokusere på

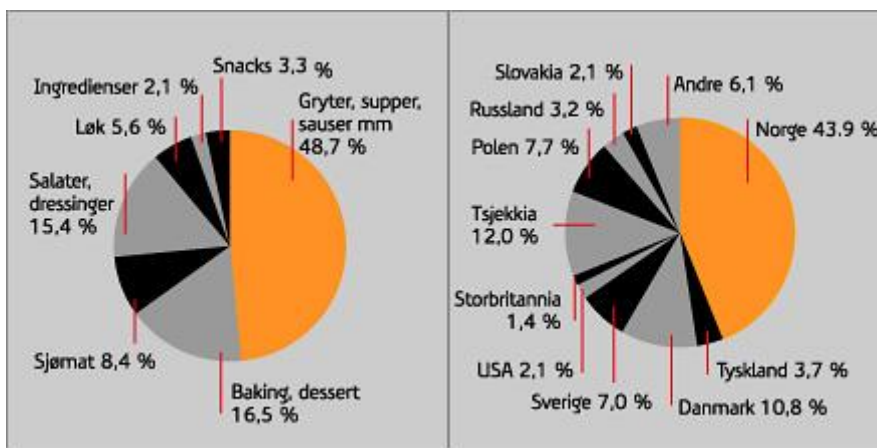
1 http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/RS_aarsrapport-08_NO_257a.pdf

næringsmiddelproduksjonen.

Siden har selskapet gjort flere oppkjøp av kjente merkevarer innen næringsmiddelindustrien, og har styrket sin posisjon i de fleste markeder².

2.1.2 Forretningsenheter

Rieber & Søn er etablert i 12 forskjellige land, med ulike merkevarer og produkter. Salget fordeler seg på følgende måte mellom de ulike landene og produktgruppene³:



Figur 2-2: Salgsfordeling produktgruppe (omsetning) og salgsfordeling etter land (2008)

Konsernet består av 10 ulike forretningsenheter, som hovedsakelig er fordelt på land. Forretningsenhetene kan imidlertid også variere i produktkategorier, organisering og produksjonsstruktur.

Rieber & Søn Norge er konsernets desidert største og viktigste forretningsenhet. Sortimentet består av tradisjonelle satningsområder som sauser, supper og gryteretter, og nye kategorier som kjølte ferdigretter, ris, hermetikk og bakeprodukter. Flere av de mest kjente merkevarene som Toro, Black Boy og Mr.Lee tilhører denne enheten.

Rieber & Søn Danmark produserer og selger merkevarer til alle de nordiske landene. Enheten konsentrerer seg om majonesbaserte salater, dressinger og sennep, og har merkevarer som Denja, K-Salat og Bänche.

² <http://www.rieberson.no/>

³ http://www.rieberson.no/multimedia/archive/00000/RS_aarsrapport-08_NO_257a.pdf

Rieber & Søn Sverige produserer merkevaren Frödinge som er markedsleder i Sverige innen kjølte og frosne kaker.

Rieber & Søn Food Service leverer tilpassende versjoner av Riebers merkevarer til storhusholdningsmarkedet i Norge, Sverige, Tsjekkia og Slovakia.

Export Western Europe distribuerer og selger et lite utvalg av Rieber & Sønns produkter i Tyskland og Benelux landene. I tillegg selger enheten enkelte egenutviklede produkter.

Cronions er basert i Nederland og produserer løkringer og sprøstekt løk som selges i over 30 land. I september 2009 ble imidlertid avtale om frasalg av løkringproduksjonen signert, og Cronions vil fra nå av konsentrere virksomheten om sprøstekt løk.

Rieber & Søn Tsjekkias viktigste merkevare er Vitana, som er et av Tsjekkias sterkeste merkenavn. Vitana har et bredt utvalg produkter fra supper og andre middagsløsninger til kakemikser. I andre kvartal 2009 ble den tidligere forretningsenheten Rieber & Søn Food Ingredients også lagt inn under den tsjekkiske forretningsenheten. Rieber & Søn food ingredients står for produksjon og salg av smaksingredienser til næringsmiddelprodusenter i hele verden.

Rieber & Søn Polen selger merkevarene Delecta og Gellwe som hovedsakelig består av søte kategorier som kaker, kakemikser og desserter.

Rieber & Søn Russland produserer og selger nøtter i det russiske markedet.

King Oscar er et sterkt merkenavn med lange tradisjoner, som selger hermetisk sjømat over hele verden, med USA som hovedmarked. Denne forretningsenheten ble i 1.oktober 2009 skilt ut som eget datterselskap.

2.1.3 Strategi og finansielle mål

Rieber & Sønns strategiske plattform er å skape verdier gjennom organisk vekst, interne forbedringer, redusert kapitalbinding og lønnsomme oppkjøp⁴. I perioden 2009-2011 skal konsernet

4 <http://www.rieberson.no/investor/strategi/strategiskplattform/>

gjennomføre tre endringsprogrammer under samlebetegnelsen «Our Future», med formål å styrke lønnsomheten. Disse programmene vil konsentrere seg om interne og operasjonelle forbedringer, og ha mindre fokus på oppkjøpsvirksomhet enn tidligere.

Det er forventet at gjennomføringen av forbedringsprogrammene vil koste 125 millioner kroner. Mesteparten av kostnadene er ventet å komme i 2009, men selskapet forventer likevel at prosjektet går i pluss allerede i løpet av det første året. «Our future» vil i følge selskapets konsernsjef Patrik Andersson medføre en varig resultatforbedring på 400 millioner akkumulert i 2012. På bakgrunn av disse forbedringene er et av de viktigste finansielle målene å øke EBIT-marginen fra 7,1% i 2008 til over 10% i 2011.

I programmet «Core Review» er fokus på å styrke konsernets kjerneprodukter. Det skal konsentrere virksomheten om produkter med konkurransekraft som har muligheten til å stryke sin posisjon i markedet. Produkter som ikke er lønnsomme, eller defineres som del av kjernevirksomheten skal nedlegges eller selges. Som nevnt overfor er allerede King Oscar fisjonert ut som eget selskap, mens løkringproduksjonen i Cronions er solgt.

«Trading up» programmet har som mål å få til økt innovasjon av produkter som forbrukerne er villig til å betale mer for, og som selskapet tjener mer på. Selskapets kjerneprodukter er i dag relativt billige tørrvarer som supper og sauser. En del av «trading up» innebærer derfor å tilby flere ferdigvarer enn de gjør i dag.

«Step Up» har som formål å styrke effektiviteten og øke kompetansen i selskapets supply chain, spesielt innen innkjøp og produksjon. Forbedringsprosjektene vil medføre endringer i konsernets struktur og organisering, og redusere kapitalbindingen. Under dette programmet er food ingredients virksomheten blitt integrert i Rieber & Søn Tsjekkia, og slik forenklet organisasjonsstrukturen.

2.1.4 Rieber & Søn på børs

Figuren på neste side viser kursutviklingen for Rieber & Søn aksjen i perioden 02.01.2004 til 30.06.2009. Aksjekursen har svingt mye gjennom perioden. I begynnelsen av analyseperioden lå kursen på i underkant av 52 kroner per aksje. Høyeste noteringen var i 2005 med 58 kroner. Per 30.06.2009 var aksjekursen 43,0 kroner.



Figur 2-3: Kursutvikling Rieber & Søn ASA⁵

2.2 Bransjen

Rieber & Søn er en del av næringsmiddelindustrien. Dette er en industri som omfatter et vidt spekter av produkter, men Rieber & Søn opererer hovedsakelig innenfor bransjen for industrielt bearbejdede matvarer. Denne bransjen er basert på råvarer fra jordbruk og fiskeri, som så bearbejdes til ferdig produkt. Veksten i markedet for industrielt bearbejdet mat har vært stor de siste årene, og en stadig større del av folks matkonsum består av bearbejdet mat. Den teknologiske utviklingen har medført at slik mat i mindre grad enn før inneholder bearbejdede ferske matvarer, men i økende grad også inneholder kjemisk fremstilte ingredienser. Avansert datateknologi har erstattet mye av det manuelle arbeidet i produksjonsprosessen. Likevel er matindustrien en bransje som sysselsetter mange mennesker. Næringsmiddelindustrien er Norges nest største industri med ca 50.000 sysselsatte.

3. Verdsettelsesteknikk

3.1 Presentasjon av hovedteknikker

Det finnes tre hovedteknikker for å verdsette et selskap. Fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Dette er tre selvstendige metoder som kan brukes hver for seg, men også gjerne kan supplere hverandre. Metodene vil i mange tilfeller gi forskjellige resultater, da det er ulike faktorer som hensyntas ved bruk av de ulike teknikkene.

⁵ <http://hopey.netfonds.no/analysis.php?paper=RIE.OSE>

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er den mest omfattende og grundige verdsettelsesteknikken. Dette gjør det til en tidkrevende teknikk, som krever store mengder input. Teknikken baserer seg på de underliggende eller fundamentale forholdene i selskapet som skal verdsettes. Disse avdekkes gjennom analyse av blant annet selskap, ledelse, eiere, bransjeforhold, og selve regnskapet. Et problem med slike analyser er at de i stor grad baserer seg på historisk informasjon, som ikke nødvendigvis er representativ for fremtiden. Man må dermed supplere kunnskaper om historiske forhold med antakelser om fremtiden, noe som kan være svært vanskelig i usikre tider, og samtidig har store konsekvenser for verdiestimatet. Målet med metoden er å estimere selskapets fremtidige kontantstrømmer, som så diskonteres med det relevante avkastningskrav for å finne nåverdien. Den fundamentale verdsettelsen foretas vanligvis i fem hovedsteg:

Det første steget er en strategisk analyse av selskapet og bransjen det opererer i. Gjennom interne og eksterne analyser prøver man å avdekke forhold som kan ha betydning for selskapets utvikling i fremtiden. En intern ressursbasert analyse kartlegger selskapets styrker og svakheter, mens bransjeanalysen vurderer muligheter og trusler i markedet.

Det andre steget i verdivurderingen er også det mest omfattende. Her foretas en grundig regnskapsanalyse, der regnskapet først omgrupperes og justeres for eventuelle målefeil. Deretter analyseres regnskapet med hensyn til risiko og lønnsomhet, og historiske avkastningskrav beregnes.

I det tredje steget utarbeider man et framtidsregnskap basert på informasjonen om de underliggende forholdene i selskapet som er avdekket i de to foregående stegene.

Steg fire er selve verdivurderingen. Her estimerer man verdien av selskapets egenkapital ved å diskontere de budsjetterte kontantstrømmene. Dette kan gjøres på to forskjellige måter. Ved bruk av egenkapitalmetoden finner man egenkapitalverdien direkte ved å finne nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen. Selskapskapitalmetoden beregner først verdien av selskapet for så å trekke fra gjelden.

Det siste steget i den fundamentale verdsettelsen er investeringsbeslutningen⁶. Denne består av en anbefaling av handlingsstrategi, basert på verdiestimatet man kom frem til.

⁶ Penman (2007)

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelsesteknikk er en type sammenlignende prising. Det finnes to typer av slike prisingsmodeller, multiplikatormodeller og substansverdimodeller.

Multiplikatormodellene beregner verdien til det aktuelle selskapet ved å multiplisere en valgt regnskapsstørrelse for selskapet med en multiplikator til et sammenlignbart selskap. Denne multiplikatoren finnes ved å dividere verdien/aksjekursen av det sammenlignbare selskapet med dets tilsvarende regnskapsstørrelse. En mye brukt multiplikator er price/earnings (P/E), som gir forholdet mellom et selskaps markedsverdi og årsresultat, og der altså årsresultatet er verdidriveren.

Substansverdimodellen beregner verdi av et selskaps egenkapital ved å finne markedsverdien til alle selskapets eiendeler og deretter trekke fra markedsverdien av gjelden. Metoden verdsetter hvert aktiva for seg, mens markedsverdien av egenkapitalen også avhenger av hvordan disse aktivaene utnyttes i driften. Denne metoden vil dermed ha størst nytteverdi for kapitalintensive virksomheter som eiendom og shipping. Den vil også kunne brukes i en situasjon der selskapet skal avvikles og eiendelene selges. Også i en slik avviklingssituasjon vil imidlertid metoden gi et uriktig bilde av reell verdi. Den tar ikke hensyn til nedleggelseskostnader og heller ikke at verdien av eiendelene ved forsert realisasjon ofte er lavere enn vanlig markedsverdi.

Felles for disse to modellene for komparativ verdsettelse er at de er lite ressurs- og tidkrevende. Spesielt multiplikatormodeller er derfor meget utbredt i bruk. En stor svakhet ved bruk av multiplikatormodeller er imidlertid at det kan være svært vanskelig å finne sammenlignbare selskaper. Krav til komparative selskaper er lik bransje, teknologi, størrelse, vekstutsikter og kapitalstruktur. Til tross for at det kan være vanskelig å finne helt sammenlignbare selskaper, kan bruk av multiplikatorer likevel gi en pekepinn på selskapsverdien. Metoden kan dermed være nyttig som et supplement til fundamental verdsettelse. For selskaper i etablerings- eller vekstfasen som har en for kort historikk til å foreta en fundamental verdsettelse, vil metoden også kunne være nyttig.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdivurdering brukes som et tillegg til tradisjonell fundamental verdivurdering. Selskapsverdien funnet i den fundamentale verdsettelsen tillegges verdien av drifts- og finansieringsopsjoner som f.eks særlig fleksibilitet. Et eksempel på en slik realopsjon er fleksibiliteten til å kunne tilpasse produksjonsvolum til svingninger i pris/etterspørsel ved å stoppe

og starte produksjonen igjen. Verdien av slike realopsjoner vil typisk ikke komme frem i balansen og vil dermed ikke inkluderes i den fundamentale verdivurderingen. Opsjonsbasert verdivurdering vil spesielt være nyttig i situasjoner der det er stor usikkerhet knyttet til fremtiden, og der selskapet samtidig har stor fleksibilitet.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Det er flere forhold som bestemmer valg av verdsettelsesteknikk. Man må ta hensyn til hvilken fase i livssyklusen selskapet er i, hvilken bransje det tilhører og om det skal skal avvikles eller være i fortsatt drift. I tillegg må tilgjengelighet av relevante data for bruk av de forskjellige teknikkene vurderes.

Livssyklus

Selskaper som er i introduksjons- eller vekstfasen har en kort historie, som ikke nødvendigvis vil være representativ for driften i fremtiden. Slike selskaper bør derfor verdsettes ved opsjonsbaserte eller komparative teknikker. Selskaper som befinner seg i den modne fasen eller er i tilbakegang, bør som oftest verdsettes ved en fundamental verdivurdering.

Bransje

De fleste selskaper kan verdsettes ved hjelp av både fundamental- og komparativ verdivurdering, uavhengig av hvilken bransje de er i. Noen bransjer utpeker seg imidlertid som spesielt egnet for komparativ verdivurdering. Substansverdimodeller vil være best i kapitalintensive bransjer der det eksisterer et godt annenhåndsmarked for eiendelene, typisk innen eiendom og shipping. Multiplikatormodeller brukes gjerne i verdsettelse av high-tech selskaper.

Avvikling eller fortsatt drift

Ved avvikling av selskapet som skal verdsettes vil fundamental verdsettelse være lite egnet, og substansverdimetoden bør brukes. Dersom man legger til grunn en forutsetning om fortsatt drift i verdivurderingen, vil fundamental verdsettelse ofte være den beste metoden.

3.2.1 Valg av verdsettelsesteknikk for Rieber & Søn ASA

Konsernet jeg skal verdsette befinner seg i den modne fasen av livssyklusen. Det er svært lite sannsynlig at selskapet vil avvikle driften i nærmeste fremtid. Det har en lang historikk, og dermed

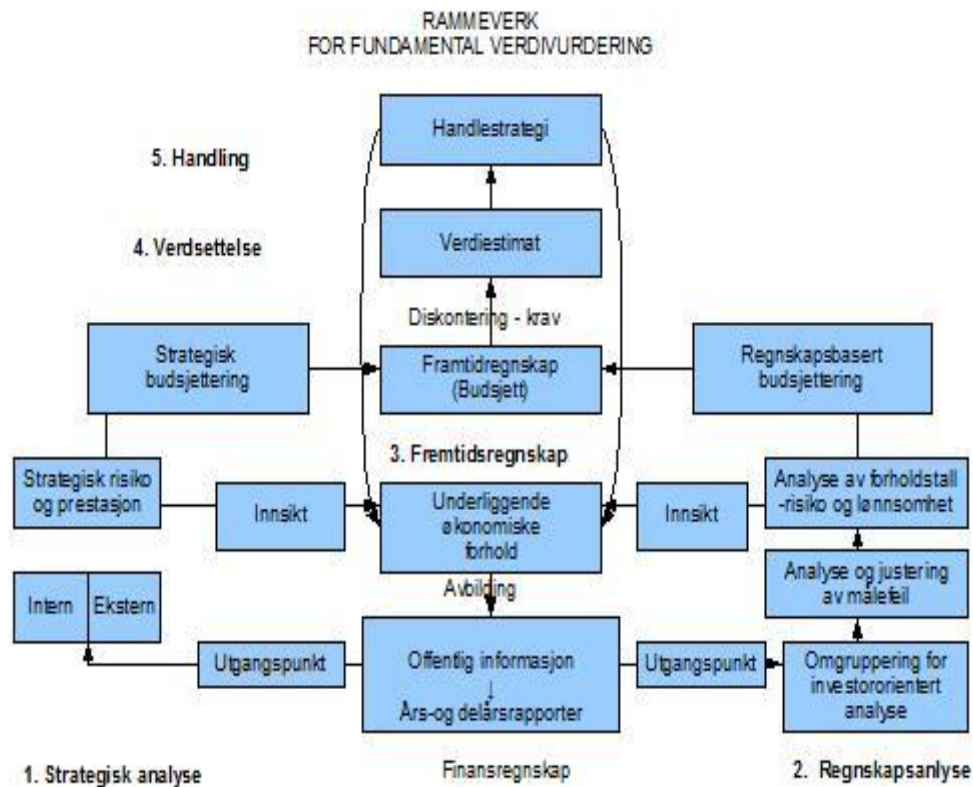
god tilgjengelighet på regnskapsdata. Fundamental verdivurdering vil dermed være en svært godt egnet metode for verdsettelse av Rieber. Ettersom det også er den mest grundige verdsettelsesteknikken, vil jeg bruke fundamental verdivurdering som verdsettelsesmetode i denne oppgaven.

Komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodeller kan ofte være et nyttig supplement til en fundamental verdsettelse, for å kontrollere resultatet fra hovedmetoden. Bruk av denne verdsettelsesmetoden krever at Rieber & Søn har konkurrenter som er egnet til å bruke som sammenligningsgrunnlag for egne prestasjoner. I de fleste tilfeller vil ikke konkurrenter være direkte sammenlignbare, men dette kan ofte løses ved hjelp av diverse justeringer. I Rieber & Søns tilfelle er hovedkonkurrentene store internasjonale aktører som Unilever og Nestlè. Disse konsernene opererer i både flere og større markeder enn Rieber & Søn. I tillegg tilbyr de et større sortiment, som inkluderer blant annet produkter innen personlig hygiene, rengjøring, kaffe, te og medisinsk tilbehør. Jeg anser derfor hovedkonkurrentene til Rieber & Søn som lite sammenlignbare. Både Unilever og Nestlè rapporterer i tillegg på konsernnivå, og mangel på tilgjengelighet av detaljerte nok regnskapstall gjør det vanskelig å foreta de nødvendige justeringene for at konsernene skal bli sammenlignbare. Komparativ verdsettelse vil dermed være lite hensiktsmessig i Rieber & Søns tilfelle.

Opsjonsbasert verdsettelse vil være nyttig når et selskap har en eller flere viktige realopsjoner som kan ha betydning for verdien av selskapet. I matvarebransjen kan dette eksempelvis være særskilte muligheter for ekspansjon i nye markeder eller økt vekst i eksisterende markeder. Slike vekstmuligheter kan imidlertid også hensynstas i budsjettet i form av økt driftsinntektsvekst. Dersom realopsjonen i tillegg verdsettes ved opsjonsbasert verdsettelse, vil dette medføre dobbeltregning. Ettersom Rieber & Søn ikke anses å ha realopsjoner av stor betydning, vil jeg derfor heller la konsernets ekspansjonsmuligheter ha innvirkning på budsjetteringen.

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen foregår i fem deler, illustrert i figur 3-1.



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdivurdering⁷

4. Strategisk analyse

En strategisk analyse vil gi kvalitativ innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i et selskapet. Den strategiske analysen består av en analyse av omgivelsene selskapet opererer i, og en analyse av selskapets interne ressurser.

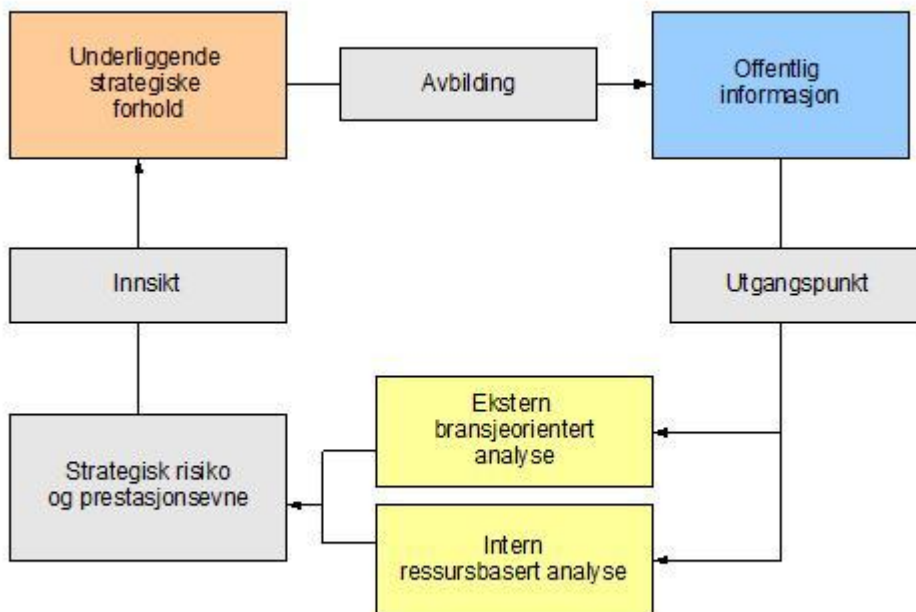
Målet med den strategiske analysen er å forstå selskapets strategiske posisjon, og hvordan denne posisjonen vil utvikle seg i fremtiden. I en verdsettelsesorientert strategisk analyse, vil det være spesielt relevant å avdekke om selskapet kan sies å ha en strategisk fordel eller ulempe. En strategisk fordel kalles superrentabilitet, og innebærer at avkastningen på selskapets kapital er høyere enn avkastningskravet. En eventuell superrentabilitet har to mulige kilder. Den kan skyldes at forhold ved selve bransjen selskapet opererer i gir gunstige forutsetninger for superrentabilitet, eller at selskapets egne interne ressurser skaper skaper en strategisk fordel.

⁷ Knivsflå (2006)

Den strategiske analysen består av to deler. Først vil jeg foreta en ekstern bransjeorientert analyse for å avdekke muligheter og trusler i selskapets omgivelser. Deretter analyserer jeg Rieber & Søns styrker og svakheter i en intern ressursbasert analyse.

Jeg vil i analysen i stor grad fokusere på den delen av Rieber & Søn som selger produkter til dagligvarehandelen. Det er dette som er den klart største delen av konsernets virksomhet. I tillegg vil mange av forholdene jeg kommenterer i analysen også være gyldige for de øvrige delene av virksomheten (Rieber & Søn Food Service og produksjon og salg av smakstilsetninger). Der det er store og viktige forskjeller, vil dette kommenteres.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse⁸

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Eksternanalyse fokuserer på hvordan et selskaps konkurransekraft påvirkes av omgivelsene som omgir det. Jeg vil analysere hvordan forhold ved bransjen, og makroforhold generelt, påvirker Rieber & Søns strategiske posisjon. Dette er viktig for å kunne identifisere muligheter og trusler for selskapet i fremtiden.

⁸ Knivsflå (2006)

Jeg vil først foreta en PEST-analyse av de makroøkonomiske forholdene som har innvirkning på Rieber & Søn. Deretter gjør jeg en konkurranseanalyse for å belyse konsernets posisjon i bransjen. Til dette bruker jeg analysemodellen Porter's five forces.

4.2.1 PEST-analyse

Formålet med denne analysen er å avdekke makroøkonomiske forhold som påvirker selskapet. Jeg vil i denne sammenheng analysere de politiske, legale, økonomiske, sosiokulturelle og teknologiske forholdene i selskapets omgivelser.

Politiske og legale forhold

På det politiske- og lovmessige plan vil lover og forskrifter om hva matvarer lovlig kan inneholde, være viktig for Rieber & Søn. Særlig gjelder dette lovligheten av ulike tilsetningsstoffer og genmodifisert mat. Det er i dag ikke lov å bruke genmodifiserte råvarer i Norge, mens det i EU er tillatt å bruke noen få typer slike råvarer. Rieber & Søn har tidligere måttet trekke flere partier med ris og grøt fra markedet, som ved et uhell inneholdt genmodifisert ris. Genmodifisert mat er i voldsom utvikling internasjonalt⁹. Det er forventet at mangfoldet og omfanget av genmodifiserte råvarer vil øke i fremtiden. Genmodifisering ventes å effektivisere råvareproduksjonen og dermed medføre lavere råvarepriser¹⁰. En eventuell legalisering av slike råvarer vil slik redusere innkjøpskostnadene for bedriftene i bransjen, og dermed potensielt øke lønnsomheten. Når det gjelder tilsetningsstoffer, er Rieber & Søn svært avhengig av bruken av disse. De fleste av selskapets produkter inneholder en lang rekke e-stoffer. Det foregår i dag en debatt om tilsetningsstoffer i maten kan være helsefarlig på lang sikt. Samtidig blir flere og flere tilsetningsstoffer tilgjengelig. Utviklingen i fremtiden er uklar, men vil være svært viktig for råvareprisene i markedet. Dersom man må erstatte tilsetningsstoffer med naturlige råvarer, vil dette kunne mangedoble råvarekostnadene.

Økonomiske forhold

Generelle økonomiske forhold som konjunktur- og valutasingninger vil kunne være av stor betydning for Rieber & Søn. Når det gjelder konjunktursvingninger, vil virkningen av disse på salget av Rieber & Søns produkter gjerne variere fra marked til marked. Varene selskapet selger er mat, noe mennesker er avhengig av for å overleve. Det er altså langt fra en typisk luksusvare som forbrukerne gjerne må forsake i nedgangstider. Slike varer er derfor i utgangspunktet ikke særlig

9 <http://www.forskning.no/artikler/2007/februar/1172655243.04>

10 <http://www.regjeringen.no/nb/dep/lmd/dok/regpubl/stmeld/19961997/stmeld-nr-40-1996-97-/4/4/1.html?id=314877>

utsatt i nedgangskonjunkturer. Det finnes imidlertid i mange av Riebers produktkategorier rimeligere alternativer til konsernets egne merkevarer. Selskapet kan derfor likevel oppleve at forbrukerne velger mer varer fra rimeligere konkurrenter i nedgangstider. Dette gjelder spesielt i de utenlandske markedene som Sentral- og Øst-Europa, der forbrukerne generelt har dårligere økonomi enn i Norge. Her vil Rieber & Søns produkter kunne oppleves som en luksusvare i større grad enn i de nordiske markedene.

Rieber & Søn Food Service er sannsynligvis den av konsernets forretningsenheter som er mest konjunkturutsatt. Den leverer varer til storhusholdningsmarkedet, som består av kiosker, bensinstasjoner, hoteller, institusjoner og kantiner. Disse vil i større grad enn dagligvaremarkedet være sensitive for økonomisk nedgang. Rieber & Søn Food Service har imidlertid en høy andel av salget til institusjoner og kantiner, som er mindre konjunkturavhengige enn mange andre kundetyper i storhusholdningsmarkedet.

Valutasvingninger vil ha stor betydning for konsernets råvarekostnader. Dette kom tydelig frem i første halvår 2009, da kursene for norsk, tsjekkisk og polsk valuta falt mot euro og amerikansk dollar. Konsekvensen var økte kostnader for import av råvarer og emballasje for konsernet. Det kan i denne sammenheng også nevnes at råvareprisene er forventet å øke i fremtiden, som en konsekvens av økende etterspørsel etter mat og press på verdens jordbruksarealer. Dette vil på sikt medføre at en økning i matvareprisene er uungåelig. Spørsmålet er hvor stor del av kostnadsøkningen de ulike produsentene klarer å velte over på kunden. Dersom matvareprodusentene må bære en del av kostnadsøkningen selv, vil dette medføre redusert lønnsomhet.

Sosiokulturelle forhold

Samfunnsmessige trender når det gjelder endringer i matvaner er svært viktige for Rieber & Søn. Målsettingen om å være en lokal smaksvinner gjør at de må ha en kontinuerlig overvåking av lokale mattrender. Nye produkter lanseres mye hyppigere før. Dette er en konsekvens av at forbrukerne blir påvirket av impulser fra hele verden, og nye trender skapes. Slike matvaretrender vil representere en utfordring for Rieber & Søn ettersom det er svært viktig å hele tiden være i stand til å lansere nye produkter i takt med trendene. Samtidig representerer dette en mulighet for videreutvikling av selskapets produktsortiment.

En annen viktig trend for selskapet er at forbrukerne bruker stadig mindre tid på matlaging, og benytter seg av ferdigmat i større grad. Ettersom det er nettopp slike tidsbesparende matvarer som

Rieber & Søn selger, vil det være viktig for dem at denne trenden fortsetter.

Til tross for at folk de siste årene har fått betraktelig bedre økonomi, brukes en mindre og mindre andel av inntekten på mat. Dette skyldes i hovedsak at mat er blitt billigere å produsere. En gjennomsnittshusholdning brukte i 2007 11% av forbruksbudsjettet til mat, sammenliknet med 40% i 1958¹¹. Likevel er vi blitt mer opptatt av matvareprisene¹². Økt fokus på å holde matvareprisene nede vil presse næringsmiddelindustrien til å holde kostnadene lave. Dette reflekteres blant annet i den enorme økningen i bruk av tilsetningsstoffer i maten vi har sett de siste årene. Tilsetningsstoffer gjør det mulig å erstatte mye dyrere naturlige råvarer, med billige kjemiske stoffer. Rieber & Søn forventer selv at råvareprisene vil stige i fremtiden, samtidig som de forventer å bruke flere nye tilsetningsstoffer i produktene^{13,14}. Dette vil de være avhengige av for å kunne holde prisene lave. Det har imidlertid vært et økt fokus på matsikkerhet i samfunnet de siste årene. Det debatteres stadig om tilsetningsstoffer i maten er så trygt som man tidligere har trodd. Rieber & Søn har tidligere måttet gi etter for press fra forbrukerne om å kutte ut bruken av blant annet natriumglutamat og transfett i maten. Dersom denne trenden med økt skepsis til tilsetningsstoffer øker, vil det representere en stor utfordring for konsernet, som har gjort seg svært avhengig av slike stoffer. I motsatt fall, dersom denne skepsisen avtar, vil teknologiske fremskritt som gjør det mulig å produsere billigere mat blant annet ved hjelp av tilsetningsstoffer, representere en mulighet for Rieber & Søn. Dette vil være nødvendig for å holde i sjakk økte råvarepriser og økte lønnskostnader både i Norden og Sentral- og Øst-Europa i fremtiden.

Teknologiske forhold

Rieber & Sønns viktigste filosofi er å være en lokal smaksvinner, gjennom å tilpasse produktene til lokale forhold i hvert marked. De legger også vekt på å være en «first mover» i markedet når det gjelder nye matvaretrender. Dette forutsetter kontinuerlig produktutvikling og kjennskap til den nyeste og beste teknologien. Bortsett fra dette vil ikke konsernet være særlig påvirket av teknologiske endringer.

4.2.2 Porter's five forces

Denne modellen analyserer konkurranseintensiteten i bransjen. Målet er å finne ut om forholdene i bransjen ligger til rette for muligheter til å oppnå superprofitt. Modellen tar utgangspunkt i fem

11 <http://www.ssb.no/forbruk/>

12 <http://www.ssb.no/forbruk/>

13 <http://e24.no/boers-og-finans/article2898095.ece>

14 <http://www.riberon.no/samfunn/matsikkerhet/tilsetningsstoffer/>

forskjellige forhold som antas å ha størst innvirkning på lønnsomheten i en bransje. Disse forholdene er etableringsbarrierer, substitutter, rivalisering, kundenes forhandlingsmakt og leverandørens forhandlingsmakt.

Etableringsbarrierer

Etableringsbarrierer er forhold ved bransjen som gjør det vanskelig eller kostbart for potensielle konkurrenter å etablere seg.

Innen næringsmiddelindustrien har merkevarelojaliteten lenge vært stor, særlig i Norge. Det ligger ofte årevis med produktutvikling bak mange av produktene, for å finne akkurat den riktige smaken og holdbarheten. Dette gjør det kostbart og tidkrevende å bygge en sterk merkevare, og vil således kunne representere et hinder for nyetablerte. Det store fokuset på matvarepriser har imidlertid bidratt til å redusere merkevarelojaliteten noe de siste årene.

Bransjen Rieber & Søn opererer innenfor er preget av flere store internasjonale aktører med et bredt produktspekter. I de siste årene har også mange store dagligvarekjeder introdusert egne varemerker, såkalte private labels. Felles for både de store merkevarene og private labels er at størrelsen gir dem stordriftsfordeler. De kan samle innkjøpene fra leverandørene og slik oppnå bedre priser. Dette vil være viktig i et marked som forventer økte kostnader i form av råvarepriser og lønninger.

Det kanskje viktigste etableringshinderet i denne bransjen er problem med å få innpass hos kundene. Kundene består i stor grad av dagligvarekjeder. Som vi skal se senere har disse stor makt. Nyetablerte må ofte gjennom harde forhandlinger for å få plass hos de store kjedene, og en forutsetning for å få innpass er ofte at de kan tilby bedre innkjøpsbetingelser enn sine etablerte konkurrenter. Dette kan redusere inntjeningsmulighetene i opptartsfasen, og kan dermed virke avskrekkende for de som er interessert å etablere seg i bransjen.

Substitutter

Substitutter til halvfabrikata og ferdigretter som Rieber selger, vil i hovedsak bestå av uforedlede råvarer. Slike råvarer brukes til å lage matretter fra bunnen av, og vil være mer tidkrevende for forbrukerne. Tidkrevende matlaging har lenge vært på vikende front, og lite tyder på at det vil bli en økende interesse for dette i fremtiden. Forbrukerne kan imidlertid også få tilgang til mat som er laget fra bunnen av på blant annet restauranter. I økonomiske nedgangstider som den vi er inne i nå, vil imidlertid heller ikke dette være en stor trussel. Andre substitutter er rimeligere alternativer til restaurant som bensinstasjoner og lignende. Mange av disse har de siste årene hatt et økt fokus på å

tilby sunnere mat, noe som kan medføre at de tiltrekker seg nye kundegrupper. Alt i alt vil likevel ikke substitutter være en stor trussel for bransjen fremover.

Rivalisering

Konkurransenintensiteten i en bransje påvirkes sterkt av graden av rivalisering mellom de ulike konkurrentene. Sterk rivalisering begrenser bedriftenes mulighet til å øke prisene. I tillegg vil den kunne bidra til en innovasjons- og markedsføringsrivalisering som ytterligere begrenser bedriftenes mulighet til å oppnå superprofitt. Det er i hovedsak tre faktorer som påvirker konkurransenintensiteten i en bransje: konkurransestruktur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierer.

Når det gjelder konkurransestruktur, konkurrerer Rieber & Søn blant annet med store multinasjonale aktører med internasjonale merkenavn. I tillegg består konkurransen av mindre nasjonale og internasjonale aktører, samt dagligvarekjedenes egne varemerker, private labels. Dagligvarehandelen i Vest-Europa er i stor grad preget av en situasjon der to-tre aktører er ledende innen hver produktkategori. Det er i de fleste kategorier de store multinasjonale aktørene som gir Rieber & Søn konkurranse. I de siste årene har imidlertid dagligvarekjedenes rimerligere private labels også bydd på økt konkurranse. På det norske markedet har flere nordiske konkurrenter etablert seg som følge av nordiske kjedeavtaler i kjeder som Ica. En av hovedkonkurrentene til Rieber & Søn i Norge er en av verdens største matvareleverandører Unilever, med merkevaren Knorr. I flere produktkategorier er likevel merkevarer som Toro overlegne konkurrentene i markedet. I en av konsernets viktigste kategorier, tørre supper, er Rieber & Søn suveren markedsleder, med en markedsandel på 95%¹⁵. I mange andre kategorier er imidlertid konkurransen blitt hardere. I et av satsningsområdene til Rieber, ferdigmiddag, er Fjordland klar markedsleder.

I Sentral- og Øst-Europa har en økende konsolidering av dagligvarekjedene bidratt til en sterkere konkurranse innen Rieber & Søn's kategorier. I disse markedene er multinasjonale aktører som Unilever og Nestlé større konkurrenter, enn på det norske markedet. Rieber & Søn konsentrerer seg imidlertid om de delene av markedet som disse konkurrentene har mindre fokus på. Likevel er markedene i Sentral- og Øst Europa mer fragmenterte enn de nordiske, noe som medfører en sterkere konkurranse her.

Noen av konsernets markeder må bemerkes er mer preget av hard konkurranse. Det nederlandske markedet er svært konkurranseutsatt, noe som har medført at Rieber & Søn i 2009 måtte selge en

15 <http://www.handelsbladetfk.no/id/17562>

del av virksomheten i markedet. I det tyske markedet er konkurransen veldig sterk, men dette er en marginalt markert for konsernet. Det russiske snack-markedet er også preget av sterk konkurranse med mange aktører og høy innovasjonstakt.

Etterspørselen etter halvfabrikata og ferdigmat har vært økende i mange år, spesielt i Vest-Europa. Potensialet for en ytterligere økning i etterspørselen etter slike varer er fremdeles tilstede, men den vil sannsynligvis ikke være like høy som til nå. I Sentral-og Øst Europa har ikke etterspørselsveksten etter Riebers produktkategorier kommet i gang like raskt som i de øvrige markedene. I flere av disse landene har tradisjonene med hjemmeværende kvinner som lager mat fra bunnen av, lenge vært et hinder i markedet. Man ser imidlertid at også kvinner i disse landene i økende grad har mindre tid til å lage mat, noe som gir et potensial for en etterspørselsøkning etter Riebers produkter.

Utgangsbarrierene for næringsmiddelprodusenter som Rieber & Søn anses ikke å bidra til særlig økt konkurranseintensitet i bransjen.

Analysen av bransjens konkurranseintensitet viser at bransjen er preget av en ganske sterk og stabil konkurranse. De største konkurrentene er dagligvarekjedenes egne merkevarer, og merkevarene til de store internasjonale matvareprodusentene som Unilever og Nestlè.

Kundenes forhandlingsmakt

Rieber & Søns kunder er i hovedsak dagligvarebutikker. I Norden er dagligvarehandelen svært konsentrert med 3-4 store og dominerende aktører i hvert land. I både Sverige og Danmark er det 3 store kjeder som står for minst 80% av dagligvareomsetningen¹⁶. I Norge er det fire store kjeder som dominerer markedet: Norgesgruppen, Coop, Rema 1000 og Ica. I tillegg ser man et økende samarbeid mellom dagligvarekjedene i Norden, gjennom blant annet samordnede innkjøp¹⁷. Samordning og sentralisering av oppkjøp, der kjedene velger leverandører som kan levere til alle kjedens butikker, gjør det svært viktig for produsentene å få innpass i de store kjedene. Dette gir stor forhandlingsmakt for kjedene, som kan presse prisene i forhandlingssituasjoner. Denne forhandlingsmakten styrkes ytterligere ved at kjedene har introdusert egne private labels. Det økende salget av disse reduserer hylleplassen som er tilgjengelig for merkevarene i butikkene. Det er dessuten lite som tilsier at nye dagligvarekjeder vil etablere seg på det nordiske markedet og true posisjonen til de eksisterende kjedene i nærmeste fremtid. Den siste dagligvarekjeden som forsøkte

16 <http://www.nilf.no/Publikasjoner/Rapporter/Bm/2008/R200801Hele.pdf>

17 <http://www.nilf.no/Publikasjoner/Rapporter/Bm/2008/R200801Hele.pdf>

å etablere seg i det norske markedet, tyske Lidl, måtte gi tapt for de andre kjedene etter kun noen få år i markedet. Dagligvarekjedenes forhandlingsmakt forventes derfor å forbli høy i de kommende årene.

I Rieber & Søns øvrige markeder er dagligvarehandelen mer fragmentert. Også disse markedene preges imidlertid av en økende konsentrasjon, etter en periode med overtablering av kjeder. Private labels har hatt en større vekst i disse markedene enn i Norden. På en annen side er presset mot de store kjedene fra «hard-discount» kjeder økende. «Hard discount» kjeder kjennetegnes av ekstremt lave priser, få varelinjer, store volum og minimal betjening og service. Kundernes forhandlingsmakt vil oppsummert være ganske stor også i disse markedene, men i mye mindre grad enn i Norden.

Leverandørenes forhandlingsmakt

Bransjens leverandører består i stor grad av leverandører av råvarer og emballasje. Leverandørenes produkter er relativt like og selskapene i næringsmiddelindustrien har mange leverandører å velge mellom, både innenlands og i utlandet. Byttekostnadene for kjøper er dermed små. Store produsenter som Rieber & Søn med sentraliserte innkjøpsorganisasjoner, vil derfor ha en god forhandlingsposisjon i forhold til leverandører.

Oppsummering av bransjeanalyse

Den eksterne bransjeanalysen har identifisert både muligheter og trusler i markedet for Rieber & Søn. En av de største trusslene er den svært sterke forhandlingsmakten til kundene, spesielt i de nordiske markedene. Sammen med økt fokus på matvarepriser blant konsumentene, har dette gitt større prispress. Dette har igjen medført økt konkurranse mellom bedriftene i bransjen. Kombinert med forventninger om økte råvarepriser vil dette kunne redusere lønnsomheten til Rieber & Søn. Den økende konsolideringen av matvarekjeder i Sentral-og Øst-Europa vil sannsynligvis bidra til å øke kundernes forhandlingsmakt også i disse landene. Dette kan imidlertid også utgjøre en mulighet for Rieber, ettersom det har medført at mer hylleplass er blitt tilgjengelig i butikkene. Dette kan gjøre det lettere for konsernet å få innpass i flere butikker i disse markedene. Samtidig representerer den økte tidsklemmen og det faktum at det blir stadig færre og mindre husholdninger en annen mulighet for Rieber. Konsumentenes krav om mat som er stadig raskere å tilbrede representerer store muligheter for innovasjon av nye produkter til markedet. Rieber & Søn er samtidig del av en bransje som leverer varer som dekker primærbehov i samfunnet. Bransjeanalysen viste at substitutter er en liten trussel for bransjen i fremtiden. Bransjen vil derfor sannsynligvis ha en stabil salgsvekst i takt med befolkningsøkningen. Det sterke prispresset i bransjen vil imidlertid ikke skape grunnlag for særlig høy superprofitt. Jeg antar derfor en stabil lav salgsvekst og muligheter

for stabil lav superprofitt for bransjen som helhet i de kommende årene.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I den eksterne analysen identifiserte jeg bransjemessige forhold som kan ha innvirkning på Rieber & Søns konkurransekraft. Det neste spørsmålet blir om det er selskaps-spesifikke forhold ved Rieber som kan medføre at de har muligheter til å gjøre det bedre enn konkurrentene, på tross av at de konkurrerer i de samme omgivelsene.

Den interne analysen vil prøve å finne styrker og svakheter som kan bidra til å skape varige konkurransefortrinn for konsernet. Varige konkurransefortrinn er selskaps-spesifikke ressurser som gjør et selskap i stand til å differensiere produktene og/eller oppnå en lavere kostnad enn konkurrentene. Konkurransefortrinn vil være nødvendig om selskapet skal være i stand til å oppnå rentabilitet utover avkastningskravet i fremtiden.

4.3.1 SVIMA-analyse

SVIMA-analysen brukes til å identifisere ressurser som kan skape varige konkurransefortrinn for en bedrift. Alle bedrifter er i besittelse av ressurser i noen grad, men ikke alle ressurser har evnen til å skape konkurransefortrinn. Analyseverktøyet stiller derfor fem betingelser som må være oppfylt for at en ressurs skal være egnet til å skape varige konkurransefortrinn. Ressursen må være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

Sjelden

Dersom alle bedriftene i bransjen har like god tilgang til den samme ressursen, vil den ikke gi et konkurransefortrinn. Ressursen må derfor være sjelden blant konkurrentene.

Viktig

Dersom en ressurs ikke er viktig, vil den heller ikke kunne bidra til økt konkurransekraft overfor konkurrentene. En ressurs må derfor være viktig i den forstand at den utgjør en stor forskjell enten kostnads- eller inntektsmessig for bedriften.

Ikke-imiterbar

En ressurs som kan imiteres av konkurrentene, vil kun gi et midlertidig konkurransefortrinn, og ikke bidra særlig til å skape verdier over tid for bedriften. Ressurser må derfor være vanskelig å

kopiere for konkurrentene dersom den skal gi et varig konkurransefortrinn.

Mobiliserbar

At ressursen må være mobiliserbar, betyr at det må være mulig å utnytte ressursen på en slik måte at den kan skape økonomiske verdier.

Approprierbar

Når en ressurs genererer økonomiske verdier, er det også viktig at selskapet som innehar ressursen er i stand til å appropriere, dvs tilegne seg, denne verdien. Dersom selskapet selv ikke får nytte godt av verdiene, vil ikke ressursen gi konkurransefortrinn.

Jeg vil nå gjennomgå fremtredende ressurser for Rieber & Søn og vurdere dem opp mot kravene i SVIMA-analysen, for å finne ut om de er i stand til å skape varige konkurransefortrinn. Selskapets mest fremtredende ressurser er etter min mening sterke merkevarenavn, erfaring og innovasjonsevne, samt styrke og omfang av produktsortiment.

Rieber & Søn har en lang rekke kjente merkevarenavn som innehar sterke posisjoner i sine markeder. Spesielt i hjemmemarkedet har konsernets produkter fått et sterkt kvalitetsstempel i markedet. Dette er inntektsmessig svært viktig for selskapet, da det gjør det mulig å kreve høyere priser fra kundene. Dette gjør det også til en mobiliserbar og approprierbar ressurs. Samtidig er matvaremarkedet preget av tildels stor kundelojalitet, spesielt innen supper og sauser som er svært viktige kategorier for Rieber & Søn. Dette gjør det vanskelig for de store kjedene å kaste selskapets sterke merkevarer ut av hyllene, og kan bidra til å dempe kjedenes sterke forhandlingsmakt og dermed prispresset. Spesielt i Norden er det sjelden at konkurrentene har like sterke merkevarenavn. Et merkenavn kan heller ikke kopieres, og er svært kostbart og tidkrevende å bygge opp. Konsernets sterke merkevarenavn vurderes derfor som et svært viktig konkurransefortrinn for selskapet.

Konsernets lange erfaring har gitt store kunnskaper om markedet og utviklet forbrukerinnsikt. Dette gjør det lettere å forutse endringer i kundenes preferanser, og har bidratt til å skape en sterk innovasjonsevne. Rieber & Søn er gode på å fornye eksisterende merkevarer både innholdsmessig og når det kommer til design. Produktutvikling av nye matvarer er også på et høyt nivå. Dette er viktig i et marked preget av raske endringer i trender og preferanser hos konsumentene. I det norske markedet er Rieber & Søn i flere av sine produktkategorier unik i sin evne til å skape nye produkter. Problemet med en slik ressurs er imidlertid at nye produkter til en viss grad kan kopieres av

konkurrentene, og Rieber & Søn vil dermed i noen tilfeller ikke kunne tilegne seg hele verdien som produktene skaper. Samtidig vil konsernet, spesielt i det norske markedet, ofte ha en førstetrekksfordel. Kombinert med kundelojalitet vil det kunne dempe den potensielle skaden av konkurrenters kopiering. Erfaring og innovasjonsevne vil dermed anses som et konkurransefortrinn, men hvor varig dette fortrinnet er vil variere mellom selskapets ulike produkter.

Rieber & Søn har et omfattende produktsortiment, der mange av produktene er ledende i sine kategorier. I en fullsortiments dagligvarebutikk i Norge kan man finne ca. 500 av selskapets produkter, i Tsjekkia ca. 300¹⁸. I det norske markedet er ingen av konkurrentene i nærheten av å ha et slikt omfang og kvalitet på sitt sortiment. I de andre markedene, spesielt i Sentral- og Øst-Europa, vil imidlertid store aktører på markedet som Unilever ofte ha et minst like stort utvalg som Rieber. Det er derfor hovedsakelig i det norske markedet det sterke produktsortimentet kan ses på som et konkurransefortrinn. Et sterkt og omfattende produktsortiment vil kunne være et konkurransefortrinn på flere måter. Det skaper stordriftsfordeler, og gjør det samtidig lettere å få innpass hos de store og dominerende dagligvarekjedene. Dette skaper økonomiske verdier gjennom kostnadsbesparelser og økte salgsvolum- og priser. Det vil være teoretisk mulig, men tids-og kostnadskrevende for konkurrentene å oppnå en liknende posisjon på det norske markedet. På sikt kan man likevel ikke utelukke at konkurrenter vokser seg like store som Rieber, eller at store internasjonale aktører etablerer seg på markedet. Jeg vurderer dermed denne ressursen som et potensielt varig fortrinn.

4.4 Oppsummering av strategisk analyse

Den strategiske analysen oppsummeres i en SWOT- analyse på neste side. Analysen gir en oversikt over interne og eksterne faktorer som har innvirkning på selskapets mulighet til å oppnå superprofitt i fremtiden. Jeg vil dessuten føye til noen svakheter ved selskapet jeg mener kan begrense dets mulighet til å tjene superprofitt.

18 <http://www.rieberson.no/merkevarer/merkevare/>

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sterke merkevarer - Erfaring og innovasjonsevne - Sterkt og omfattende produktsortiment 	<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Flere ulønnsomme produktkategorier - Lav lønnsomhet ifht. konkurrenter - For lav effektivitet innen innkjøp og produksjon (er i forbedring)
<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> - Nye matvaretrender - Økende bruk av ferdigmat i Øst-Europa skaper større markedsmuligheter - Effektiviseringsmuligheter - Ekspansjon til nye markeder 	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> - Økte råvarepriser og lønninger - Økt konkurranse fra private labels - Kunders høye forhandlingsmakt - Lavkonjunktur - Økt risiko som følge av etablering i nye markeder

Figur 4-1: SWOT-analyse

Fra SWOT-analysen overfor ser vi at utfordringene i bransjen og makromiljøet er mange og store. De eksterne rammebetingelsene gir derfor ikke særlig gode forutsetninger for å skape merverdier i fremtiden. Når det gjelder de interne ressursene er sterke merkevarer og innovasjonsevne svært viktige for lønnsomheten. Samtidig jobber konsernet hardt med å forbedre alle de nevnte interne svakhetene, gjennom programmet «Our Future». Forutsetninger for å kunne oppnå superprofitt fremover vil dermed være at de utnytter de identifiserte markedsmulighetene, samtidig som forbedringsprogrammet er vellykket. Når man tar i betraktning alle utfordringene selskapet står overfor fremover, vil jeg imidlertid ikke regne med at Rieber & Søn kommer til å oppnå særlig høy superprofitt i de kommende årene.

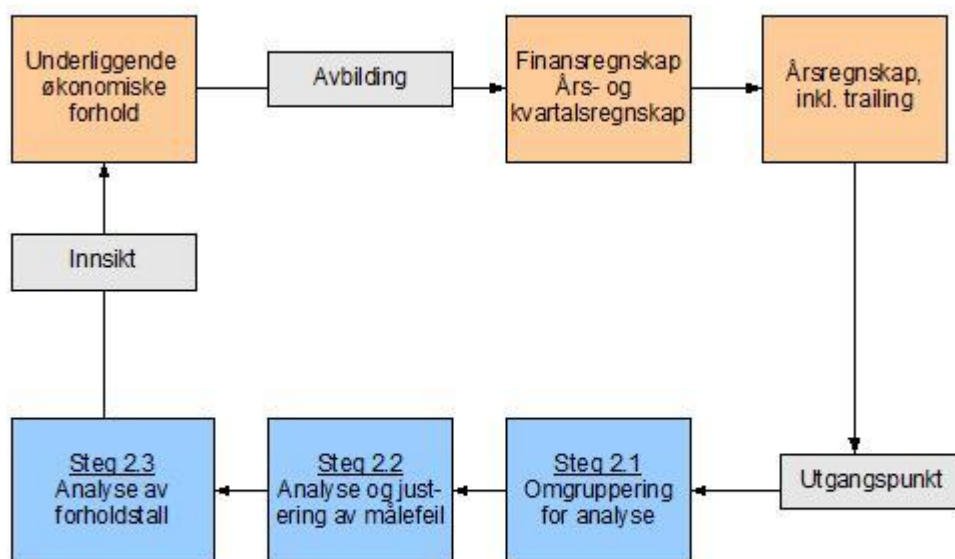
Den strategiske analysen jeg har gjennomført har gitt kvalitativ innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Rieber & Søn. Jeg vil nå rette fokus mot kvantitativ analyse.

5. Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å gi ytterligere innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i Rieber & Søn. Gjennom kvantitativ analyse skal jeg prøve å finne ut om de

økonomiske forholdene i selskapet skaper muligheter for å tjene superprofitt. Resultatene fra analysen vil brukes til å utarbeide prognoser for fremtidige regnskaper.

Analysen tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon. Slike offentlige regnskaper har mange ulike brukere, blant annet eiere, banker, ansatte, offentlige myndigheter og investorer. De ulike brukerne vil ha forskjellig informasjonsbehov. I en verdsettelsesoppgave som denne, hvor målet er å finne verdien på et konsern, ønsker jeg å få frem verdirelevant informasjon fra regnskapet. Jeg vil derfor foreta en investororientert regnskapsanalyse. Oppstillingsplanen for regnskapet som Rieber & Søn bruker, IFRS, er sterkt kreditorientert. For å få frem mest mulig verdirelevant informasjon, vil jeg derfor blant annet omgruppere regnskapet og justere det for målefeil. Analysen vil følge rammeverket til Knivsflå, illustrert i figuren under.



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse¹⁹

5.1 Analysenivå

For selskaper som er delt inn i ulike forretningsområder kan det være hensiktsmessig å analysere hvert område separat. I dag er imidlertid Rieber & Søn et fokusert næringsmiddelselskap, med en relativt ensartet virksomhet. Jeg vil derfor analysere hele virksomheten til konsernet under ett.

¹⁹ Knivsflå (2006)

5.2 Analyseperiode

Valg av analyseperiode vil avhenge av stabiliteten til virksomheten som skal verdsettes. Dersom virksomheten har vært stabil over lang tid, vil også eldre regnskapstall være representative for dagens virksomhet. Man bør da velge en lang analyseperiode, opp mot ti år. For mindre stabile virksomheter, vil gamle regnskapstall bidra lite til å gi innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. Det vil da være mer hensiktsmessig å velge en kortere analyseperiode. For svært turbulente virksomheter vil en fornuftig analyseperiode være ned mot 3-5 år. Unntaket er virksomheter som opererer i en syklisk bransje. For slike virksomheter bør man inkludere tall fra både oppgangs- og nedgangskonjunkturer, og det bør dermed velges en lengre analyseperiode.

Rieber & Søn er en relativt stabil virksomhet med lang historie, som opererer innen en lite syklisk bransje. Dette taler for en lang analyseperiode. Regnskapstall fra perioden da konsernet var et konglomerat, vil imidlertid være lite relevant for dagens virksomhet som fokusert næringsmiddelsselskap. 2001 vil derfor være det første regnskapsåret som ren næringsmiddelprodusent. Frem til 2004 fokuserte selskapet imidlertid sterkt på vekst gjennom oppkjøp av andre næringsmiddelprodusenter. Spesielt i 2003 gikk selskapet gjennom store endringer, blant annet gjennom oppkjøp av Nopal AS som eide mange av dagens viktigste merkevarer for Rieber & Søn. Jeg velger derfor en analyseperiode fra 2004 til 2009. Da det foreløpig kun er publisert to kvartalsrapporter i 2009, vil jeg utarbeide et trailing-årsregnskap for dette året.

5.3 Presentasjon av rapporterte regnskapstall og trailing

Jeg vil nedenfor presentere resultat og balanse for Rieber & Søn i årene 2004-2009²⁰. Tallene inkluderer utarbeidet ”trailing” årsresultat og balanse for 2009. Utarbeidelsen av tallene for 2009 er forklart i kapittel 5.3.1.

²⁰ Tallene er hentet fra årsrapportene til Rieber & Søn ASA 2004-2008 og kvartalsregnskap 1. og 2.kvartal 2009

Resultatregnskap

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Brutto salgsinntekter	4 439 234	4 612 754	5 568 799	6 055 607	6 806 397	-
+	Inntektsreduksjoner	-961 200	-1 054 951	-1 305 596	-1 452 559	-1 809 129	-
=	Netto salgsinntekter	3 478 034	3 557 803	4 263 203	4 603 048	4 997 268	5 080 000
-	Vareforbruk	-1 492 383	-1 526 578	-1 890 073	-2 060 178	-2 220 272	-2 236 000
=	Varebidrag	1 985 651	2 031 225	2 373 130	2 542 870	2 776 996	2 844 000
+	Andre driftsinntekter	20 613	26 517	70 567	26 175	22 135	-
-	Lønnskostnader	-755 964	-805 262	-927 150	-1 052 655	-1 106 196	-1 137 000
-	Andre driftskostnader	-761 327	-825 921	-943 568	-1 041 571	-1 128 906	-1 137 000
-	Av- og nedskrivninger	-140 952	-168 533	-193 365	-200 576	-208 045	-214 000
=	Driftsresultat(EBIT)	348 021	258 026	379 614	274 243	355 984	356 000
+	Finansinntekter	5 630	11 909	20 978	24 745	20 774	20 000
-	Finanskostnader	-34 226	-39 532	-48 037	-65 547	-101 244	-96 000
=	Resultat før skatter	319 425	230 403	352 555	233 441	275 514	280 000
-	Skattekostnad	-102 184	-72 633	-102 477	-67 899	-87 974	94 000
=	Konsernets årsresultat	217 241	157 770	250 078	165 542	187 540	186 000

Balanse

Eiendeler

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Lisenser og varemerker	99 850	152 199	273 570	261 530	285 953	259 716
+	Goodwill	243 746	263 328	553 407	535 797	589 358	535 284
=	Sum immaterielle eiendeler	343 596	415 527	826 977	797 327	875 311	795 000
	Tomter, bygninger, eiendom	791 063	754 928	771 007	790 542	842 195	813 988
+	Skip, maskiner, anlegg	532 131	682 294	786 604	804 600	889 981	860 173
+	Driftsløsøre, inventar ol	144 399	155 442	176 728	168 951	174 690	168 839
=	Sum varige driftsmidler	1 467 593	1 592 664	1 734 339	1 764 093	1 906 866	1 843 000
	Invest i langs aksjer tilgj for salg	21 743	57 639	57 830	9 702	5 815	5 469
+	Pensjonsmidler	875	1 623	3 145	4 721	0	0
+	Andre langsiktige fordringer	10 545	6 464	4 250	4 207	8 007	7 531
=	Sum finansielle anleggsm	33 163	65 726	65 225	18 630	13 822	13 000
=	Sum anleggsmidler	1 844 352	2 073 917	2 626 541	2 580 050	2 795 999	2 651 000
	Varer	412 417	430 945	485 854	563 867	659 076	595 811
+	Kundefordringer	461 354	578 594	700 123	645 702	810 142	732 376
+	Andre fordringer	22 341	22 837	34 023	21 930	13 787	12 464
+	Finansielle derivater	0	0	4 690	13 749	13 422	12 134
+	Kontanter og bankinnskudd	190 715	101 716	85 009	22 183	155 104	140 216
=	Sum omløpsmidler	1 086 827	1 134 092	1 309 699	1 267 431	1 651 531	1 493 000
+	Andre betalingsmidler	0	0	0	0	0	15 000
+	Varige driftsmidler holdt for salg	0	18 174	2 667	0	0	0
=	SUM EIENDELER	2 931 179	3 226 183	3 938 907	3 847 481	4 447 530	4 159 000

Egenkapital og gjeld

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Innskutt egenkapital	759 770	761 682	763 625	767 262	768 662	700 046
+	Opptjent egenkapital	733 939	514 285	824 273	832 255	1 197 885	1 090 954
=	Sum egenkapital	1 493 709	1 275 967	1 587 898	1 599 517	1 966 547	1 791 000
	Pensjonsforpliktelse	241 783	318 853	237 283	253 733	260 340	248 493
+	Utsatt skatt	17 363	3 226	90 286	57 205	56 440	53 872
+	Annen langsiktig gjeld	485 999	699 549	708 519	694 952	499 857	477 111
=	Sum langsiktig gjeld	745 145	1 021 628	1 036 088	1 005 890	816 637	779 475
	Gjeld til kredittinstitusjoner	80 160	96 908	252 115	299 532	647 365	617 906
+	Sertifikatlån	100 000	200 000	300 000	200 000	150 000	143 174
+	Leverandørgjeld	271 169	322 391	379 461	387 220	365 470	348 839
+	Betalbar skatt	46 628	89 130	90 839	65 010	60 945	58 172
+	Skyldige offentlige avgifter	4 349	0	27 994	22 343	59 863	57 139
+	Avsetninger	5 923	36 420	19 127	10 255	794	758
+	Finansielle derivater	0	4 379	13 428	4 659	57 726	55 099
+	Annen kortsiktig gjeld	184 096	179 360	231 955	253 056	322 095	307 438
=	Sum kortsiktig gjeld	692 325	928 588	1 314 919	1 242 075	1 664 258	1 588 525
=	Sum gjeld	1 437 470	1 950 216	2 351 007	2 247 965	2 480 895	2 368 000
=	SUM EGENKAPITAL OG GJELD	2 931 179	3 226 183	3 938 905	3 847 482	4 447 442	4 159 000

5.3.1 "Trailing" årsregnskap

Da jeg begynte å skrive regnskapsanalysen, var siste publiserte regnskaps- og balansetall fra 2.kvartal 2009. For å få et mest mulig oppdatert verdiestimat vil jeg utarbeide et "trailing" årsregnskap for 2009. Det innebærer at jeg innarbeider tallene fra de to siste kvartalsrapportene i regnskapsanalysen. "Trailing" årsresultat er summen av de fire siste publiserte årsresultatene. "Trailing" årsresultat for 2009 er dermed summen av resultatet fra 1. og 2. kvartal 2009 og 3. og 4. kvartal 2008. I tillegg vil kvartalsresultatene fra 2008 korrigeres for unormale poster, da de ikke vil være relevante for estimer på årets tilsvarende kvartalsresultater. "Trailing" balanse vil være balansen fra siste publiserte kvartalsrapport, altså balansen fra kvartalsrapporten for 2. kvartal 2009. Det har ikke vært enkelt å lage et godt "trailing" regnskap for Rieber & Søn. De publiserer svært lite detaljerte kvartalsrapporter, der mange av regnskapspostene er slått sammen. Jeg har derfor måttet ta visse forutsetninger i utarbeidelsen av "trailing" årsregnskap for 2009. Det anbefales i slike tilfeller å supplere de mangelfulle kvartalstallene med eget beste estimat basert på egen innsikt om virksomheten og regnskapstall fra året før²¹. For eksempel var kun sum immaterielle eiendeler oppgitt i regnskapet. For å estimere postene "lisenser og varemerker" og "goodwill" brukte jeg den prosentvise satsen disse postene utgjorde av totale immaterielle eiendeler i 2008. I 2008 utgjorde f.eks. goodwill ca.67% av immaterielle eiendeler. Immaterielle eiendeler per 2.kvartal 2009 var 795.000.000, og posten goodwill utgjør dermed 535.284.000²² i 2009T. Samtidig er det viktig å

²¹ Knivsflå (2006)

²²= 795.000.000*0,67

bruke skjønn, og f.eks kontrollere at den prosentvise fordelingen fra 2008 ikke avviker altfor mye fra de andre årene i analysen. Når det gjelder beregning av skattekostnad for 2009T, har jeg brukt gjennomsnittlig skattesats for årets to første kvartaler.

5.4 Omgruppering for investororientert analyse

Årsregnskapet til Rieber & Søn følger som tidligere nevnt en kreditororientert oppstillingsplan. Jeg vil derfor omgruppere regnskapet for å skreddersy det for investororientert analyse. Fokus i den nye oppstillingen vil være på verdiskapning og verdiutdeling. For å kartlegge de ulike kildene til verdiskapningen vil det omgrupperte årsregnskapet ha et skarpere skille mellom drift- og finansiering.

Omgrupperingen følger vanligvis fire steg. Først omgrupperes avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Deretter kartlegges ”dirty surplus” for å finne nettoresultatet til egenkapitalen. Siste steg før selve omgrupperingen er å normalisere resultatet og fordele skattekostnaden på normalt og unormalt resultat. Til slutt følger selve omgrupperingen, der postene i resultatregnskapet og balansen grupperes under drift eller finansiering, og skattekostnaden fordeles mellom driftsresultat, finansinntekter og finanskostnader.

5.4.1 Omgruppering av avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital

Avsatt egenkapital ses på som gjeld i den kreditororienterte oppstillingsplanen som Rieber & Søn følger. I en investororientert analyse har vi imidlertid et eiersyn, og for eierne er ikke avsatt utbytte å betrakte som gjeld. Fra eieres synspunkt kan avsatt utbytte ses på som egenkapital som skal betales tilbake til eierne selv. Avsatt utbytte bør derfor omgrupperes til egenkapital. Etter innføringen av regnskapsstandarden IFRS er det imidlertid ikke nødvendig med en slik omgruppering, da Rieber & Søn ikke lenger avsetter for utbytte i regnskapet. Innføringen av IFRS skjedde først i 2005, men regnskapet for 2004 er ført både etter den gamle regnskapsstandarden GRS og IFRS og jeg velger derfor å bruke IFRS regnskapet for 2004. Det er derfor heller ikke nødvendig med noen omgruppering av avsatt utbytte dette året.

5.4.2 Kartlegging av ”dirty surplus” og fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet i regnskapsloven. Prinsippet sier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. ”Dirty surplus” oppstår dermed når inntekter og kostnader føres

direkte mot egenkapitalen, i stedet for å resultatføres. Egenkapitalen endrer seg i virkeligheten kun ved opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet eller kapitalendring (netto betalt utbytte).

”Dirty surplus” for Rieber & Søn består av følgende poster: Estimativvik pensjoner, realisert gevinst på aksjer tilgjengelig for salg, markedsverdijustering finansielle instrumenter, realisert gevinst/tap finansielle instrumenter og omregningsdifferanser.

”Dirty surplus” utgjør, sammen med det rapporterte årsresultatet, fullstendig nettoresultat til egenkapitalen. Kapitalendring består av betalt utbytte og kjøp og salg av egne aksjer.

”Dirty surplus” i trailingåret er lik ”dirty surplus” så langt i 2009, minus nettoresultatet i andre halvår 2009. Endringen i egenkapitalen vises i tabellene nedenfor:

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Egenkapital 01.01	1 326 598	1 493 710	1 268 209	1 580 142	1 591 760	1 958 791
+	Årsresultat	217 241	157 770	250 078	165 542	187 540	186 000
+	«Dirty surplus»	27 089	-68 950	148 511	-63 186	250 734	-266 000
-	Betalt utbytte	83 077	321 616	94 815	106 437	76 290	96 000
+	Netto kapitalinskudd	5 859	7 295	8 159	15 699	5 047	0
=	Egenkapital 31.12	1 493 710	1 268 209	1 580 142	1 591 760	1 958 791	1 782 791

	Mill. NOK	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Egenkapital 01.01	1 326 598	1 493 710	1 268 209	1 580 142	1 591 760	1 958 791
+	Fullstendig nettoresultat til EK	244 330	88 820	398 589	102 356	438 274	-80 000
-	Netto betalt utbytte	77 218	314 321	86 656	90 738	71 243	96 000
=	Egenkapital 31.12	1 493 710	1 268 209	1 580 142	1 591 760	1 958 791	1 782 791

5.4.3 Normalisering av resultat og fordeling av skattekostnad

Ettersom resultatet fra regnskapsanalysen skal være egnet til budsjettering og fremskrivning, er det viktig å skille ut poster som ikke er relevante for budsjetteringen. Kun varige, permanente eller normale poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode er relevante for fremtiden. Unormale poster er en- eller fågangsposter som bare virker inn på en eller et fåtall perioder, og er dermed lite relevante for fremtiden²³. I 2008 bestod eksempelvis unormale driftsinntekter av gevinst ved salg av produksjonsanlegg og endring av pensjonsordning. Unormale driftskostnader var nedskrivninger og kostnader ved nedleggelse av fabrikk.

23 Knivsfå (2006)

Etter å ha kartlagt de unormale postene i regnskapet, skilles det mellom unormale drifts- og finansposter. For å finne de unormale nettoresultatene må man deretter fordele skattekostnaden i regnskapet på de ulike resultatene. Det unormale finansresultatet belastes med en skattesats på 28%, ettersom finansposter vanligvis ikke gir grunnlag for utsatt skatt eller utsatt skattefordel²⁴. Det unormale driftsresultatet belastes med driftsskattesatsen for det aktuelle året. Driftsskattesatsen beregnes ved følgende formel:

$$\text{Driftsskattesats} = (\text{Skattekostnad} - (0,28 * \text{Finansresultat})) / \text{Driftsresultat}.$$

Jeg har nedenfor også beregnet den unormale driftsskattesatsen, som fratrekkes det normale driftsresultatet. Unormalt netto driftsresultat og unormalt netto finansresultat fremkommer dermed slik:

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T
	Driftsskattesats	35,1%	31,2%	29,0%	28,9%	31,0%	30,0%
-	Normalisert driftsskattesats	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%	30,9%
=	Unormal driftsskattesats	4,2%	0,3%	-1,9%	-2,0%	0,1%	-0,9%

	NOK 1.000	2004	2005	2006	2007	2008	2009T
	Unormale driftsinntekter	5 916	6 791	41 464	41 500	21 320	0
-	Unormale driftskostnader	2 769	48 000	6 900	25 170	6 566	0
=	Unormalt driftsresultat	3 147	-41 209	34 564	16 330	14 754	0
-	Skatt på unormalt driftsresultat	1 103	-12 837	10 020	4 723	4 580	0
+	Driftsrelatert dirty surplus	27 089	-68 950	148 511	-63 186	250 734	-266 000
-	Unormal driftsskatt på normalt driftsres	14 485	748	-6 590	-5 107	478	-3 204
=	Unormalt netto driftsresultat	14 648	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796

	NOK 1.000	2004	2005	2006	2007	2008	2009T
	Unormal finansinntekt	79	4 975	13 308	18 744	7 561	0
-	Unormal finanskostnad	4123	7176	3497	3474	9758	0
=	Unormalt finansresultat	-4 044	-2 201	9 811	15 270	-2 197	0
-	28% skatt på unormalt finansresultat	-1 132	-616	2 747	4 276	-615	0
=	Unormalt netto finansresultat	-2 912	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0

24 Knivsfå (2006)

5.4.4 Omgruppert resultatoppstilling

Jeg har nå omgruppert resultatregnskapet slik at det er mer investororientert. Det vil si at oppstillingen skiller mellom drift og finans, og normale og unormale poster.

Resultatregnskap omgruppert

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Brutto salgsinntekter	4 439 234	4 612 754	5 568 799	6 055 607	6 806 397	-
+	Inntektsreduksjoner	-961 200	-1 054 951	-1 305 596	-1 452 559	-1 809 129	-
=	Netto salgsinntekter	3 478 034	3 557 803	4 263 203	4 603 048	4 997 268	5 080 000
-	Vareforbruk	-1 492 383	-1 526 578	-1 890 073	-2 060 178	-2 220 272	-2 236 000
=	Varebidrag	1 985 651	2 031 225	2 373 130	2 542 870	2 776 996	2 844 000
+	Andre driftsinntekter	20 613	26 517	70 567	26 175	22 135	-
-	Lønnskostnader	-755 964	-805 262	-927 150	-1 052 655	-1 106 196	-1 137 000
-	Andre driftskostnader	-761 327	-825 921	-943 568	-1 041 571	-1 128 906	-1 137 000
-	Avskrivninger og nedskrivninger	-140 952	-168 533	-193 365	-200 576	-208 045	-214 000
-	Unormalt driftsresultat	3 147	-41 209	34 564	16 330	14 754	0
=	Driftsresultat(EBIT)	344 874	299 235	345 050	257 913	341 230	356 000
-	Driftsrelatert skatt	106 428	92 464	106 620	79 695	105 440	110 004
=	Netto driftsresultat	238 446	206 771	238 430	178 218	235 790	245 996
+	Netto finansinntekt	3 997	4 992	5 522	4 321	9 513	14 400
=	Nettoresultat til sysselsatt kap	242 443	211 764	243 952	182 539	245 303	260 396
-	Netto finanskostnad	-21 674	-23 296	-32 069	-44 693	-65 870	-69 120
=	Nettoresultat til egenkapitalen	220 768	188 468	211 883	137 846	179 433	191 276
+	Unormalt netto driftsresultat	14 648	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796
+	Unormalt netto finansresultat	-2 912	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0
=	Fullstendig nettoresultat til EK	232 505	88 812	398 592	102 368	438 282	-71 520
-	Netto betalt utbytte	77 218	314 321	86 656	90 738	71 243	96 000
=	Endring i egenkapitalen	155 287	-225 509	311 936	11 630	367 039	-167 520

5.4.5 Omgruppert balanse

Når balansen skal omgrupperes for investororientert analyse er det vanlig å fokusere på enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Det viktige er at man får frem et skille mellom drift og finans. Jeg har valgt å omgruppere balansen med fokus på netto driftskapital. Netto driftskapital er den delen av selskapets kapital som er investert i drift, og tar ikke med kapital som er investert i finansielle eiendeler.

I den omgrupperte balansen skilles det mellom driftsrelatert- og finansiell gjeld. Jeg forutsetter at driftsrelatert gjeld er ikke-rentebærende gjeld, mens finansiell gjeld er rentebærende gjeld. Jeg vil også ta følgende forutsetninger i omgrupperingen:

Annen langsiktig gjeld er finansiell, dersom ikke annet er spesifisert i regnskapet. Avsetninger er

driftrelaterte. Pensjonsfondet omgrupperes fra finans til drift, siden pensjonskostnaden er en lønnskostnad. Kontanter og bankinnskudd behandles som finansielle eiendeler. I virkeligheten er denne posten som oftest en blanding av finans og drift. Selskaper trenger en viss mengde likvider for å drive virksomheten²⁵. Siden jeg ikke har nok informasjon til å skille ut driftslikvider, behandles denne posten likevel som en finansiell eiendel.

Netto driftsbalanse omgruppert

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Driftsrelaterte anleggsmidler	1 812 064	2 009 814	2 564 461	2 566 141	2 782 087	2 638 000
+	Driftsrelaterte omløpsmidler	896 112	1 032 376	1 220 000	1 231 499	1 483 005	1 340 651
=	Driftsrelaterte eiendeler	2 708 176	3 042 190	3 784 461	3 797 640	4 265 092	3 978 651
	Langsiktig driftsrelatert gjeld	274 392	331 790	346 101	327 516	339 926	302 365
+	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	507 816	635 059	729 138	723 298	757 060	715 206
=	Driftsrelatert gjeld	782 208	966 849	1 075 239	1 050 814	1 096 986	1 017 571
=	Netto driftseiendeler	1 925 968	2 075 341	2 709 222	2 746 826	3 168 106	2 961 080
	Egenkapital inkl minoritetsint.	1 493 710	1 268 209	1 580 142	1 591 760	1 958 791	1 791 000
	Langsiktig finansiell gjeld	470 753	689 838	689 987	678 374	476 711	477 111
+	Kortsiktig finansiell gjeld	184 509	301 287	593 537	526 534	914 954	873 318
=	Finansiell gjeld	655 262	991 125	1 283 524	1 204 908	1 391 665	1 350 429
	Finansielle anleggsmidler	32 288	64 103	62 080	13 909	13 822	13 000
+	Finansielle omløpsmidler	190 715	119 890	92 366	35 932	168 526	167 349
=	Finansielle eiendeler	223 003	183 993	154 446	49 841	182 348	180 349
=	Netto finansiell gjeld	432 259	807 132	1 129 078	1 155 067	1 209 317	1 170 080
=	Netto driftskapital	1 925 969	2 075 341	2 709 220	2 746 827	3 168 108	2 961 080

5.4.6 Omgruppert fri kontantstrøm

Jeg kan nå sette opp en fri kontantstrømoppstilling. Fri kontantstrøm til en kapital er den kontantstrømmen som blir generert av kapitalen etter at vi har trukket fra reinvesteringer og nødvendige nyinvesteringer.

25 Knivsfå (2006)

Fri kontantstrøm til egenkapitalen omgruppert

	NOK 1.000	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Netto driftsresultat	206 771	238 430	178 218	235 790	245 996
+	Unormalt netto driftsresultat	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796
-	Økning i netto driftseiendeler	149 373	633 881	37 604	421 280	-207 026
=	Fri kontantstrøm fra drift	-40 672	-215 806	94 142	74 941	190 226
+	Netto finansinntekter	4 992	5 522	4 321	9 513	14 400
+	Unormale netto finansinntekter	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0
-	Økning i finansielle eiendeler	-39 010	-29 547	-104 605	132 507	-1 999
=	Fri kontantstrøm til sys.s.kap	1 746	-173 673	214 062	-49 635	206 625
-	Netto finanskostnader	-23 296	-32 069	-44 693	-65 870	-69 120
+	Økning i finansiell gjeld	335 863	292 399	-78 616	186 757	-41 236
=	Fri kontantstrøm til EK	314 312	86 657	90 753	71 252	96 269

5.5 Analyse og justering av målefeil

For å komme enda nærmere de underliggende økonomiske forholdene i Rieber & Søn, må regnskapet og balansen justeres for eventuelle målefeil. Målefeil medfører at den rapporterte egenkapitalen og/eller det rapporterte nettoresultatet til egenkapitalen avviker fra virkelig verdi. Det er vanlig å dele opp slike målefeil i tre typer.

Målefeil av type 1 oppstår når regnskaps- og balanseposter er rapportert etter korrekt historisk kost. Korrekt historisk kostverdien av en eiendel er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer generert av eiendelen diskontert med internrenten²⁶. Denne verdien avviker som oftest fra virkelig verdi. Dersom det finnes pålitelige og objektive estimat på den virkelige verdien av eiendeler og gjeld, bør den rapporterte korrekt historisk kostverdien justeres mot virkelig verdi.

Målefeil av type 2 oppstår når resultat- og balansestørrelser er rapportert etter god regnskapsskikk, som avviker fra korrekt historisk kost. Det finnes to forskjellige årsaker til at rapportering etter god regnskapsskikk (GRS) kan skape målefeil. GRS tillater i praksis feilperiodisering i forhold til korrekt periodisering av kostverdi²⁷. Feilperiodiseringen oppstår da enten som en konsekvens av at GRS tillater bruk av lineære avskrivninger, eller som et resultat av at GRS tillater direkte kostnadsføring av forskning og utvikling.

Målefeil av type 3 er avvik mellom de rapporterte tallene og det som skulle ha vært rapportert etter god regnskapsskikk. Slike målefeil kalles kreativ regnskapsføring, og er ulovlig. Jeg forutsetter derfor at Rieber & Sønns årsregnskap ikke inneholder denne typen målefeil.

²⁶ Knivsfå (2006)

²⁷ Knivsfå (2007)

5.5.1 Justering av målefeil av type 1

Dersom justering av målefeil av denne typen skal være hensiktsmessig må det finnes en objektiv og pålitelig markedsverdi. Justeringer vil dermed først og fremst være aktuelle for finansielle eiendeler som omsettes i likvide markeder. Rieber & Søn rapporterer imidlertid allerede finansielle eiendeler til virkelig verdi i sine årsregnskap, og ingen justering er derfor nødvendig.

5.5.2 Justering av målefeil av type 2

Den kanskje mest alvorlige målefeilen hos Rieber & Søn er mangelen på balanseføring av utgifter til forskning og utvikling. Jeg velger derfor å justere denne.

Forskning og utvikling

Immaterielle eiendeler skal ifølge regnskapsloven § 6-2 i utgangspunktet klassifiseres som anleggsmidler. Blant de immaterielle eiendelene er det imidlertid for forskning og utvikling en særskilt adgang til å kostnadsføre²⁸. Forsknings- og utviklingskostnader forventes som oftest å føre til fremtidige økonomiske fordeler for virksomheten. Derfor bør absolutt all forskning og utvikling balanseføres og avskrives over et passende estimat på forventet levetid²⁹.

Rieber & Søn kostnadsfører utgifter til forskning. Utviklingskostnader på individuelle prosjekter balanseføres kun dersom strenge krav er oppfylt. I analyseperioden har alle utgifter til forskning og utvikling blitt kostnadsført direkte. Det er derfor hensiktsmessig å balanseføre disse kostnadene. FoU utgifter er ikke oppgitt direkte i årene før analyseperioden starter. FoU utgiftene er imidlertid en del av posten andre driftskostnader i regnskapet. I årene i analyseperioden har FoU utgiftene utgjort ca. 15% av denne posten. Jeg forutsetter derfor at FoU utgiftene har vært 15% av andre driftskostnader i årene før analyseperioden starter. Inngående FoU kapital i 2004 blir dermed summen av estimerte FoU utgifter fra det siste regnskapsåret jeg har tall fra (2000) frem til 2003, fratrukket estimerte avskrivninger. Det var også i år 2000 Rieber & Søn gikk over til å bli et fokusert næringsmiddelselskap, så regnskapstallene fra årene før dette vil ikke være representative for dagens drift. Jeg antar også at de estimerte FoU utgiftene i perioden 2000-2002 allerede er avskrevet med ca. 1/6. Jeg forutsetter videre at Rieber & Søn er i "steady state" i 2003, slik at jeg kan sette årets FoU avskrivninger lik årets FoU utgifter. FoU utgiftene avskrives i resten av analyseperioden med en saldosedt på 15%.

28 Johnsen og Kvaal (2004)

29 Knivsflå (2007)

	NOK 1.000	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Inngående FoU kapital	36 390	36 390	36 632	41 385	50 647	58 180	67 218
+	Balansføring av FoU utgifter	21 249	9 400	15 100	18 200	17 800	20 900	21 050
=	Avskrivningsgrunnlag	57 639	45 790	51 732	59 585	68 447	79 080	88 268
-	Avskrivning	21 249	9 158	10 346	8 938	10 267	11 862	13 240
=	Utgående FoU kapital	36 390	36 632	41 385	50 647	58 180	67 218	75 028

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Tilbakeføring av FoU utgifter	9 400	15 100	18 200	17 800	20 900	21 050
-	Avskrivning på FoU kapital	9 158	10 346	8 938	10 267	11 862	13 240
=	Virkning på driftsresultat	242	4 754	9 262	7 533	9 038	7 810
-	Endring utsatt skatt (ndss*FoU kapital)	75	1 469	2 862	2 328	2 793	2 413
=	Virkning på netto driftsresultat	167	3 285	6 400	5 205	6 245	5 396
=	Virkning på fullstendig nettoresultat til EK	167	3 285	6 400	5 205	6 245	5 396

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Balansføring av FoU kapital	36 632	41 385	50 647	58 180	67 218	75 028
-	Virkning på utsatt skatt	11 319	12 788	15 650	17 978	20 770	23 184
=	Virkning på netto driftseiendeler	25 312	28 597	34 997	40 203	46 448	51 844
=	Virkning på egenkapitalen	25 312	28 597	34 997	40 203	46 448	51 844

Tabellene viser at netto driftsresultat øker som følge av justeringen i alle årene i analyseperioden. I 2008 og 2009T var økningen på hhv. 6,2 og 5,4 millioner i forhold til rapportert netto driftsresultat. Også egenkapitalen har økt betraktelig. I 2008 og 2009T var økningen på hhv. 46 og 52 millioner.

5.5.3 Omgrupperte og justerte tall

På neste side presenteres ferdig omgruppert og justert regnskaps-, balanse- og kontantstrømoppstilling.

Resultatregnskap

NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
Brutto salgsinntekter	4 439 234	4 612 754	5 568 799	6 055 607	6 806 397	-
Inntektsreduksjoner	-961 200	-1 054 951	-1 305 596	-1 452 559	-1 809 129	-
Netto salgsinntekter	3 478 034	3 557 803	4 263 203	4 603 048	4 997 268	5 080 000
Vareforbruk	-1 492 383	-1 526 578	-1 890 073	-2 060 178	-2 220 272	-2 236 000
Varebidrag	1 985 651	2 031 225	2 373 130	2 542 870	2 776 996	2 844 000
Andre driftsinntekter	20 613	26 517	70 567	26 175	22 135	-
Lønnskostnader	-755 964	-805 262	-927 150	-1 052 655	-1 106 196	-1 137 000
Andre driftskostnader	-751 927	-810 821	-925 368	-1 023 771	-1 108 006	-1 115 950
Avskrivninger	-150 110	-178 879	-202 303	-210 843	-219 907	-227 240
Unormalt driftsresultat	3147	-41209	34564	16330	14754	0
Driftsresultat(EBIT)	345 116	303 989	354 312	265 446	350 268	363 810
Driftsrelatert skatt	106 503	93 933	109 482	82 023	108 233	112 417
Netto driftsresultat	238 613	210 056	244 830	183 423	242 035	251 392
Netto finansinntekt	3 997	4 992	5 522	4 321	9 513	14 400
Nettoresultat til sysselsatt kap.	242 610	215 049	250 352	187 744	251 549	265 792
Netto finanskostnad	-21 674	-23 296	-32 069	-44 693	-65 870	-69 120
Nettoresultat til EK	220 936	191 752	218 283	143 051	185 679	196 672
Unormalt netto driftsresultat	14 648	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796
Unormalt netto finansresultat	-2 912	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0
Fullstendig nettoresultat til EK	232 672	92 097	404 993	107 574	444 527	-66 124
Netto betalt utbytte	77 218	314 321	86 656	90 738	71 243	96 000
Endring i egenkapitalen	155 454	-222 224	318 337	16 836	373 284	-162 124

Netto driftsbalanse

NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 848 696	2 051 199	2 615 108	2 624 321	2 849 395	2 713 028
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	285 711	344 578	361 751	345 494	360 696	325 548
= Netto anleggsmidler	1 562 984	1 706 621	2 253 357	2 278 828	2 488 699	2 387 480
Driftsrelaterte omløpsmidler	896 112	1 032 376	1 220 000	1 231 499	1 483 005	1 340 651
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	507 816	627 301	721 382	715 541	749 304	715 206
= Driftsrelatert arbeidskapital	388 296	405 075	498 618	515 958	733 701	625 445
= Netto driftseiendeler	1 951 280	2 111 696	2 751 975	2 794 786	3 222 400	3 012 924
Egenkapital inkl minoritetsint.	1 519 022	1 304 564	1 622 897	1 639 719	2 012 995	1 842 844
Langsiktig finansiell gjeld	470 753	689 838	689 987	678 374	476 711	477 111
- Finansielle anleggsmidler	32 288	64 103	62 080	13 909	13 822	13 000
= Langsiktig netto finansiell gjeld	438 465	625 735	627 907	664 465	462 889	464 111
Kortsiktig finansiell gjeld	184 509	301 287	593 537	526 534	914 954	873 318
- Finansielle omløpsmidler	190 715	119 890	92 366	35 932	168 526	167 349
= Kortsiktig netto finansiell gjeld	-6 206	181 397	501 171	490 602	746 428	705 969
= Netto finansiell gjeld	432 259	807 132	1 129 078	1 155 067	1 209 317	1 170 080
Netto driftskapital	1 951 281	2 111 696	2 751 975	2 794 786	3 222 312	3 012 924

Fri kontantstrøm til egenkapitalen

	NOK 1.000	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Netto driftsresultat	210 056	244 830	183 423	242 035	251 392
+	Unormalt netto driftsresultat	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796
-	Økning i netto driftseiendeler	152 658	640 281	42 809	427 525	-201 630
=	Fri kontantstrøm fra drift	-40 672	-215 806	94 142	74 941	190 226
+	Netto finansinntekter	4 992	5 522	4 321	9 513	14 400
+	Unormale netto finansinntekter	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0
-	Økning i finansielle eiendeler	-39 010	-29 547	-104 605	132 507	-1 999
=	Fri kontantstrøm til syss.kap	1 746	-173 673	214 062	-49 635	206 625
-	Netto finanskostnader	-23 296	-32 069	-44 693	-65 870	-69 120
+	Økning i finansiell gjeld	335 863	292 399	-78 616	186 757	-41 236
=	Fri kontantstrøm til EK	314 312	86 657	90 753	71 252	96 269

6. Analyse av risiko

I dette kapittelet vil jeg analysere risikoen til Rieber & Søn aksjen.

Risikoen til et selskap består av to komponenter, systematisk og usystematisk risiko. Gjennom risikoanalysen vil jeg prøve å avdekke den selskapsspesifikke usystematiske risikoen. Den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort, og vil derfor kun være relevant for egenkapitalinvestorer som ikke er veldiversifiserte. Den selskapsspesifikke risikoen vil dessuten påvirke kredittrisikoen, dvs sannsynligheten for mislighold av lån. For kreditorer vil kredittrisikoen være en forventet kostnad som må legges på lånerenten for å få kostnadsdekning³⁰.

Risikoanalysen vil deles opp i analyse av kortsiktig og langsiktig risiko. De ulike forholdstallene som analyseres, vil analyseres i forhold til medianen til de samme forholdstallene på Oslo Børs i perioden 1999-2007. Forholdstallene for Oslo Børs er utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå, og gjelder i utgangspunktet ikke for akkurat den samme analyseperioden som jeg bruker. Det er imidlertid lite som tilsier at denne medianen er særlig forskjellig fra analyseperioden 2005-2009, og jeg mener derfor det er hensiktsmessig å bruke denne medianen som sammenligningsgrunnlag.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen vil kartlegge Rieber & Søns evne til å betale forpliktelser etter hvert som de forfaller.

³⁰ Knivsflå (2008)

6.1.1 Gjeldsdekning i balansen

Analyse av gjeldsdekning i balansen avdekker om en bedrift har nok midler til å dekke gjeld på både kort og lang sikt.

Likviditetsgrad

Likviditetsgraden forteller noe om evnen til å dekke kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler dividert med kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 fokuserer på i hvilken grad de mest likvide eiendelene, dvs finansielle omløpsmidler, er i stand til å dekke kortsiktig gjeld.

		2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Driftsrelatert likviditetsgrad	1,76	1,65	1,69	1,72	1,98	1,87
-	Vekt KDG i forhold til KG	0,73	0,68	0,55	0,58	0,45	0,45
+	Likviditetsgrad 2	0,28	0,13	0,07	0,03	0,10	0,11
=	Likviditetsgrad 1	1,31	1,10	1,21	1,17	1,63	1,53

Median likviditetsgrad 1 for Oslo Børs var 1,617 i årene 1999 – 2007, mens den i 2007 var på 1,593. Rieber & Sønns likviditetsgrad 1 har dermed vært lavere enn sammenligningsgrunnlaget i alle årene i analyseperioden, bortsett fra i 2008. Den kan likevel sies å være på et akseptabelt nivå, da konsernets omløpsmidler har vært større enn den kortsiktige gjelden i alle år. Den styrket seg dessuten sterkt i 2008, men er forventet å falle noe igjen i 2009.

Konsernets likviditetsgrad 2 har vært svært lav i perioden fra 2005. I 2009 er det forventet at kun 11% av den kortsiktige gjelden kan dekkes av de mest likvide eiendelene. Det å ha lite likvide midler i form av finansielle eiendeler vil i utgangspunktet være et faresignal, men man ser samtidig at Rieber & Søn har klart seg rimelig bra med en lav likviditetsgrad 2 i flere år.

Total gjeldsdekning i balansen

Den totale gjeldsdekningen i balansen avdekkes ved å se på finansiell gjeldsdekningsgrad. Dette forholdstallet viser hvor store de finansielle eiendelene er i forhold til finansiell gjeld.

		2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Finansiell gjeldsdekningsgrad	0,34	0,19	0,12	0,04	0,13	0,13

For sammenligningsgrunnlaget Oslo Børs var median finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,464.

Rieber & Søn har en svært lav finansiell gjeldsdekningsgrad spesielt i perioden 2006-2009T. Når så lite av den finansielle gjelden dekkes opp av finansielle eiendeler, øker dette faren for en likviditetskrise.

6.1.2 Gjeldsdekning gjennom resultat

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er nettoresultat til sysselsatt kapital dividert på netto finanskostnad. Den analyserer dermed kun bedriftens evne til å dekke rentekostnader, og tar ikke med evnen til å dekke avdrag.

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
Rentedekningsgrad	11,19	9,23	7,81	4,20	3,82	3,85

Rieber & Søn har hatt en forverring i rentedekningsgraden gjennom analyseperioden. Median rentedekningsgrad på Oslo Børs var 2,222 fra 1999-2007 og 2,644 i 2007. Til tross for reduksjonen i konsernets rentedekningsgrad, ligger den fremdeles betydelig over medianen for Oslo Børs.

6.1.3 Kontantstrømanalyse

Den omgrupperte og justerte kontantstrømmen presentert i kapittel 5.5.3 fokuserte på endring i egenkapitalen. Ved analyse av risiko er det hensiktsmessig å lage to nye kontantstrømoppstillinger som fokuserer på endring i likviditet og behovet for opptak av finansiell gjeld. Disse er presentert nedenfor.

Fri kontantstrøm med fokus på endring i likviditet

	NOK 1.000	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Netto driftsresultat	210 056	244 830	183 423	242 035	251 392
+	Unormalt netto driftsresultat	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796
-	Endring i netto driftseiendeler	152 658	640 281	42 809	427 525	-201 630
=	Fri kontantstrøm fra drift	-40 672	-215 806	94 142	74 941	190 226
-	Netto finanskostnader	-23 296	-32 069	-44 693	-65 870	-69 120
+	Endring i finansiell gjeld	335 863	292 399	-78 616	186 757	-41 236
=	Fri kontantstrøm til EK fra drift	271 895	44 524	-29 167	195 828	79 870
-	Netto betalt utbytte	314 321	86 656	90 738	71 243	96 000
=	Fri KS til finansiell investering fra drift	-42 426	-42 132	-119 905	124 585	-16 130
+	Netto finansinntekter	4 992	5 522	4 321	9 513	14 400
+	Unormale netto finansinntekter	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0
=	Endring i finansielle eiendeler	-39 019	-29 546	-104 590	132 516	-1 730
+	Finansielle eiendeler 01.01	223 003	183 993	154 446	49 841	182 348
=	Finansielle eiendeler 31.12	183 984	154 447	49 856	182 357	180 618

Konsernets beholdning av finansielle eiendeler har falt i alle årene fra 2005 til 2007. I 2008 ble beholdningen styrket, og var nesten tilbake igjen på 2005 nivået. I 2009T forventes beholdningen å

falle noe igjen.

Fri kontantstrøm med fokus på evne til å betale tilbake finansiell gjeld

	NOK 1.000	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Netto driftsresultat	210 056	244 830	183 423	242 035	251 392
+	Unormalt netto driftsresultat	-98 070	179 645	-46 472	260 431	-262 796
-	Endring i netto driftseiendeler	152 658	640 281	42 809	427 525	-201 630
=	Fri kontantstrøm fra drift	-40 672	-215 806	94 142	74 941	190 226
+	Netto finansinntekter	4 992	5 522	4 321	9 513	14 400
+	Unormalt netto finansresultat	-1 585	7 064	10 994	-1 582	0
-	Endring i finansielle eiendeler	-39 019	-29 546	-104 590	132 516	-1 730
=	Fri KS til sysselsatt kapital	1 754	-173 674	214 047	-49 644	206 356
-	Netto betalt utbytte	314 321	86 656	90 738	71 243	96 000
=	Fri KS til finansiell gjeld	-312 567	-260 330	123 309	-120 887	110 356
-	Netto finanskostnader	-23 296	-32 069	-44 693	-65 870	-69 120
=	Evne til tilbakebetaling av finansiell gjeld	-335 863	-292 399	78 616	-186 757	41 236

Oppstillingen viser at konsernet i tre av årene måtte ta opp ny finansiell gjeld. Kun i 2007 og 2009T har konsernet evne til å betale tilbake finansiell gjeld.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Soliditetsanalyse gjennomføres for å avdekke om konsernet har nok økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap. Ettersom tap føres mot egenkapitalen, vil analyse av egenkapital og kapitalstruktur være viktig for å kartlegge soliditeten.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten forteller hvor stor del av konsernets eiendeler som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før gjelden vil bli misligholdt. Egenkapitalprosenteten fremkommer som egenkapitalen pluss netto utsatt skatt, dividert med totalkapitalen. Netto utsatt skatt legges til siden den ikke blir betalt dersom konsernet går med tap.

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
Egenkapitalprosent	0,52	0,40	0,43	0,44	0,46	0,46

Egenkapitalprosenten har variert en del gjennom analyseperioden. Fra 52% i 2004 til en forventet andel på 46% i 2009. I forhold til medianen på Oslo Børs på 38,4% er dette likevel fremdeles en sterk egenkapitalandel. En såpass god egenkapitalprosent gjør konsernet bedre rustet til å takle dårligere tider.

6.2.2 Analyse av kapitalstruktur – statisk finansieringsanalyse

Konsernets kapitalstruktur analyseres ved å sette opp en statisk finansieringsmatrise. Den statiske finansieringsmatrisen viser hvordan konsernet er finansiert på et gitt tidspunkt. Egenkapital er den minst risikable finansieringskilden, mens kortsiktig gjeldsfinansiering er den mest risikable. Man kan derfor si at jo fortere kurven i matrisen går i bunn, jo mindre risikabel er finansieringen³¹.

Finansieringsmatrise for 2009T³²

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 842 844	325 548	477 111	67 525		2 713 028
Finansielle anleggsmidler				13 000		13 000
Driftsrelaterte omløpsmidler				634 682	705 969	1 340 651
Finansielle omløpsmidler					167 349	167 349
TK	1 842 844	325 548	477 111	715 206	873 318	4 234 028

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
Driftsrelaterte anleggsmidler	0,68	0,12	0,18	0,02	0,00	0,64
Finansielle anleggsmidler				1,00		0,00
Driftsrelaterte omløpsmidler				0,47	0,53	0,32
Finansielle omløpsmidler					1,00	0,04
TK	0,44	0,08	0,11	0,17	0,21	1,00

Finansieringsmatrisen viser at de driftsrelaterte anleggsmidlene må finansieres både av egenkapital, langsiktig driftsrelatert- og finansiell gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld. De finansielle anleggsmidlene dekkes fullt opp av kortsiktig driftsrelatert gjeld, som også er med å finansiere driftsrelaterte omløpsmidler. Litt over halvparten av de driftsrelaterte omløpsmidlene må imidlertid dekkes av kortsiktig finansiell gjeld. De finansielle omløpsmidlene må fullt ut finansieres med kortsiktig finansiell gjeld. Alle konsernets kortsiktige aktiva må dermed finansieres av kortsiktig finansiering. Deler av konsernets langsiktige aktiva må også delvis finansieres med kortsiktig kapital. Oppsummert viser finansieringsmatrisen at finansieringen av selskapet er relativt risikabel. Den mest risikable finansieringskilden, kortsiktig finansiell gjeld, utgjør hele 21% av konsernets finansieringsbehov.

6.3 Oppsummering av risiko – syntetisk rating

Innsikten fra den kortsiktige og langsiktige risikoanalysen kan oppsummeres i en kredittrating. Dette innebærer at man setter en karakter på risikoen, kalt syntetisk rating. På basis av konsernets tall for likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, plasseres

31 Knivsfå (2008)

32 Forkortelser blir forklart i vedlegg 1

konsernet i en risikoklasse. Jeg gjennomfører den syntetiske ratingen med utgangspunkt i Standard & Poor's ratingsystem³³. Risikoklassene går fra D (dårligst) til AAA (best)³⁴. Karakteren fra den syntetiske ratingen gir et estimat på sannsynligheten for at konsernet går konkurs innen et år. Denne sannsynligheten gir grunnlag for kredittrisikopremien som jeg seinere i oppgaven skal benytte i beregningen av avkastningskrav.

	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T	Vektet snitt
Likviditetsgrad 1	BB	B	BB	B	BB	BB	BB
Rentedekningsgrad	AA	AA	AA	A	A	BBB	A
Egenkapitalprosent	BBB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet		BB	BBB	BB	BB	BB	BB
Gjennomsnittsrating	BBB	BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB

I analyseperioden har gjennomsnittsratingen ligget på mellom BB og BBB. I 2009T er forventet gjennomsnittsrating BBB. Dette gir en estimert årlig konkurssannsynlighet på 0,37%.

Gjennomsnittsratingen på Oslo Børs i 2008 var til sammenligning mellom BB og BBB.

Oppsummert har Rieber & Søn en lav konkurssannsynlighet, og dermed lav risiko.

7. Analyse av historiske avkastningskrav

Et avkastningskrav kan brukes på to ulike måter. I et seinere kapittel vil jeg estimere fremtidige avkastningskrav og bruke disse som diskonteringsrente for å flytte verdier fra en periode til en annen. I dette kapitlet vil jeg ta for meg avkastningskrav som målestokk for rentabilitet.

Avkastningskravet skal brukes i lønnsomhetsanalysen i neste kapittel, og dermed brukes som målestokk for historisk avkastning. Jeg må derfor estimere hva avkastningskravet har vært i de ulike årene i analyseperioden.

7.1 Egenkapitalkrav

Kravet til avkastning på egenkapitalen beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen. Modellen forutsetter et perfekt kapitalmarked, slik at investorer kun får kompensert for systematisk risiko.

Kapitalverdimodellen³⁵:

$$ekk = rf + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f) + ilp$$

33 Se vedlegg 2

34 Brealey, Myers, Allen (2006)

35 Notasjon forklart i vedlegg 1

Jeg vil nå beregne de ulike komponentene i modellen for å komme frem til egenkapitalkravene i analyseperioden.

Risikofri rente

Som mål på den risikofrie renten bruker jeg 3-måneders effektiv NIBOR-rente³⁶, fratrukket en risikopremie på 10%. Ettersom egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt, må også egenkapitalkravet beregnes nominelt etter skatt. Den risikofrie renten i kapitalverdimodellen beregnes derfor etter skatt.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Nibor-rente, 3mnd	0,021	0,023	0,032	0,051	0,065	0,020	0,035
-	Risikopremie, 10% av NIBOR	0,002	0,002	0,003	0,005	0,006	0,002	0,004
=	Risikofri rente før skatt	0,018	0,020	0,029	0,046	0,058	0,018	0,032
-	28% skatt	0,005	0,006	0,008	0,013	0,016	0,005	0,009
=	Risikofri rente etter skatt	0,013	0,015	0,021	0,033	0,042	0,013	0,023

Tabellen viser at den gjennomsnittlige risikofrie renten etter skatt i analyseperioden var 2,3%.

Risikopremie

Markedets risikopremie er forskjellen mellom markedsavkastning og risikofri rente etter skatt³⁷. Risikopremien må i likhet med den risikofrie renten beregnes etter skatt. Markedets risikopremie estimeres ved å analysere risikopremien på Oslo Børs over analyseperioden. Ifølge Knivsflå (2009) er den beste fremgangsmåten å analysere risikopremien både i et langsiktig og kortsiktig perspektiv. I et langsiktig perspektiv analyserer jeg tall fra 1958 til 2009, mens det kortsiktige perspektivet går fra 1995 til 2009. Når risikopremien over analyseperioden skal beregnes, vektes risikopremien fra 95-t med 1/3 og risikopremien fra 58-t vektes med 2/3.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
1/3	Årlig risikopremie 95-t	0,052	0,062	0,063	0,051	0,025	0,035	0,048
2/3	Årlig risikopremie 58-t	0,047	0,054	0,059	0,057	0,049	0,050	0,053
=	Risikopremie	0,049	0,057	0,060	0,055	0,041	0,045	0,051

Tabellen viser at den gjennomsnittlige normaliserte risikopremien etter skatt i analyseperioden er estimert til 5,1%.

Egenkapitalbeta

Egenkapitalbetaen for børsnoterte selskap beregnes på grunnlag av historiske kursdata. Jeg har valgt

36 http://www.norges-bank.no/templates/article____55490.aspx

37 Brealey et al. (2006)

å bruke et estimat beregnet av databasen Datastream³⁸. Ved hjelp av Datastream finner jeg en ujustert egenkapitalbeta på 0,292. Til sammenligning beregner Dagens Næringsliv 12-måneders egenkapitalbeta til 0,144. Den estimerte betaen er usikker, og det kan derfor være fornuftig å justere den mot markedsbetaen. Jeg benytter meg derfor av Merrill-Lynch sin metode for justering av egenkapitalbetaen. Denne metoden tar utgangspunkt i at beste betaestimat før estimeringen er lik betaen til markedsporteføljen på 1. Den estimerte egenkapitalbetaen gis derfor en vekt på 2/3, mens markedsbetaen vektes med 1/3. Vektingen gir en justert egenkapitalbeta på 0,528.

Merrill Lynch Beta-justering		
2/3	Beta fra Datastream	0,292
1/3	Gjennomsnittsbeta	1
=	Justert beta	0,528

Illikviditetspremie

Illikviditetspremie er en ekstra risikopremie som legges til egenkapitalkravet for å kompensere for markedssvikt. Rieber & Søn er notert på Oslo Børs under OB Match. Før 2005 hørte konsernet inn under OB Standard. At konsernet er notert på OB Match innebærer at aksjen har minst 10 handler per dag og/eller godkjent likviditetsgarantistavtale. Rieber & Søn er en relativt lite likvid aksje, med ganske konsentrert eierskap. Konsernet har derfor en marketmaker avtale med ABG Sundal Collier. En slik likviditetsgarantistavtale skal sikre at det alltid finnes både kjøper og selger i markedet. På grunn av aksjens dårlige likviditet har jeg likevel valgt å legge til en liten illikviditetspremie i beregningen av egenkapitalkravet. Denne settes til 1%.

Egenkapitalkrav

De ulike komponentene settes nå inn i kapitalverdimodellen. Dette gir et egenkapitalkrav på 6% over analyseperioden.

		04-09T
	Nibor-rente, 3mnd	0,035
-	Risikopremie, 10% av NIBOR	0,004
=	Risikofri rente før skatt	0,032
-	28% skatt	0,009
=	Risikofri rente etter skatt	0,023
+	Justert beta	0,528
*	Risikopremie etter skatt	0,051
+	Illikviditetspremie	0,010
=	Egenkapitalkrav	0,060

38 <http://online.thomsonreuters.com/datastream/>

7.2 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Finansielle krav som må beregnes er krav til finansiell gjeld, krav til finansielle eiendeler og krav til netto finansiell gjeld.

Kravet til netto finansiell gjeld kan beregnes ved å vekte kravet til finansielle eiendeler og kravet til finansiell gjeld. Det er vanlig å forutsette at netto finansiell gjeldsbeta er lik 0. Denne forutsetningen er basert på en antakelse om at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, slik at systematisk risiko blir eliminert³⁹. For en virksomhet som Rieber & Søn der netto finansiell gjeld er større enn 0, vil dette være en rimelig forutsetning. Jeg velger derfor å sette netto finansiell gjeldsbeta lik 0. Betaen til finansiell gjeld kan da finnes ved vekting av betaene til netto finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Beta til finansielle eiendeler er det vektete snittet av betaene til kontanter, fordringer og finansielle investeringer. Jeg forutsetter at kontanter og fordringer etter avsetning for tap er risikofrie og dermed har en beta lik 0. Investeringene forutsettes å ha samme risiko som markedet, og dermed beta lik 1. Utrekningen av betaverdiene vises i tabellene nedenfor.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Finansiell gjeldsbeta	0,033	0,065	0,050	0,019	0,014	0,014	0,032
*	Vekt finansiell gjeld	1,516	1,228	1,137	1,043	1,151	1,154	1,205
-	Finansiell eiendelsbeta	0,098	0,348	0,412	0,471	0,105	0,106	0,257
*	Vekt finansielle eiendeler	0,516	0,228	0,137	0,043	0,151	0,154	0,205
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
*	Kontantvekt	0,855	0,613	0,560	0,445	0,851	0,848	0,695
+	Fordringsbeta	0	0	0	0	0	0	0
*	Fordringsvekt	0,047	0,039	0,028	0,084	0,044	0,046	0,048
+	Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
*	Investeringsvekt	0,098	0,348	0,412	0,471	0,105	0,106	0,257
=	Finansiell eiendelsbeta	0,098	0,348	0,412	0,471	0,105	0,106	0,257

Det finansielle gjeldskravet er de finansielle långivernes krav til avkastning på finansiell gjeld. Det finansielle gjeldskravet er derfor lik den risikofrie renten pluss et tillegg for markedsrisiko og en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien blir fastsatt basert på kredittratingen fra kapittel 6.3. Kredittrisikopremien blir da lik kredittrisikofaktor*risikofri rente. Kredittrisikofaktoren for et BBB og BB ratet selskap er hhv. 0,4 og 0,6. Beregningen av finansielt gjeldskrav vises i tabellen under.

39 Knivsvlå (2008)

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Syntetisk rating	BBB	BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
	Risikofri rente etter skatt	0,013	0,015	0,021	0,033	0,042	0,013	0,023
+	Finansiell gjeldsbeta	0,033	0,065	0,050	0,019	0,014	0,014	0,032
*	Markedets risikopremie	0,049	0,057	0,060	0,055	0,041	0,045	0,051
+	Kreditrisikopremie	0,005	0,009	0,008	0,020	0,017	0,005	0,011
=	Finansielt gjeldskrav	0,020	0,027	0,032	0,054	0,059	0,019	0,035

Utrengningen gir et gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav over analyseperioden på 3,5%. Relativt store endringer i alle komponentene i kravet medfører at kravet øker i alle år fra 2004 til 2008, for så å falle sterkt i 2009T, som følge av en bratt nedgang i rentenivået.

Kravet til finansielle eiendeler avhenger av hvilke aktiva de finansielle eiendelene er plassert i. Kravet til kontanter er lik risikofri rente. Jeg forutsetter at finansielle fordringer har samme risiko som et gjennomsnittsratet selskap i risikoklasse BBB. Kravet til finansielle fordringer blir dermed risikofri rente pluss kreditrisikopremien for selskap i denne risikoklassen. Kreditrisikopremien i denne klassen tilsvarer 40% av risikofri rente. Kravet til investeringer settes til risikofri rente pluss markedets risikopremie. Finansielt eiendelskrav i analyseperioden blir dermed:

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Kontantkrav	0,013	0,015	0,021	0,033	0,042	0,013	0,023
*	Kontantvekt	0,855	0,613	0,560	0,445	0,851	0,848	0,695
+	Fordringskrav	0,019	0,024	0,029	0,053	0,059	0,018	0,033
*	Fordringsvekt	0,047	0,039	0,028	0,084	0,044	0,046	0,048
+	Investeringskrav	0,062	0,071	0,081	0,088	0,083	0,058	0,074
*	Investeringsvekt	0,098	0,348	0,412	0,471	0,105	0,106	0,257
=	Finansiell eiendelskrav	0,018	0,035	0,046	0,061	0,047	0,018	0,036

Tabellen viser at finansielt eiendelskrav i snitt var 3,6% gjennom analyseperioden. Det lave kravet skyldes i stor grad en kombinasjon av høye kontantvekter og lav risikofri rente i perioden.

Kravet til netto finansiell gjeld kan nå finnes ved å vekte kravene til finansielle gjeld og finansielle eiendeler.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Krav til finansiell gjeld	0,020	0,027	0,032	0,054	0,059	0,019	0,035
*	Vekt finansiell gjeld	1,516	1,228	1,137	1,043	1,151	1,154	1,205
-	Krav til finansielle eiendeler	0,018	0,035	0,046	0,061	0,047	0,018	0,257
*	Vekt finansielle eiendeler	0,516	0,228	0,137	0,043	0,151	0,154	0,205
=	Krav til netto finansiell gjeld	0,021	0,025	0,030	0,054	0,061	0,019	0,035

7.3 Krav til avkastning på netto driftskapital

Kravet til avkastning på netto driftskapital er det vektete snittet av egenkapitalkravet, netto finansielt gjeldskrav og et eventuelt minoritetskrav. På tilsvarende måte kan gjennomsnittlig netto driftsbeta beregnes ved vekting av egenkapitalbeta, netto finansiell gjeldsbeta og en eventuell minoritetsbeta. Jeg mangler imidlertid det årlige egenkapitalkravet og egenkapitalbetaen. Dersom man allerede har netto driftsbeta, kan man finne egenkapitalbetaen som en residual. Når man kun vet hva gjennomsnittlig egenkapitalbeta i analyseperioden er, kan ikke årlig netto driftsbeta beregnes direkte. Jeg bruker derfor Miller og Modiglianis første teorem om at verdien av et selskap er uavhengig av finansiering. Når vi bruker verdien av netto driftskapital som mål på selskapsverdi, vil verdien av netto driftskapital være uavhengig av kapitalstruktur. Dermed vil også netto driftsbeta være uavhengig av kapitalstruktur, og jeg kan forutsette at denne er konstant i analyseperioden.

Tabellen under viser netto driftsbeta og egenkapitalbeta år for år.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Egenkapitalbeta	0,431	0,543	0,568	0,571	0,537	0,548	0,528
*	Egenkapitalvekt	0,778	0,618	0,590	0,587	0,625	0,612	0,635
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*	Netto finansiell gjeldsvekt	0,222	0,382	0,410	0,413	0,375	0,388	0,365
=	Netto driftsbeta	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335

Etter å ha funnet egenkapitalbetaen, kan jeg nå beregne det årlige egenkapitalkravet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Nibor-rente, 3mnd	0,021	0,023	0,032	0,051	0,065	0,020	0,035
-	Risikopremie, 10% av NIBOR	0,002	0,002	0,003	0,005	0,006	0,002	0,004
=	Risikofri rente før skatt	0,018	0,020	0,029	0,046	0,058	0,018	0,032
-	28% skatt	0,005	0,006	0,008	0,013	0,016	0,005	0,009
=	Risikofri rente etter skatt	0,013	0,015	0,021	0,033	0,042	0,013	0,023
+	Justert beta	0,431	0,543	0,568	0,571	0,537	0,528	0,528
*	Risikopremie etter skatt	0,049	0,057	0,060	0,055	0,041	0,045	0,051
+	Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
=	Egenkapitalkrav	0,044	0,055	0,065	0,075	0,074	0,047	0,060

Det gjennomsnittlige egenkapitalkravet i analyseperioden var 6%. Kravet økte fra 4,4% i 2004 til 7,5% i 2007. I 2009T var kravet nesten tilbake igjen på 2004 nivået, hovedsakelig på grunn av den lave risikofrie renten.

Ved vekting av kravene til egenkapitalen og netto finansiell gjeld, kan nå netto driftskrav beregnes.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	04-09T
	Egenkapitalkrav	0,044	0,055	0,065	0,075	0,074	0,047	0,060
*	Egenkapitalvekt	0,778	0,618	0,590	0,587	0,625	0,612	0,635
+	Netto finansielt gjeldskrav	0,021	0,025	0,030	0,054	0,061	0,019	0,035
*	Netto finansiell gjeldsvekt	0,222	0,382	0,410	0,413	0,375	0,388	0,365
=	Netto driftskrav	0,039	0,044	0,051	0,066	0,069	0,036	0,051

Gjennomsnittlig netto driftskrav var 5,1%. Kravet økte gradvis gjennom analyseperioden før det falt sterkt i 2009T.

8. Analyse av lønnsomhet

Lønnsomhetsanalysen vil avdekke hvor godt konsernet presterer i forhold til prestasjonskravet. Til dette vil jeg bruke rentabilitetsanalyse. Rentabilitetsanalyse viser hvor stor avkastningen til ulike kapitaler er. Man kan dermed sammenligne lønnsomheten med avkastningskravet over tid. Dersom rentabiliteten overstiger avkastningskravet, har et selskap superrentabilitet. Dette kan tyde på at selskapet har en strategisk fordel som gjør at den klarer å skape merverdier utover kravet.

For å gi et best mulig bilde på underliggende økonomiske forhold i konsernet vil jeg bruke de normaliserte og justerte regnskapstallene i analysen. Avkastningskravene til de ulike kapitalene ble beregnet på etterskuddsbasis. Dersom rentabiliteten skal kunne sammenlignes med avkastningskravet må også denne beregnes som en etterskuddsrentabilitet. Dette gjøres ved å sette kapitalen i en periode lik gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden⁴⁰. Eksempel på formel for beregning av rentabilitet blir da⁴¹:

$$ekr = NRE_t / (EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2)$$

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på den kapital eierne har investert i selskapet⁴². En egenkapitalrentabilitet større enn egenkapitalkravet gir superrentabilitet på egenkapitalen.

40 Knivsflå (2009)

41 Notasjon forklart i vedlegg 1

42 Tellefsen og Langli (2004)

		2005	2006	2007	2008	2009T	05-09T
	Egenkapitalrentabilitet	0,145	0,156	0,091	0,103	0,104	0,120
-	Egenkapitalkrav	0,055	0,065	0,075	0,074	0,047	0,063
=	Superrentabilitet på egenkapital	0,090	0,091	0,016	0,029	0,058	0,057

Rieber & Søn har oppfylt avkastningskravet og generert superrentabilitet i alle årene i analyseperioden. Superrentabiliteten varierer imidlertid sterkt gjennom perioden. Fra 9,1% i toppåret 2006 faller den til 1,6% det neste året. Hovedårsaken til den dramatiske endringen var stor salgsokning og store kostnadsreduksjoner i 2006 og deretter lavere resultatvekst i 2007 som følge av store kostnadsøkninger på viktige innsatsfaktorer.

8.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten i drift og finansiering kan gi innsikt i hvor eventuelle merverdier til eierne skapes. Dette gjøres ved å splitte opp egenkapitalrentabiliteten i netto driftsrentabilitet og virkning av netto finansiell gearing slik:

$$\text{ekr} = \text{ndr} + (\text{ndr-nfgr}) * \text{nfgg} + (\text{ndr-mir}) * \text{mig}$$

		2005	2006	2007	2008	2009T	05-09T
	Netto driftsrentabilitet	0,093	0,116	0,072	0,087	0,072	0,088
+	Virkning av netto finansiell gearing	0,029	0,068	0,035	0,035	0,015	0,036
=	Egenkapitalrentabilitet	0,122	0,184	0,107	0,121	0,087	0,124

Tabellen viser at konsernet i alle årene har hatt en positiv finansiell gearingeffekt. Dette innebærer at kostnaden ved å bruke finansiell gjeld som finansieringskilde har vært lavere enn netto driftsrentabiliteten. Netto driftsrentabilitet er likevel den største kilden til egenkapitalrentabiliteten.

8.2.1 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet avdekker hvor mye netto driftskapitalen kaster av seg i prosent. Netto driftsrentabilitet kan i likhet med egenkapitalrentabiliteten dekomponeres for å gi ytterligere innsikt i hva som er kildene til verdiskapning. Den dekomponeres derfor i netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler. Netto driftsmargin måler evnen virksomheten har til å generere netto driftsresultat per krone, mens omløpet til netto driftseiendeler måler evnen til å skape driftsinntekter

per krone investert⁴³.

		2005	2006	2007	2008	2009T	05-09T
	Netto driftsmargin	0,058	0,056	0,039	0,047	0,048	0,050
*	Omløpet til netto driftseiendeler	1,864	1,883	1,731	1,743	1,700	1,784
=	Netto driftsrentabilitet	0,108	0,105	0,067	0,082	0,082	0,089

Netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler var i gjennomsnitt hhv. 5,0% og 1,78 i analyseperioden. Til sammenligning var medianen på Oslo Børs⁴⁴ i perioden 1999-2008 hhv. 3,8% og 1,343.

Ved å sammenligne netto driftsrentabilitet med netto driftskrav, finner jeg ut i hvilken grad driften oppfyller lønnsomhetskravet.

		2005	2006	2007	2008	2009T	05-09T
	Netto driftsrentabilitet	0,108	0,104	0,067	0,082	0,083	0,089
-	Netto driftskrav	0,044	0,051	0,066	0,069	0,036	0,053
=	Superrentabilitet til netto driftskapital	0,064	0,054	0,001	0,013	0,047	0,036

Tabellen viser at lønnsomhetskravet er oppfylt i alle årene, og er i 2009 forventet å ligge ca 1% over gjennomsnittet i perioden.

8.2.2 Netto finansiell gearing

Netto finansiell gearing er virkningen på egenkapitalen av å bruke netto finansiell gjeld. Dersom en virksomhet kan låne penger til en nettorente som er lavere enn det driften kaster av seg, så vil bruk av netto finansiell gjeld ha en positiv innvirkning på egenkapitalrentabiliteten⁴⁵.

		2005	2006	2007	2008	2009T	05-09T
	Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,108	0,104	0,067	0,082	0,083	0,089
-	Netto finansiell gjeldsrente (nfgr)	0,029	0,019	0,024	0,035	0,049	0,031
=	ndr - nfgr	0,079	0,085	0,044	0,048	0,034	0,058
*	Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,465	0,707	0,722	0,667	0,636	0,639
=	Virkning av netto finansiell gearing	0,037	0,060	0,031	0,032	0,022	0,037

Virkningen av å bruke netto finansiell gjeld er positiv når netto driftseiendeler har større avkastning

43 Knivsfå (2009)

44 Knivsfå (2009)

45 Knivsfå (2009)

enn kostnaden ved å bruke netto finansiell gjeld. Dette er tilfellet for Rieber & Søn i alle årene i analyseperioden. I gjennomsnitt skaper bruken av netto finansiell gjeld en merrentabilitet til egenkapitalen på 3,7%.

9. Analyse av vekst

Vekstanalyse gir innsikt i hvordan regnskapstallene har utviklet seg gjennom analyseperioden. Veksten i et regnskapstall er den prosentvise endringen i regnskapstallet fra ett år til et annet. Innen regnskapsanalyse skiller man mellom vekst i kapital og vekst i resultat. Historisk vekstanalyse vil være en del av grunnlaget for budsjettering og fremskrivning i de neste kapitlene. Det kan derfor også være nyttig å se på veksten i driftsinntekter, som vil være en sentral faktor i den videre verdsettelsen.

9.1 Kapitalvekst

Vekst i egenkapital er den kapitalveksten som vil være mest relevant for den videre verdsettelsen, og jeg har derfor valgt å fokusere på denne. For at egenkapitalveksten skal være relevant for fremtiden vil jeg bruke normaliserte tall. Normalisert egenkapitalvekst kalles vedvarende vekst. Vedvarende vekst beregnes som normalisert tilbakeholdsgrad multiplisert med normalisert egenkapitalrentabilitet. Vi ender da opp med en egenkapitalvekst som er normal, egengenerert og ikke tilført gjennom kapitalinnskudd eller unormale oppkjøp⁴⁶.

For å finne normalisert tilbakeholdsgrad beregner jeg først normalisert utdelingsforhold. Tilbakeholdsgrad kan deretter finnes som $1 - \text{normalisert utdelingsforhold}$. Som normalisert utdelingsforhold bruker jeg medianen i analyseperioden, ettersom det ekstraordinære utbyttet i 2005 ville ha medført et unormalt høyt gjennomsnitt.

		2004	2005	2006	2007	2008	2009T	Median
	Foreslått utbytte	321 616	94 815	106 297	76 290	95 538	78 669	
/	Nettoresultat til egenkapitalen	220 936	191 752	218 283	143 051	185 679	196 672	
=	Normalisert utdelingsforhold	1,456	0,494	0,487	0,533	0,515	0,400	0,524

		2005	2006	2007	2008	2009T	05-09T
	Normalisert utdelingsforhold	0,524	0,524	0,524	0,524	0,524	0,524
	Normalisert tilbakeholdsgrad	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476	0,476
*	Normalisert egenkapitalrentabilitet	0,145	0,164	0,099	0,114	0,105	0,126
=	Normalisert egenkapitalvekst	0,069	0,078	0,047	0,054	0,050	0,060

Gjennomsnittlig normalisert tilbakeholdsgrad var 47,6%, mens gjennomsnittlig normalisert egenkapitalrentabilitet var på 12,6%. Det gir en gjennomsnittlig normalisert egenkapitalvekst på 6,0% i perioden.

9.2 Resultatvekstanalyse

Resultatvekst analyseres gjennom utarbeidelse og analyse av et trendresultatregnskap. Etter utarbeidelsen av trendregnskapet analyserer jeg trenden i de ulike resultatpostene i forhold til basisåret 2004. I basisåret gis alle postene en indeksverdi lik 1.

	NOK 1.000	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008	2009T
	Brutto salgsinntekter	1,000	1,039	1,254	1,364	1,533	0,000
+	Innteksreduksjoner	1,000	1,098	1,358	1,511	1,882	0,000
=	Netto salgsinntekter	1,000	1,023	1,226	1,323	1,437	1,461
-	Vareforbruk	1,000	1,023	1,266	1,380	1,488	1,498
=	Varebidrag	1,000	1,023	1,195	1,281	1,399	1,432
+	Andre driftsinntekter	1,000	1,286	3,423	1,270	1,074	0,000
-	Lønnskostnader	1,000	1,065	1,226	1,392	1,463	1,504
-	Andre driftskostnader	1,000	1,078	1,231	1,362	1,474	1,484
-	Av- og nedskrivninger	1,000	1,192	1,348	1,405	1,465	1,514
=	Driftsresultat(EBIT)	1,000	0,881	1,027	0,769	1,015	1,054
-	Driftsrelatert skatt	1,000	0,882	1,028	0,770	1,016	1,056
=	Netto driftsresultat	1,000	0,880	1,026	0,769	1,014	1,054
+	Netto finansinntekt	1,000	1,249	1,382	1,081	2,380	3,603
=	Nettoresultat til sysselsatt kap	1,000	0,886	1,032	0,774	1,037	1,096
-	Netto finanskostnad	1,000	1,075	1,480	2,062	3,039	3,189
=	Nettoresultat til EK	1,000	0,868	0,988	0,647	0,840	0,890
+	Uhormalt netto driftsresultat	1,000	-6,695	12,264	-3,173	17,779	-17,941
+	Uhormalt netto finansresultat	1,000	0,544	-2,426	-3,776	0,543	0,000
=	Fullstendig nettoresultat til EK	1,000	0,396	1,741	0,462	1,911	-0,284
-	Netto betalt utbytte	1,000	4,071	1,122	1,175	0,923	1,243
=	Endring i egenkapitalen	1,000	-1,430	2,048	0,108	2,401	-0,434

Trendresultatregnskapet viser at netto driftsresultat har svingt mye gjennom analyseperioden. I 2009 er forventet netto driftsresultat 5,4% høyere enn det tilsvarende resultatet i basisåret.

Driftsinntektene vokste mye fra 2005 til 2006 og har siden hatt en relativt stabil vekst.

Varekostnader og andre driftskostnader har imidlertid økt mer enn driftsinntektene gjennom perioden, noe som fører til den negative utviklingen i netto driftsresultat for 2009T.

Nettoreultatene til sysselsatt kapital og egenkapital har også variert mye gjennom perioden. Dette gjør at det er vanskelig å se en spesiell trend i resultatregnskapstallene.

10. Fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidsregnskap gjennomføres ved budsjettering til budsjetthorisonen T, utarbeidelse av fremtidskrav til T og deretter fremskriving av regnskapet etter T.

Budsjettet skal gi et bilde på den forventede utviklingen til konsernet. Budsjetteringen tar derfor utgangspunkt i innsikten jeg har fått gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Det er imidlertid ikke nok å se på den historiske utviklingen. Jeg må også bruke mitt eget subjektive skjønn som jeg har opparbeidet meg om konsernet og bransjen gjennom det foreløpige arbeidet med oppgaven.

10.1 Valg av budsjetthorison

Budsjetthorisonen er det året T der man går fra fullstendig budsjettering av regnskapet til enkel fremskriving av verdidriverne rentabilitet, vekst og avkastningskrav⁴⁷. To forhold er bestemmende for valget av budsjetthorison; kvaliteten på regnskapsføringen og tid til ”steady state”. ”Steady state” innebærer at forventet vekst er tilnærmet konstant i de kommende årene. Jo nærmere en virksomhet er en slik situasjon, jo kortere trenger budsjetthorisonen å være. Rieber & Søn tilhører en moden og stabil bransje, med begrenset vekstpotensiale. Det er derfor rimelig å anta at konsernet om noen år vil nærme seg ”steady state”.

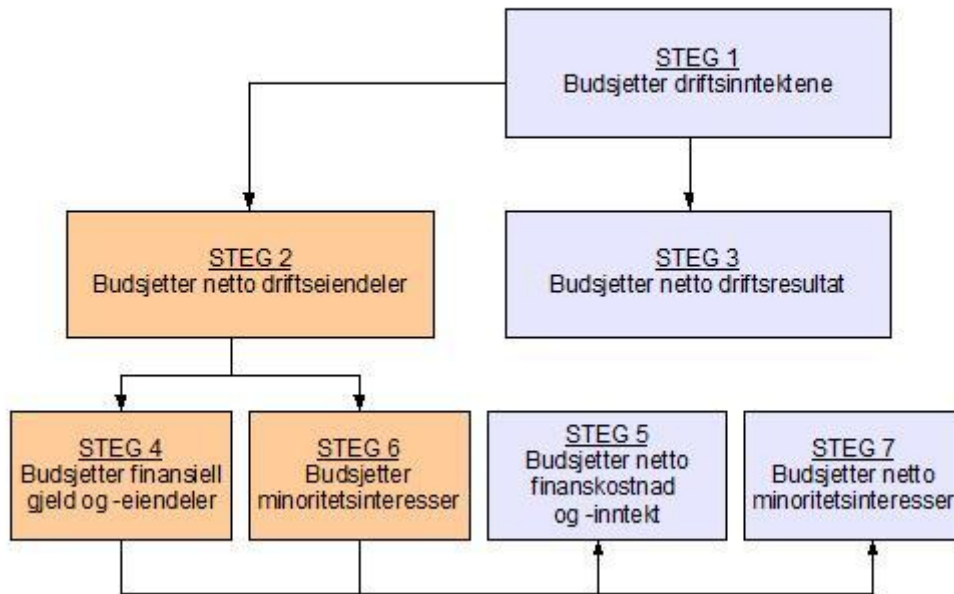
Kvaliteten på regnskapsføringen er bestemmende for budsjetthorisonen ved at jo bedre regnskapsføringen er, jo kortere budsjetthorison er nødvendig for å avdekke verdiene i virksomheten. Med regnskapskvalitet menes i denne sammenheng i hvilken grad regnskapet gjenspeiler virkelige verdier. Rieber & Sønns regnskap er ført etter IFRS og er i tillegg justert for den antatt viktigste målefeilen. Konsernets regnskap antas derfor å noenlunde avspeile virkelige verdier. Når i tillegg konsernet antas å nærme seg ”steady state”, velger jeg en budsjetthorison på 8 år, slik at T=2017.

10.2 Budsjettering

Budsjettering av fremtidsregnskap skjer vanligvis gjennom syv steg og ved hjelp av ni

47 Knivsfå (2006)

budsjett drivere. De syv stegene er vist i figuren under.



Figur 10-1: Rammeverk for budsjettering

Siden Rieber & Søn ikke har minoritetsinteresser å ta hensyn til, vil min budsjettering skje i fem steg, der jeg bruker syv forskjellige budsjett drivere. Det er vanlig å velge flere budsjett punkt der man gjør antagelser om størrelsen på hver verdidriver, for så å fremskrive verdien lineært mellom hvert budsjett punkt. Da de to første årene av budsjett perioden er enklest å forutse, setter jeg år 1 og år 2 i budsjett perioden som budsjett punkt. I tillegg velger jeg et budsjett punkt M litt lengre ut i perioden, år 5. Budsjett punkt 1 blir da 2010, budsjett punkt 2 er 2011 og budsjett punkt M er 2014. Det siste budsjett punktet settes til budsjett horisonten $T=2017$. Fra og med budsjett horisonten T antas det konstant vekst i verdidriverne. I fundamental verdsettelse er det vanlig å forutsette at alle kontantstrømmer skjer den 31.12. Jeg vil derfor beregne rentabilitet med utgangspunkt i inngående kapital.

10.2.1 Driftsinntekter

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter _{t-1}	5 080 000	5 156 200	5 259 324	5 380 288	5 523 404	5 689 106	5 876 847	6 091 939	6 335 617	6 589 042	6 852 603
* 1+driftsinntektsveksten _t	1,015	1,020	1,023	1,027	1,030	1,033	1,037	1,040	1,040	1,040	1,040
= Driftsinntekter _t	5 156 200	5 259 324	5 380 288	5 523 404	5 689 106	5 876 847	6 091 939	6 335 617	6 589 042	6 852 603	7 126 707

Driftsinntektsveksten de siste årene har i stor grad vært et resultat av oppkjøp. Fra og med 2009 har konsernet som mål å begrense oppkjøpsvirksomheten og heller ha fokus på å bedre lønnsomheten gjennom interne forbedringer. Dette gjenspeiles i den lave veksten i driftsinntekter så langt i 2009. Trailingen for 2009 viser en vekst på 1,7%. I løpet av første halvår 2009 har konsernet solgt ut flere virksomheter som ikke oppfyller kravene til lønnsomhet eller ikke tilhører kjerneområdene. Dette gir et relativt stort negativt bidrag til driftsinntektsveksten. Når jeg samtidig antar at produktmarkedet er mettet, og kun vil vokse i takt med befolkningsveksten, må en eventuell vekst utover dette enten skje ved å stjele markedsandeler fra konkurrentene eller gjennom prisvekst. Det antas at markedsandelene i Sentral- og Øst-Europa fortsetter å øke noe fremover, samtidig som økte råvarepriser medfører noe prisøkning. Jeg antar derfor at veksten i 2010 vil ligge på nivå med dagens vekst på ca. 1,5%. Veksten i 2011 settes til 2%. Frem til neste budsjettpunkt i 2014 antas en økende vekst mot 3%. Veksten på lang sikt kan maksimalt være lik langsiktig økonomisk vekst i økonomien. Det antas at denne veksten vil ligge på om lag 5,5% (3% realvekst + 2% inflasjon). Jeg antar at driftsinntektsveksten ved budsjettthorisonen vil ligge en del under nivået til denne veksten, som følge av forventet økt konkurranse i mange av markedene. Den settes derfor til 4,0%.

10.2.2 Netto driftseiendeler

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Driftsinntekter _{t+1}	5 259 324	5 380 288	5 523 404	5 689 106	5 876 847	6 091 939	6 335 617	6 589 042	6 852 603	7 126 707	7 411 776
/ Omløp til netto driftseiendeler _{t+1}	1,62	1,62	1,62	1,62	1,62	1,61	1,61	1,60	1,60	1,60	1,60
= Netto driftseiendeler _t	3 246 496	3 321 166	3 409 509	3 511 794	3 627 683	3 776 776	3 943 330	4 118 151	4 282 877	4 454 192	4 632 360

Netto driftseiendeler vil endre seg i takt med omløpet til netto driftseiendeler, som dermed blir verdidriveren som skal budsjetteres. Størrelsen viser effektiviteten i bruken av netto driftseiendeler. Omløpet er gitt for budsjettpunkt 1, da driftsinntekter for 2010 og netto driftseiendeler for 2009 allerede er beregnet. Verdidriveren forventes å øke fra 1,58 til 1,62 i budsjettpunkt 2, som en konsekvens av det interne effektivitetsprogrammet i konsernet. Jeg forventer videre at den økte effektiviteten vil opprettholdes på kort sikt frem til neste budsjettpunkt. Deretter vil den synke igjen til 1,60 ved budsjettpunkt T.

10.2.3 Netto driftsresultat

		2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
	Driftsinntekter _t	5 156 200	5 259 324	5 380 288	5 523 404	5 689 106	5 876 847	6 091 939	6 335 617	6 589 042	6 852 603	7 126 707
*	Netto driftsmargin _t	0,045	0,047	0,048	0,048	0,049	0,047	0,044	0,042	0,042	0,042	0,042
=	Netto driftsresultat_t	232 029	247 188	256 460	266 780	278 766	274 253	270 076	266 096	276 740	287 809	299 322

Verdidriveren til netto driftsresultat er netto driftsmargin. Netto driftsmargin i 2009 er beregnet til 0,042. Jeg forventer at det treårige kostnadseffektiviseringsprogrammet vil medføre noe økt driftsmargin i noen år fremover. Effekten på netto driftsmargin begrenses imidlertid av blant annet økte råvarekostnader og få muligheter til å velte hele kostnadsøkningen over på kundene.

Driftsmarginen øker derfor til 0,045 i 2010 og til 0,047 i 2011. Ved budsjettpunkt M setter jeg marginen noe høyere, til 0,049. Jeg antar videre at økt konkurranse fra globale matvareprodusenter i fremtiden vil legge press på driftsmarginen. Dette presset forsterkes ytterligere som følge av økte råvarekostnader og prispress fra kundene. Netto driftsmargin vil derfor konvergere mot 0,042 mot horisonten.

10.2.4 Netto finansiell gjeld

		2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
	Netto driftseiendeler _t	3 246 496	3 321 166	3 409 509	3 511 794	3 627 683	3 776 776	3 943 330	4 118 151	4 282 877	4 454 192	4 632 360
*	Finansiell gjeldsandel _t	0,440	0,430	0,423	0,417	0,410	0,413	0,417	0,420	0,420	0,420	0,420
=	Finansiell gjeld_t	1 428 458	1 428 101	1 442 222	1 463 248	1 487 350	1 559 808	1 643 054	1 729 623	1 798 808	1 870 761	1 945 591
	Netto driftseiendeler _t	3 246 496	3 321 166	3 409 509	3 511 794	3 627 683	3 776 776	3 943 330	4 118 151	4 282 877	4 454 192	4 632 360
*	Finansiell eiendelsandel _t	0,070	0,090	0,094	0,097	0,100	0,097	0,094	0,090	0,090	0,090	0,090
=	Finansielle eiendeler_t	227 255	298 905	320 494	340 644	362 768	366 347	370 673	370 634	385 459	400 877	416 912
=	Netto finansiell gjeld_t	1 201 204	1 129 196	1 121 728	1 122 604	1 124 582	1 193 461	1 272 381	1 358 990	1 413 349	1 469 883	1 528 679

Kapitalstrukturen til et selskap er normalt rimelig stabil over tid. Jeg antar derfor at netto finansiell gjeldsandel vil være relativt stabil fremover. Da netto finansiell gjeld består av finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler, er det disse postene som må budsjetteres.

Det er rimelig å anta at selskaper med høy finansiell gjeldsandel vil ønske å redusere gjelden, mens selskaper med lite gjeld ofte kan tjene på å øke gjelden. Rieber & Søn har en relativt høy finansiell gjeldsandel i forhold til finansiell eiendelsandel. Finansiell gjeldsandel har økt de siste årene, hovedsakelig på grunn av hyppig oppkjøpsvirksomhet. Oppkjøp vil imidlertid være på et mye

lavere nivå i årene fremover. Gjeldsandelen vil dermed synke. Når konsernet når ”steady state” antas det også at det ikke vil være nødvendig å bruke like mye finansiell gjeld som idag og gjeldsnivået vil stabilisere seg på et nivå noe under dagens nivå på 45%. Finansiell gjeldsdel blir dermed 44% i 2010, 43% i 2011, 41% i M og 42% ved T.

Finansiell eiendelsdel har hatt en motsatt utvikling av gjeldsandelen og er sterk redusert fra begynnelsen av analyseperioden i 2004. Den har falt fra ca. 11% i 2004 til 6% i 2009T. Dette skyldes trolig at en del av overskuddslikviditeten er blitt brukt til å finansiere oppkjøp og vekst. Jeg antar derfor at denne trenden vil snu, slik at finansiell eiendelsdel vil styrkes gjennom budsjettperioden, for så å stabilisere seg på budsjettthorisonen. Finansiell eiendelsdel blir dermed 7% i 2010, 9% i 2011, 10% i M og 9% ved T.

10.2.5 Netto finanskostnad

		2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
	Finansiell gjeld _{t-1}	1 350 429	1 428 458	1 428 101	1 442 222	1 463 248	1 487 350	1 559 808	1 643 054	1 729 623	1 798 808	1 870 761
*	Finansiell gjeldsrente _t	0,031	0,041	0,052	0,050	0,049	0,047	0,045	0,043	0,043	0,043	0,043
=	Netto finanskostnad_t	41 902	59 071	74 092	72 469	71 129	69 890	70 492	71 280	75 035	78 037	81 158
	Finansielle eiendeler _{t-1}	180 349	227 255	298 905	320 494	340 644	362 768	366 347	370 673	370 634	385 459	400 877
*	Finansiell eiendelsrentabilitet _t	0,028	0,036	0,044	0,043	0,042	0,041	0,041	0,040	0,040	0,040	0,040
=	Netto finansinntekt_t	5 033	8 142	13 079	13 781	14 389	15 049	14 919	14 813	14 812	15 404	16 020
=	Netto fin.kostn – netto fin.innt	36 870	50 928	61 012	58 688	56 740	54 842	55 573	56 466	60 223	62 632	65 138

Netto finanskostnad budsjetteres ved hjelp av verdidriverne finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet. Dersom kapitalmarkedet er velfungerende og netto finansiell gjeld er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, er det rimelig å anta at de to verdidriverne har lik verdi i budsjettperioden. Det er rimelig å anta at disse betingelsene er noenlunde oppfylt for Rieber & Søn. Dermed vil ikke finansielle eiendeler og gjeld skape merverdier. Jeg kan da sette netto finansiell gjeldsrente, og dermed finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet, lik kravet år for år i budsjettperioden. For beregning av krav se kapittel 11.3.

10.2.6 Presentasjon av fremtidsregnskap

Etter å ha beregnet de nødvendige verdidriverne kan jeg nå presentere det komplette fremtidsregnskapet. Egenkapital og netto betalt utbytte finnes som en residual.

Fremtidsresultat

	2009T	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Driftsinntekter	5 259 324	5 156 200	5 259 324	5 380 288	5 523 404	5 689 106	5 876 847	6 091 939	6 335 617	6 589 042	6 852 603	7 126 707
Netto driftsresultat	251 392	232 029	247 188	256 460	266 780	278 766	274 253	270 076	266 096	276 740	287 809	299 322
+ Netto finansinntekter	14 400	5 033	8 142	13 079	13 781	14 389	15 049	14 919	14 813	14 812	15 404	16 020
= Nettoresultat til sysk. kap.	265 792	237 062	255 331	269 540	280 561	293 155	289 301	284 995	280 909	291 552	303 214	315 342
- Netto finanskostnad	69 120	41 902	59 071	74 092	72 469	71 129	69 890	70 492	71 280	75 035	78 037	81 158
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Nettoresultat til egenkap.	196 672	195 159	196 260	195 448	208 093	222 027	219 411	214 503	209 630	216 516	225 177	234 184
+ Unormalt netto driftsresultat	-262 796	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	-66 124	195 159	196 260	195 448	208 093	222 027	219 411	214 503	209 630	216 516	225 177	234 184
- Netto betalt utbytte	96 000	-7 289	49 583	99 637	106 683	108 116	139 198	126 869	121 417	106 150	110 396	114 812
= Endring EK	-162 124	202 448	146 677	95 811	101 410	113 911	80 213	87 634	88 212	110 366	114 781	119 372

Fremtidsbalanse

	2009T	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Netto driftseiendeler	3 012 924	3 246 496	3 321 166	3 409 509	3 511 794	3 627 683	3 776 776	3 943 330	4 118 151	4 282 877	4 454 192	4 632 360
+ Finansielle eiendeler	180 349	227 255	298 905	320 494	340 644	362 768	366 347	370 673	370 634	385 459	400 877	416 912
= Sysseleatte eiendeler	3 193 273	3 473 751	3 620 071	3 730 003	3 852 438	3 990 452	4 143 123	4 314 003	4 488 785	4 668 336	4 855 069	5 049 272
Egenkapital	1 842 844	2 045 293	2 191 969	2 287 780	2 389 190	2 503 101	2 583 315	2 670 949	2 759 161	2 869 528	2 984 309	3 103 681
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	1 350 429	1 428 458	1 428 101	1 442 222	1 463 248	1 487 350	1 559 808	1 643 054	1 729 623	1 798 808	1 870 761	1 945 591
= Sysseleatt kapital	3 193 273	3 473 751	3 620 071	3 730 003	3 852 438	3 990 452	4 143 123	4 314 003	4 488 785	4 668 336	4 855 070	5 049 272

Fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen

	2009T	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020
Netto driftsresultat	251 392	232 029	247 188	256 460	266 780	278 766	274 253	270 076	266 096	276 740	287 809	299 322
+ Unormalt netto driftsresultat	-262 796	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	-201 630	233 572	74 669	88 343	102 285	115 889	149 093	166 554	174 821	164 726	171 315	178 168
= Fri kontantstrøm fra drift	190 226	-1 543	172 519	168 118	164 495	162 877	125 160	103 522	91 275	112 014	116 494	121 154
+ Netto finansinntekt	14 400	5 033	8 142	13 079	13 781	14 389	15 049	14 919	14 813	14 812	15 404	16 020
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	-1 999	46 906	71 650	21 589	20 150	22 124	3 579	4 326	-39	14 825	15 418	16 035
= Fri kontantstrøm fra sysk. kap.	206 625	-43 416	109 011	159 608	158 126	155 142	136 630	114 115	106 128	112 000	116 480	121 139
- Netto finanskostnad	-69 120	41 902	59 071	74 092	72 469	71 129	69 890	70 492	71 280	75 035	78 037	81 158
+ Endring i finansiell gjeld	-41 236	78 029	-357	14 121	21 025	24 102	72 458	83 246	86 569	69 185	71 952	74 830
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fri kontantstrøm til EK	96 269	-7 289	49 583	99 637	106 683	108 116	139 198	126 869	121 417	106 150	110 396	114 812

	2009T	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	.....
Netto driftsresultat	251 392	232 029	247 188	256 460	266 780	278 766	274 253	270 076	266 096	276 740	287 809	299 322
+ Unormalt netto driftsresultat	-262 796	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	-201 630	233 572	74 669	88 343	102 285	115 889	149 093	166 554	174 821	164 726	171 315	178 168
= Fri kontantstrøm fra drift	190 226	-1 543	172 519	168 118	164 495	162 877	125 160	103 522	91 275	112 014	116 494	121 154
- Netto finanskostnad	-69 120	41 951	59 205	74 363	72 861	71 655	70 566	71 290	72 206	76 011	79 051	82 213
+ Endring i finansiell gjeld	-41 236	78 029	-357	14 121	21 025	24 102	72 458	83 246	86 569	69 185	71 952	74 830
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	79 870	34 535	112 957	107 876	112 659	115 325	127 053	115 478	105 638	105 188	109 395	113 771

11. Fremtidskrav

I kapittel 7 estimerte jeg historiske avkastningskrav, som ble brukt som målestokk for historisk rentabilitet. I dette kapittelet vil jeg beregne avkastningskrav fremover i tid. Disse skal brukes som diskonteringsrente i nåverdiberegningene i neste kapittel. For å kunne verdsette de ulike kapitalene må jeg beregne de tilhørende kapitalkravene.

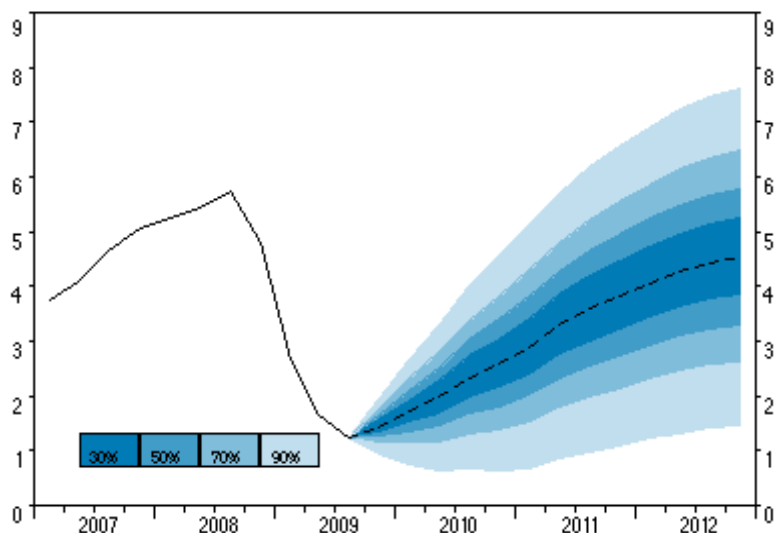
Fremgangsmåten ved beregningen er stort sett den samme som tidligere. Den eneste forskjellen er at vektingen av de ulike kapitalene nå skjer på basis av inngående kapital, i stedet for gjennomsnittlig kapital. Avkastningskravet må fremskrives over budsjettperioden fra 1 til budsjetthorisonten T og så etter T.

11.1 Egenkapitalkrav

Det fremoverskuende egenkapitalkravet beregnes etter samme formel som i kapittel 7, men fratrukket utbytteskatt. Kravet avhenger nå av risikofri rente etter skatt, egenkapitalbeta, risikopremie etter skatt, illikviditetspremie og utbytteskatt.

Den risikofrie renten har de siste månedene vært på et historisk lavt nivå, men er nå begynt å øke igjen. Den 30.juni 2009 var 3-måneders NIBOR 2,0%. Det er rimelig å anta at den risikofrie renten vil endre seg i takt med styringsrenten. For å anslå rentebanen de neste årene tar jeg derfor utgangspunkt i Norges Bank sitt anslag på utviklingen i styringsrenten frem til 2012⁴⁸. Deretter antar jeg at renten vil returnere lineært til det historiske gjennomsnittet. Som mål på dette bruker jeg renten på 10-årige statsobligasjoner. Jeg trenger derfor ikke å trekke fra en risikopremie fra den risikofrie renten, slik jeg gjorde ved beregning av historiske avkastningskrav.

48 Se figur 11.1, kilde Norges Bank



Figur 11.1: Styringsrenten i prosent de siste to årene og anslag fremover fra siste Pengepolitisk rapport⁴⁹.

Som mål på markedets risikopremie bruker jeg gjennomsnittlig realisert risikopremie etter skatt på Oslo Børs fra 1958-2009. Gjennomsnittet trimmes ved å fjerne de 10% høyeste og 10% laveste årene. Risikopremien settes dermed til 5,0% i budsjettperioden.

Da det er lite som tyder på at aksjens likviditet vil bedre seg i årene fremover har jeg også her valgt å legge til en liten illikviditetspremie. Illikviditetspremien settes lik premien i analyseperioden, altså 1%.

Utbytteskattesatsen for personlige aksjonærer er 28% for utbytte som overstiger skjermingsgrunnlaget. Utbytte er skattefritt for norske selskaper. I tillegg driver mange personlige aksjonærer med utstrakt skattetilpasning for å unngå utbytteskatt. Den reelle skattesatsen på utbytte er derfor mye lavere enn 28%. Knivsflå (2009) antar at effektiv skattesats for en marginal investor i "steady state" er på ca.3%. Jeg har valgt å bruke denne som effektiv utbytteskattesats.

Egenkapitalbetaen for 2009T ble beregnet til 0,528. Betaen i budsjettperioden er beregnet indirekte ved hjelp av netto driftsbeta og antakelsen om en finansiell gjeldsbeta lik 0. For utregning se kapittel 11.2.

Jeg får dermed følgende egenkapitalkrav i budsjettperioden.

⁴⁹ http://www.norges-bank.no/templates/article____48208.aspx

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Risikofri rente	0,020	0,030	0,040	0,050	0,048	0,046	0,044	0,043	0,041	0,041	0,041	0,041
- Risikopremie, 10% av NIBOR	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Risikofri rente før skatt	0,018	0,030	0,040	0,050	0,048	0,046	0,044	0,043	0,041	0,041	0,041	0,041
- 28% skatt	0,005	0,008	0,011	0,014	0,013	0,013	0,012	0,012	0,011	0,011	0,011	0,011
= Risikofri rente etter skatt	0,013	0,022	0,029	0,036	0,035	0,033	0,032	0,031	0,029	0,029	0,029	0,029
+ Egenkapitalbeta	0,528	0,547	0,531	0,507	0,499	0,492	0,485	0,489	0,494	0,500	0,500	0,500
* Risikopremie etter skatt	0,045	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav før eus	0,037	0,059	0,065	0,071	0,070	0,068	0,066	0,065	0,064	0,064	0,064	0,064
/ 1 – effektiv utbytteskatt	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970	0,970
= Egenkapitalkrav	0,038	0,061	0,067	0,074	0,072	0,070	0,068	0,067	0,066	0,066	0,066	0,066

11.2 Krav til netto driftskapital

For å kunne diskontere kontantstrømmene til netto driftskapital i neste kapittel, trenger vi det tilhørende kravet. Dette finnes ved å vekte kravene til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Da Rieber & Søn ikke oppgir noen informasjon om minoritetseiere, settes minoritetsinteressene også nå til 0.

Kravet til netto finansiell gjeld finnes ved å vekte kravene til finansielle eiendeler og finansiell gjeld. For å kunne beregne finansielt gjeldskrav må jeg først finne finansiell gjeldsbeta og kredittrisikopremien. Beta til netto finansiell gjeld forutsettes som tidligere nevnt lik 0. Finansiell gjeldsbeta kan dermed finnes ved å multiplisere finansiell eiendelsbeta med finansiell eiendelsvekt. Finansiell eiendelsbeta finnes ved å vekte betaene til kontanter, fordringer og investeringer. Det er vanlig å forutsette at kontantbeta og fordringsbeta i budsjettperioden er lik 0, mens investeringsbetaen er lik 1. Jeg lar vektingen gå mot gjennomsnittet i analyseperioden, og forutsetter dermed en lineær økning i investeringer, og en tilsvarende reduksjon i kontanter mot horisonten. Vektingen av kontanter, fordringer og investeringer blir på horisonten hhv. 70%, 5% og 25%.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt	0,851	0,832	0,813	0,794	0,775	0,756	0,738	0,719	0,700	0,700	0,700	0,700
+ Fordringsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* Fordringsvekt	0,044	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,048	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
* Investeringsvekt	0,105	0,124	0,142	0,160	0,178	0,196	0,214	0,232	0,250	0,250	0,250	0,250
= Finansiell eiendelsbeta	0,105	0,124	0,142	0,160	0,178	0,196	0,214	0,232	0,250	0,250	0,250	0,250

Jeg kan nå beregne finansiell gjeldsbeta ved vekting av kravene til finansiell eiendelsbeta og netto driftsbeta.

		2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
	Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,017	0,023	0,033	0,039	0,046	0,052	0,054	0,056	0,056	0,056	0,056
*	Finansiell gjeldsvekt	1,151	1,154	1,189	1,265	1,286	1,303	1,323	1,307	1,291	1,291	1,291	1,291
-	Finansiell eiendelsbeta	0,105	0,124	0,142	0,160	0,178	0,196	0,214	0,232	0,250	0,250	0,250	0,250
*	Finansiell eiendelsvekt	0,151	0,154	0,189	0,265	0,286	0,303	0,323	0,307	0,291	0,291	0,291	0,291
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

For å finne kravet til finansielle eiendeler må jeg først gjøre en antakelse om kredittrisikopremien på grunn av kredittrisikoen til fordringene. Jeg forutsetter at fordringene er gjennomsnittlig risikofylte. Dette gir en kredittrating på BBB, slik at kredittrisikopremien blir 40% av risikofri rente.

		2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
	Risikofri rente	0,013	0,022	0,029	0,036	0,035	0,033	0,032	0,031	0,029	0,029	0,029	0,029
+	Finansiell eiendelsbeta	0,105	0,124	0,142	0,160	0,178	0,196	0,214	0,232	0,250	0,250	0,250	0,250
*	Markedets risikopremie	0,045	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+	Kredittrisikopremie	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
=	Finansielt eiendelskrav	0,018	0,028	0,036	0,045	0,044	0,044	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042
	Fordringsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	Risikofri rente	0,013	0,022	0,029	0,036	0,035	0,033	0,032	0,031	0,029	0,029	0,029	0,029
*	Kredittrisikofaktor	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
=	Kredittrisikopremie BBB	0,005	0,009	0,012	0,014	0,014	0,013	0,013	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
*	Fordringsvekt	0,044	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,048	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050
=	Kredittrisikopremie	0,0002	0,0004	0,0005	0,0007	0,0007	0,0006	0,0006	0,0006	0,0006	0,0006	0,0006	0,0006

Når jeg nå skal finne kravet til finansiell gjeld trenger jeg en ny kredittrisikopremie. Denne finnes ved å beregne en syntetisk rating for konsernet. Den syntetiske ratingen baseres nå på to forholdstall, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Egenkapitalprosenten må nå regnes med sysselsatt kapital som kapitalbase. Dette medfører at egenkapitalprosentratingen er for høy. Derfor er det hensiktsmessig å runde ned i ratingen. Tabellen under viser at gjennomsnittsratingen er BBB for alle årene i budsjettperioden. Det gir en kredittrisikofaktor på 40% av risikofri rente.

		2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
	Netto driftsrentabilitet	0,072	0,071	0,074	0,075	0,076	0,077	0,073	0,068	0,065	0,065	0,065	0,065
	Egenkapitalprosent	0,577	0,589	0,606	0,613	0,620	0,627	0,624	0,619	0,615	0,615	0,615	0,615
→	Netto driftsrentabilitetsrating	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BB	BB
	Egenkapitalprosentrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	Gjennomsnittsrating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
	Kreditrisikofaktor	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400	0,400
*	Risikofri rente	0,013	0,022	0,029	0,036	0,035	0,033	0,032	0,031	0,029	0,029	0,029	0,029
=	Kreditrisikopremie	0,0051	0,0086	0,0115	0,0144	0,0139	0,0133	0,0128	0,0123	0,0118	0,0118	0,0118	0,0118

Jeg har nå alle tallene jeg trenger for å regne ut kravet til finansiell gjeld. Jeg finner deretter kravet til netto finansiell gjeld ved å vekte kravene til finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

		2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
	Risikofri rente	0,013	0,022	0,029	0,036	0,035	0,033	0,032	0,031	0,029	0,029	0,029	0,029
+	Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,017	0,023	0,033	0,039	0,046	0,052	0,054	0,056	0,056	0,056	0,056
*	Markedets risikopremie	0,045	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+	Kreditrisikopremie	0,005	0,009	0,012	0,014	0,014	0,013	0,013	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
=	Finansielt gjeldskrav	0,018	0,031	0,041	0,052	0,051	0,049	0,047	0,046	0,044	0,044	0,044	0,044

		2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
	Finansielt gjeldskrav	0,018	0,031	0,041	0,052	0,051	0,049	0,047	0,046	0,044	0,044	0,044	0,044
*	Finansiell gjeldsvekt	1,151	1,154	1,189	1,265	1,286	1,303	1,323	1,307	1,291	1,291	1,291	1,291
-	Finansielt eiendelskrav	0,018	0,028	0,036	0,045	0,044	0,044	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042
*	Finansiell eiendelsvekt	0,151	0,154	0,189	0,265	0,286	0,303	0,323	0,307	0,291	0,291	0,291	0,291
=	Netto finansielt gjeldskrav	0,019	0,032	0,042	0,054	0,052	0,051	0,049	0,047	0,044	0,044	0,044	0,044

Det vektete snittet av kravene til egenkapital og netto finansiell gjeld utgjør kravet til netto driftskapital. Jeg mangler egenkapitalbeta og netto driftsbeta. Jeg må derfor beregne netto driftsbeta og deretter finne egenkapitalbetaen som en residual.

		2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
	Egenkapitalbeta	0,537	0,547	0,531	0,507	0,499	0,492	0,485	0,489	0,494	0,500	0,500	0,500
*	Egenkapitalvekt	0,624	0,612	0,630	0,660	0,671	0,680	0,690	0,684	0,677	0,670	0,670	0,670
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
*	Netto finansiell gjeldsvekt	0,376	0,388	0,370	0,340	0,329	0,320	0,310	0,316	0,323	0,330	0,330	0,330
=	Netto driftsbeta	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335	0,335

Jeg har nå alle tallene jeg trenger for å finne kravet til netto driftskapital.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Egenkapitalkrav	0,038	0,061	0,067	0,074	0,072	0,070	0,068	0,067	0,066	0,066	0,066	0,066
* Egenkapitalvekt	0,624	0,612	0,630	0,660	0,671	0,680	0,690	0,684	0,677	0,670	0,670	0,670
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,019	0,032	0,042	0,054	0,052	0,051	0,049	0,047	0,044	0,044	0,044	0,044
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,376	0,388	0,370	0,340	0,329	0,320	0,310	0,316	0,323	0,330	0,330	0,330
= Netto driftskrav	0,030	0,049	0,058	0,067	0,065	0,064	0,062	0,061	0,059	0,059	0,059	0,059

11.3 Krav til sysselsatt kapital

Kravet til sysselsatt kapital er et vektet avkastningskrav mellom egenkapitalen, minoritetsinteressene og finansiell gjeld. Det kan alternativt finnes ved vekting av netto driftskrav og finansielt eiendelskrav. Jeg velger å utføre beregningen på sistnevnte måte.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Netto driftskrav	0,030	0,049	0,058	0,067	0,065	0,064	0,062	0,061	0,059	0,059	0,059	0,059
* Netto driftseiendelsvekt	0,946	0,944	0,935	0,917	0,914	0,912	0,909	0,912	0,914	0,917	0,917	0,917
+ Finansielt eiendelskrav	0,018	0,028	0,036	0,045	0,044	0,044	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042
* Finansiell eiendelsvekt	0,054	0,056	0,083	0,086	0,088	0,091	0,088	0,086	0,083	0,083	0,083	0,083
= Sysselsatt kapitalkrav	0,030	0,048	0,057	0,065	0,064	0,062	0,060	0,059	0,058	0,058	0,058	0,058

11.5 Krav til driftsegenkapitalen

Driftsegenkapitalen er egenkapitalen dersom finansielle eiendeler hadde blitt betalt tilbake til konsernets eiere. Kravet til driftsegenkapitalen finnes dermed ved å trekke fra kravet til finansielle eiendeler fra kravet til egenkapitalen.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Egenkapitalkrav	0,038	0,061	0,067	0,074	0,072	0,070	0,068	0,067	0,066	0,066	0,066	0,066
* Egenkapitalvekt	1,100	1,108	1,125	1,158	1,163	1,166	1,169	1,165	1,161	1,155	1,155	1,155
- Finansielt eiendelskrav	0,018	0,028	0,036	0,045	0,044	0,044	0,043	0,043	0,042	0,042	0,042	0,042
* Finansiell eiendelsvekt	0,100	0,108	0,125	0,158	0,163	0,166	0,169	0,165	0,161	0,155	0,155	0,155
= Krav til driftsegenkapitalen	0,040	0,064	0,071	0,078	0,076	0,074	0,073	0,071	0,070	0,070	0,070	0,070

12. Fundamental verdsettelse

Det er nå klart for selve verdsettelsen. Som diskutert i kapittel 3 vil jeg bruke fundamental verdsettelse som modell for verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen baseres på det utarbeidede fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Jeg verdsetter egenkapitalen direkte ved bruk

av egenkapitalmetoden, og indirekte gjennom selskapskapitalmetoden. Innenfor hver av metodene vil jeg bruke flere modeller som er ekvivalente. De ulike modellene skal gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Ved alle modellene jeg bruker forutsettes en konstant vekst på horisonten lik driftsinntektsveksten på 4%.

12.1 Egenkapitalmetoden

Modellene innen egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte. Jeg vil bruke tre forskjellige egenkapitalmetoder. Utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen og superprofittmodellen. De to førstnevnte modellene er i praksis like og gjennomføres derfor i ett. Diskonteringsrente ved egenkapitalmetoden er egenkapitalkravet.

12.1.1 NBU/FKE⁵⁰-modellen

Siden den fremtidige frie kontantstrømmen til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte, vil disse to modellene i prinsippet være like. Jeg velger derfor å kun bruke FKE-modellen. Utgangspunktet for denne modellen er at verdien av egenkapitalen er lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen. Fri kontantstrøm til egenkapitalen må derfor diskonteres med den tilhørende diskonteringsfaktoren. Beregningen av verdiestimatet fremgår av tabellen under.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Fri kontantstrøm til egenkapitalen		-7 291	49 580	99 633	106 679	108 113	139 196	126 868	121 417	106 101	110 345	114 759
/ Diskonteringsfaktor		1,061	1,132	1,216	1,303	1,394	1,489	1,589	1,694	1,807		
= Nåverdi fra 2010 til 2018	581 965	-6 873	43 788	81 963	81 883	77 550	93 460	79 819	71 656	58 720		
+ Nåverdi horisontverdi	2 317 555							Horisontverdi		4 187 556		
= Verdi av egenkapitalen	2 899 520											
/ Antall utestående aksjer	76 440											
= Verdiestimat	37,9											

12.1.2 SPE-modellen

Egenkapitalverdien finnes i denne modellen som balanseført verdi av egenkapital i dag, pluss nåverdien av fremtidige superprofitter til egenkapitalen.

50 Notasjonen i kapittel 12 er forklart i vedlegg 1

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Balansført egenkapital	1 842 844											
Superprofitt til egenkapitalen		83 128	58 420	34 181	43 883	54 645	48 358	40 931	33 155	33 395	34 731	36 120
/ Diskonteringsfaktor		1,061	1,132	1,216	1,303	1,394	1,489	1,589	1,694	1,807		
= Nåverdi fra 2010 til 2018	327 227	78 364	51 595	28 119	33 683	39 197	32 469	25 752	19 567	18 482		
+ Nåverdi horisontverdi	729 448							Horisontverdi		1 318 029		
= Verdi av egenkapitalen	2 899 519											
/ Antall utestående aksjer	76 440											
= Verdiestimat	37,9											

12.1.3 Oppsummering av egenkapitalmetoden

Modellene i egenkapitalmetoden gav samme verdiestimat. Første verdiestimat ble 2,90 milliarder NOK. Dette gir et første verdiestimat på kroner 37,9 kroner per aksje.

12.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden innebærer en indirekte verdsettelse av egenkapitalen. Verdsettelsen foregår i to steg. Først beregnes verdien av totalkapitalen. Deretter finnes egenkapitalverdien ved å trekke fra verdien av gjeld og eventuelle minoritetsinteresser. Diskonteringsrente i selskapskapitalmetoden er netto driftskravet.

Jeg har her valgt å verdsette egenkapitalen gjennom netto driftskapitalmetoden. Netto driftskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen ved å verdsette netto driftskapital og deretter trekke fra verdien av netto driftskapital og minoritetsinteresser. Her bruker jeg tilsvarende modeller som ved egenkapitalmetoden; fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

12.2.1 FKD-modellen

Denne modellen verdsetter netto driftskapital som nåverdien av de frie kontantstrømmene fra drift i budsjettperioden pluss nåverdien av horisontleddet. Egenkapitalverdien finnes deretter ved å trekke fra verdiene av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Fri kontantstrøm fra drift		-1 543	172 519	168 118	164 495	162 877	125 160	103 522	91 275	112 014	116 494	121 154
/ Diskonteringsfaktor		1,049	1,110	1,185	1,262	1,343	1,426	1,513	1,602	1,697		
= Nåverdi fra 2010 til 2018	826 557	-1 470	155 361	141 900	130 323	121 300	87 747	68 425	56 965	66 007		
+ Nåverdi horisontverdi	3 594 146							Horisontverdi		6 099 228		
= Verdi av netto driftskapital	4 420 704											
- Netto finansiell gjeld	1 170 080											
- Minoritetsinteresser	0											
= Verdi av egenkapitalen	3 250 624											
/ Antall utestående aksjer	76 440											
= Verdiestimat	42,5											

12.2.2 SPD-modellen

Verdien av netto driftskapital beregnes her på en annen måte enn i den forrige modellen. Verdien er her den balanseførte verdien av netto driftskapital pluss nåverdien av fremtidige superprofitter fra netto driftskapital. Når jeg trekker fra verdi av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser finner jeg egenkapitalverdien.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Balanseført netto driftskapital	3 012 924											
Superprofitt fra netto driftskapital		83 128	58 420	34 181	43 883	54 645	48 358	40 931	33 155	33 358	34 692	36 080
/ Diskonteringsfaktor		1,049	1,110	1,185	1,262	1,343	1,426	1,513	1,602	1,697		
= Nåverdi fra 2010 til 2018	337 442	79 213	52 610	28 850	34 767	40 696	33 903	27 054	20 692	19 657		
+ Nåverdi horisontverdi	1 070 337							Horisontverdi		1 816 351		
= Verdi av netto driftskapital	4 420 703											
- Netto finansiell gjeld	1 170 080											
- Minoritetsinteresser	0											
= Verdi av egenkapitalen	3 250 623											
/ Antall utestående aksjer	76 440											
= Verdiestimat	42,5											

12.2.3 Oppsummering av netto driftskapitalmetoden

Modellene i netto driftskapitalmetoden gav samme verdiestimat. Første verdiestimat ble 3,25 milliarder NOK. Dette gir et verdiestimat på 42,5 kroner per aksje.

12.3 Driftsegenkapitalmetoden

Driftskapitalmetoden brukes som et supplement til fri kontantstrøm fra egenkapitalmetoden.

Driftsegenkapitalen er egenkapitalen dersom finansielle eiendeler hadde blitt gitt tilbake til eierne.

Egenkapitalen verdsettes dermed indirekte ved å først verdsette driftsegenkapitalen og så legge til verdien av finansielle eiendeler. Driftsegenkapitalen verdsettes som nåverdien av de frie kontantstrømmene til egenkapitalen fra drift pluss verdien av horisontleddet. Diskonteringsrente er driftsegenkapitalkravet.

	2009T	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	.....
Fri kontantstrøm til EK fra drift		34 535	112 957	107 876	112 659	115 325	127 053	115 477	105 638	105 188	109 395	
/ Diskonteringsfaktor		1,064	1,140	1,229	1,323	1,421	1,525	1,633	1,747	1,870		
= Nåverdi fra 2010 til 2018	656 308	32 448	99 069	87 756	85 153	81 129	83 332	70 705	60 457	56 258		
+ Nåverdi horisontverdi	1 946 554							Horisontverdi		3 639 560		
= Verdi av driftsegenkapitalen	2 602 861											
+ Finansielle eiendeler	0											
= Verdi av egenkapitalen	2 602 861											
/ Antall utestående aksjer	76 440											
= Verdiestimat	34,1											

12.3.1 Oppsummering av driftsegenkapitalmetoden

Driftsegenkapitalmetoden gav et verdiestimat på 2,60 milliarder NOK. Dette gir et kursestimat på 34,1 kroner per aksje.

12.4 Oppsummering verdiestimat

De tre fundamentale verdsettelsesmetodene gav tre ulike verdiestimat på aksjeprisen til Rieber & Søn. De tre verdiestimatene er oppsummert i tabellen under.

	FK-modell	SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	37,9	37,9	37,9
NDK-metode	42,5	42,5	42,5
DEK-metoden	34,1	34,1	34,1
Gjennomsnitt	38,2	38,2	38,2

Et gjennomsnitt av resultatene fra de tre verdsettelsesmetodene gir et første verdiestimat per 31.12.09 på 2,92 milliarder. Dette gir et første verdiestimat på aksjeprisen per 31.12.09 på 38,2 kroner per aksje.

De forskjellige verdsettelsesmetodene skal i utgangspunktet gi samme verdiestimat. Årsaken til at de likevel avviker endel her, er at jeg brukte balanseførte verdier i stedet for markedsverdier ved vektingen i beregningen av avkastningkravene. For å få mer konsistente verdiestimat fra de tre

metodene vil jeg derfor i neste kapittel bruke det første verdiestimatet til å oppdatere vektingen i avkastningskravene.

12.5 Konvergens i verdiestimatet

Den fundamentale verdsettelsen har foreløpig gitt tre ulike verdiestimat på egenkapitalen. For å få bedre samsvar mellom resultatene fra de ulike verdsettelsesmetodene må jeg oppdatere vektene i avkastningskravene, slik at vektingen skjer til virkelige verdier. Dette gjennomføres ved å finne et estimat på de virkelige verdiene i balansen, for så å sekvensielt oppdatere vektene i avkastningskravene mot virkelige verdier. Utgangspunktet for de virkelige verdiene i balansen er estimatet på verdien av egenkapitalen fra kapittel 12.4.

Ved å foreta en slik sekvensiell oppdatering vil de tre metodene konvergere mot et felles verdiestimat. Oppdateringen av vektene gjennomføres i fem steg, som må gjentas helt til metodene konvergerer mot en felles verdi. De fem stegene i den første oppdateringen foretas slik⁵¹:

1. Egenkapitalen i 2009T settes lik det første verdiestimatet på 2 917 688.
2. Verdien av netto driftskapital i 2009T er 4 087 748, og er lik balanseført verdi på 3 012 924 pluss merverdien i egenkapitalen på 1 074 824 (= 2 917 668 – 1 842 844).
3. Netto driftsresultat i 2010 er netto driftskravet multiplisert med inngående netto driftskapital, dvs $0,049 * 4\,087\,748 = 202\,097$
Endring i netto driftseiendeler i 2010 er netto driftsresultat minus fri kontantstrøm fra drift, dvs $202\,097 - (-1543) = 203\,640$.
4. Netto driftseiendeler i 2010 er inngående verdi minus endring i netto driftseiendeler, dvs $4\,087\,748 - (-203\,640) = 4\,291\,388$
5. Egenkapital i 2010 er balanseført egenkapital pluss merverdien i netto driftseiendeler, dvs $2\,045\,293 + (4\,291\,388 - 3\,246\,496) = 3\,090\,184$.

Jeg gjennomførte disse fem stegene i alle årene i fremtidsregnskapet, og oppdaterte deretter vektene og avkastningskravene på grunnlag av det oppdaterte fremtidsregnskapet. Dette gav tre nye

51 Knivsfå (2006)

verdiestimat på egenkapitalen. Jeg brukte deretter det nye verdiestimatet til å gjennomføre de fem stegene på nytt. Denne prosessen ble gjentatt syv ganger. Resultatene fra konvergeringsprosessen vises i tabellen under.

	0	1	2	3	4	5	6	7
EK-metode	37,932	42,154	43,443	43,773	43,785	43,787	43,788	43,788
NDK-metode	42,525	43,372	43,641	43,771	43,713	43,714	43,714	43,714
DEK-metode	34,051	42,014	43,569	43,969	43,983	43,986	43,987	43,987
Gjennomsnitt	38,169	42,513	43,551	43,838	43,827	43,829	43,830	43,830

Tabellen viser at konvergeringsprosessen har gitt mye større samsvar mellom verdiestimatene fra de tre verdsettelsesmodellene. Allerede etter to ganger nærmer metodene seg mot et felles verdiestimat på ca 43,5 kroner per aksje. Etter syv ganger er det gjennomsnittlige verdiestimatet på 43,830 kroner per aksje. Det nye verdiestimatet er dermed 5,63 kroner høyere per aksje enn det første verdiestimatet.

12.6 Oppsummering av fundamentalt verdiestimat

Det endelige verdiestimatet på Rieber & Søn aksjen per 31.12.09 ble kroner 43,83 per aksje. For å finne verdien av egenkapitalen på verdsettingstidspunktet 31.06.2009, diskonteres verdiestimatet med egenkapitalkravet for 2009T. Jeg får da et endelig verdiestimat på $43,03^{52}$ kroner per aksje. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi på 3,29 milliarder NOK.

13. Usikkerhet i verdiestimatet

Det utarbeidede verdiestimatet er en forventet aksjeverdi basert på den forventede utviklingen til alle budsjett- og verdidriverene i fremtidsregnskapet⁵³. Utviklingen er basert på skjønn og antakelser om fremtiden, og er dermed usikker. Det er derfor viktig å analysere usikkerheten i verdiestimatet. Jeg anvender to forskjellige metoder til dette. Først går jeg gjennom en sensitivitetsanalyse og deretter simulering.

13.1 Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse kartlegger hvor sensitivt verdiestimatet er for alternative antakelser om

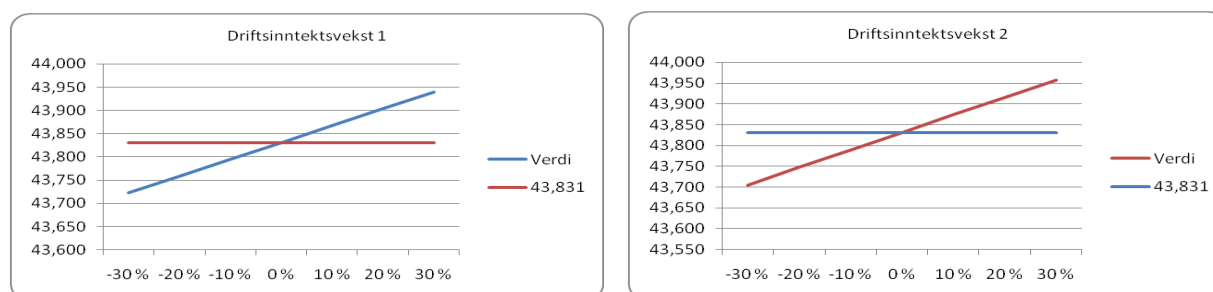
⁵² $43,03 = 48,83 / (1,0378^{(6/12)})$

⁵³ Knivsflå (2006)

fremtiden⁵⁴. Dette gjennomføres ved å endre ulike budsjett- og verdidrivere, og deretter analysere virkningen dette har på verdiestimatet. Hvordan driften utvikler seg er vanligvis mest kritisk for verdsettelsen⁵⁵. Jeg vil derfor fokusere på endringer på alle budsjettpunktene i driftsrelaterte budsjett drivere som driftsinntektsvekst, omløp til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. I tillegg til disse er også driverene i avkastningskravet viktige for verdsettelsen. Jeg vil derfor også analysere endringer på alle budsjettpunktene i markedets risikopremie og egenkapitalbeta, og på budsjettpunkt T i risikofri rente og effektiv utbytteskatt.

Alle budsjett- og verdidriverne som analyseres endres med -10%, -20%, -30%, +10%, +20% og +30% i forhold til verdien som er brukt i utarbeidelsen i fremtidsregnskapet. For hver budsjett- og verdidriver viser jeg så i figurer hvordan verdiestimatet endrer seg i forhold til det utarbeidede verdiestimatet.

13.1.1 Driftsinntektsvekst

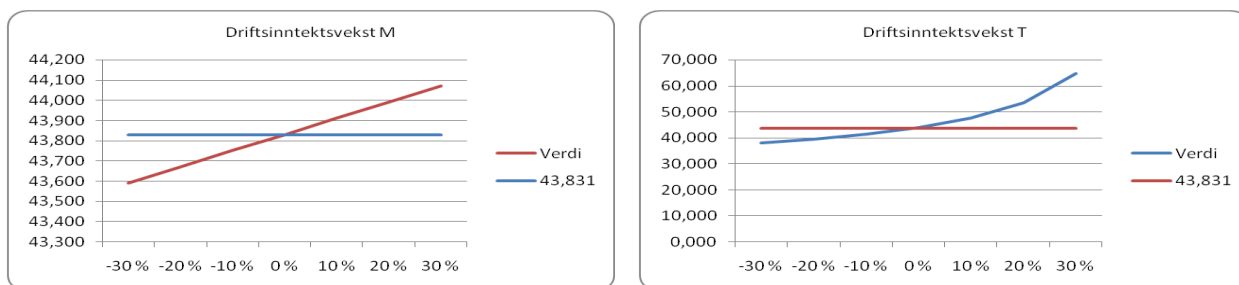


Figur 13-1 og 13-2: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i driftsinntektsvekst på budsjettpunkt 1 og 2.

Figurene overfor viser at verdiestimatet er lite sensitivt for endringer i driftsinntektsveksten ved budsjettpunkt 1 og 2. Eksempelvis medfører en økning i driftsinntektsveksten kun en endring i verdiestimatet på hhv. 0,25% og 0,29%.

54 Penman (2007)

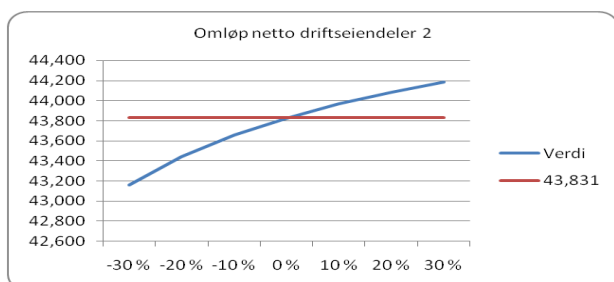
55 Knivsfå (2006)



Figur 13-3 og 13-4: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i driftsinntektsvekst på budsjettpunkt M og T.

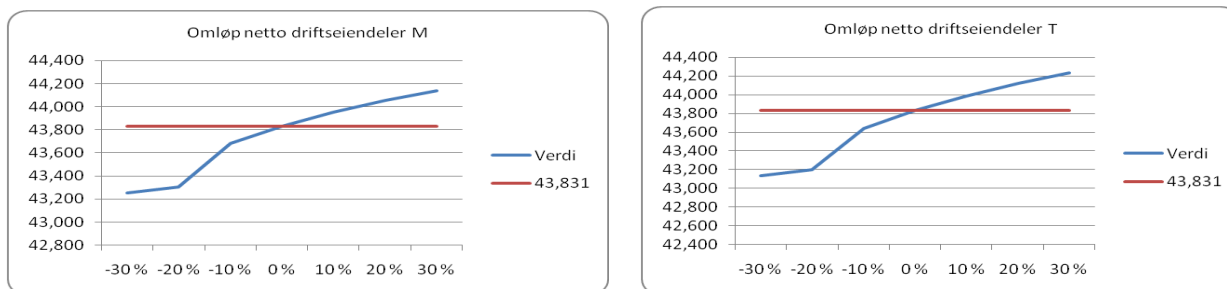
Verdiestimatet er heller ikke særlig sensitivt for endringer i driftsinntektsveksten på budsjettpunkt M. På budsjettthorisonen er imidlertid verdiestimatet mye mer sensitivt. Allerede etter en økning i budsjettdriveren på 10% øker verdiestimatet med 8,4%. En økning på 30% medfører en økning i verdiestimatet på hele 47,6%. En tilsvarende reduksjon gir imidlertid kun et utslag på verdiestimatet på -13,3%.

13.1.2 Omløp til netto driftseiendeler



Figur 13-5: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i omløp til netto driftseiendeler på budsjettpunkt 2.

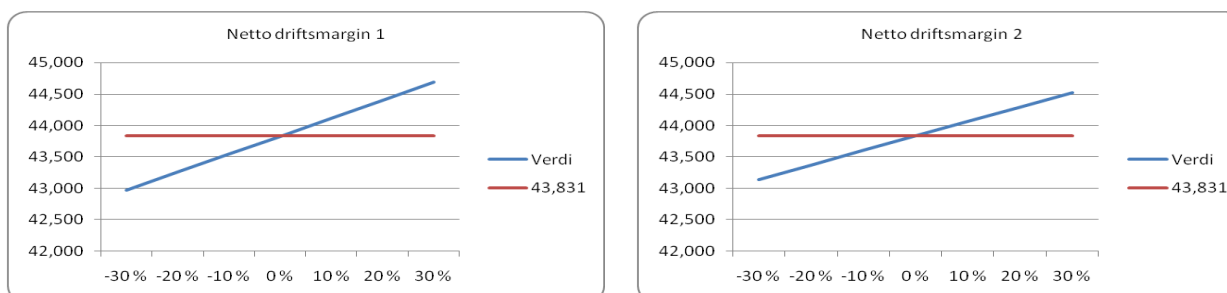
Omløpet til netto driftseiendeler på budsjettpunkt 1 er uavhengig av mine forutsetninger om fremtiden, og analyseres derfor ikke. På budsjettpunkt 2 gir endringer i omløpet små utslag på verdiestimatet. En reduksjon i budsjettdriveren på 30% medfører kun en reduksjon i verdiestimatet på 1,5%.



Figur 13-6 og 13-7: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i omløp til netto driftseiendeler på budsjettpunkt M og T.

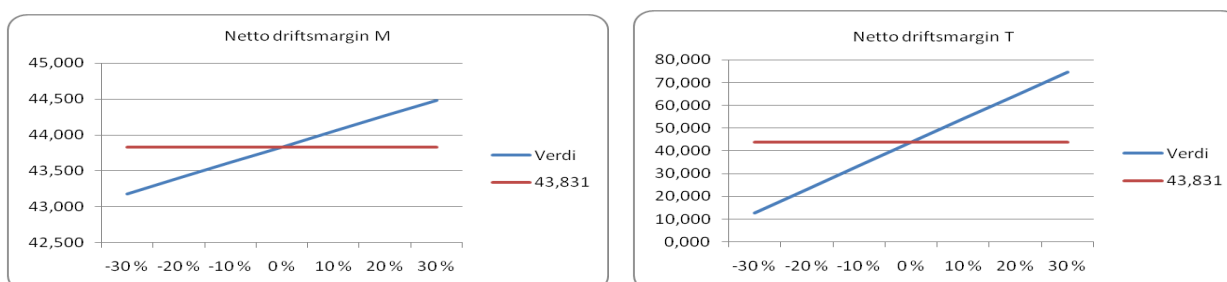
Også på mellomlang og lang sikt er verdiestimatet lite sensitivt for endringer i omløpet til netto driftseiendeler. En økning i budsjettdriveren på 30% gir i begge tilfeller en endring i verdiestimatet på i underkant av 1%. En tilsvarende reduksjon på 30% gir en verdireduksjon på ca. 1,5%.

13.1.3 Netto driftsmargin



Figur 13-8 og 13-9: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i netto driftsmargin på budsjettpunkt 1 og 2.

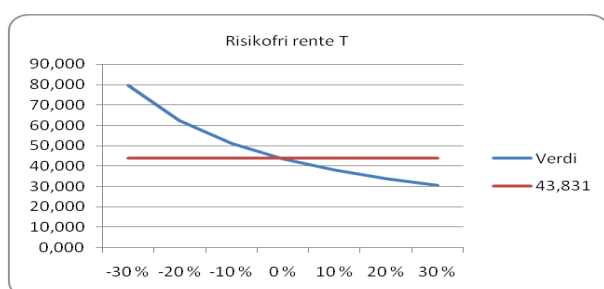
På kort sikt har endringer i netto driftsmargin liten effekt på egenkapitalverdien. Endringer på 30% gir estimatendringer på budsjettpunkt 1 og 2 på hhv. 2,0% og 1,6%.



Figur 13-10 og 13-11: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i netto driftsmargin på budsjettpunkt M og T.

Det er først ved endringer i netto driftsmargin på lang sikt at verdiestimatet blir virkelig sensitivt. Allerede ved en liten økning på 10% i budsjettdriveren øker verdiestimatet med 23,6%. En 30% økning gir et verdiestimat som er hele 70% høyere enn det originale verdiestimatet. Tilsvarende gir reduksjoner i netto driftsmargin på 10% og 30% reduksjoner i verdiestimatet på hhv. 71% og 23,6%.

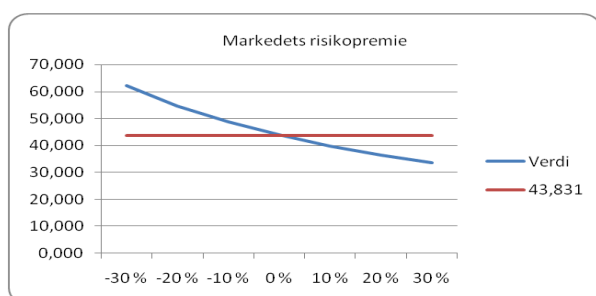
13.1.4 Risikofri rente



Figur13-12: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i risikofri rente på budsjettpunkt T.

Endringer i risikofri rente har stor innvirkning på verdiestimatet. En økning i verdidriveren påvirker egenkapitalverdien negativt, mens en reduksjon i verdidriveren gir en positiv estimatendring. Spesielt gir reduksjoner i den risikofrie renten store utslag på verdiestimatet. Reduksjoner i den risikofrie renten på 10%, 20% og 30% øker verdiestimatet med hhv. 17%, 42% og 82%. Til sammenligning gir en økning i risikofri rente på 30% en reduksjon i verdiestimatet på 30%.

13.1.5 Markedets risikopremie

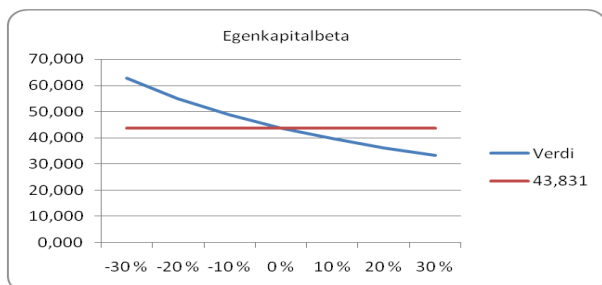


Figur13-13: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i markedets risikopremie.

Figuren over viser at verdiestimatet er særlig sensitivt for reduksjoner i markedets risikopremie. En reduksjon i risikopremien på 30% gir en egenkapitalverdi som er 42% høyere enn det originale verdiestimatet. En tilsvarende nedgang i verdidriveren medfører at egenkapitalverdien reduseres

med 24%.

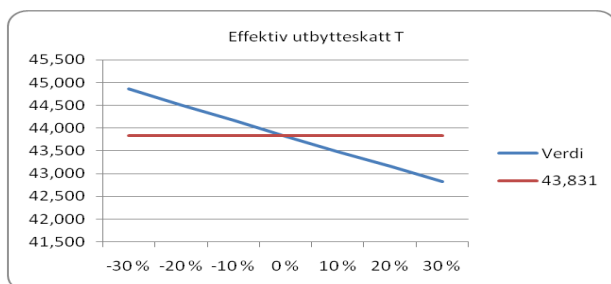
13.1.6 Egenkapitalbeta



Figur13-14: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i egenkapitalbeta

Verdiestimatet er omtrent like sensitivt for endringer i egenkapitalbetaen som det var for endringer i markedets risikopremie. En 30% reduksjon i egenkapitalbetaen øker verdiestimatet med 43,2% til 62,8 kroner per aksje. En mindre reduksjon på 10% øker aksjeverdien med 11,4% til 48,8 kroner. På samme måte som de to tidligere avkastningsdriverne, har en økning i verdidriveren mindre innvirkning på verdiestimatet enn en tilsvarende reduksjon. Dersom eksempelvis egenkapitalbetaen øker med 30% vil aksjeverdien falle med 24,0%.

13.1.7 Effektiv utbytteskatt



Figur13-15: Sensitivitet i verdiestimat ved endring i effektiv utbytteskatt på budsjettpunkt T.

Endringer i effektiv utbytteskatt gir mye mindre estimatendringer enn endringer i de tre andre avkastningsdriverne i analysen. En økning og reduksjon på 30% i den effektive utbytteskatten gir kun estimatendringer på hhv. -2,3% og 2,4%.

3.1.8 Oppsummering av sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalysen viste at det er endringer i budsjett- og verdidriverne på lang sikt som påvirker verdiestimatet i størst grad. Årsaken til dette er at en stor del av egenkapitalverdien kommer fra horisontleddet. Endringer i budsjettdriverne på kort sikt gav stort sett små endringer i verdiestimatet, mens effekten økte noe på mellomlang sikt. Endringer i driftsinntektsveksten var den endringen som hadde desidert størst innvirkning på verdiestimatet.

Endringer i risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbetaen gav mye større endringer i verdiestimatet, enn endringer i budsjettdriverne. Selv små endringer i disse verdidriverne medførte betydelige estimatendringer. Verdiestimatet var også mye mer sensitivt for reduksjoner enn økninger i verdidriverne. Endringer i risikofri rente var den verdidriveren som gav størst utslag på verdiestimatet. En 30% reduksjon i den risikofrie renten gav en økning i egenkapitalverdien på hele 82%.

13.2 Simulering

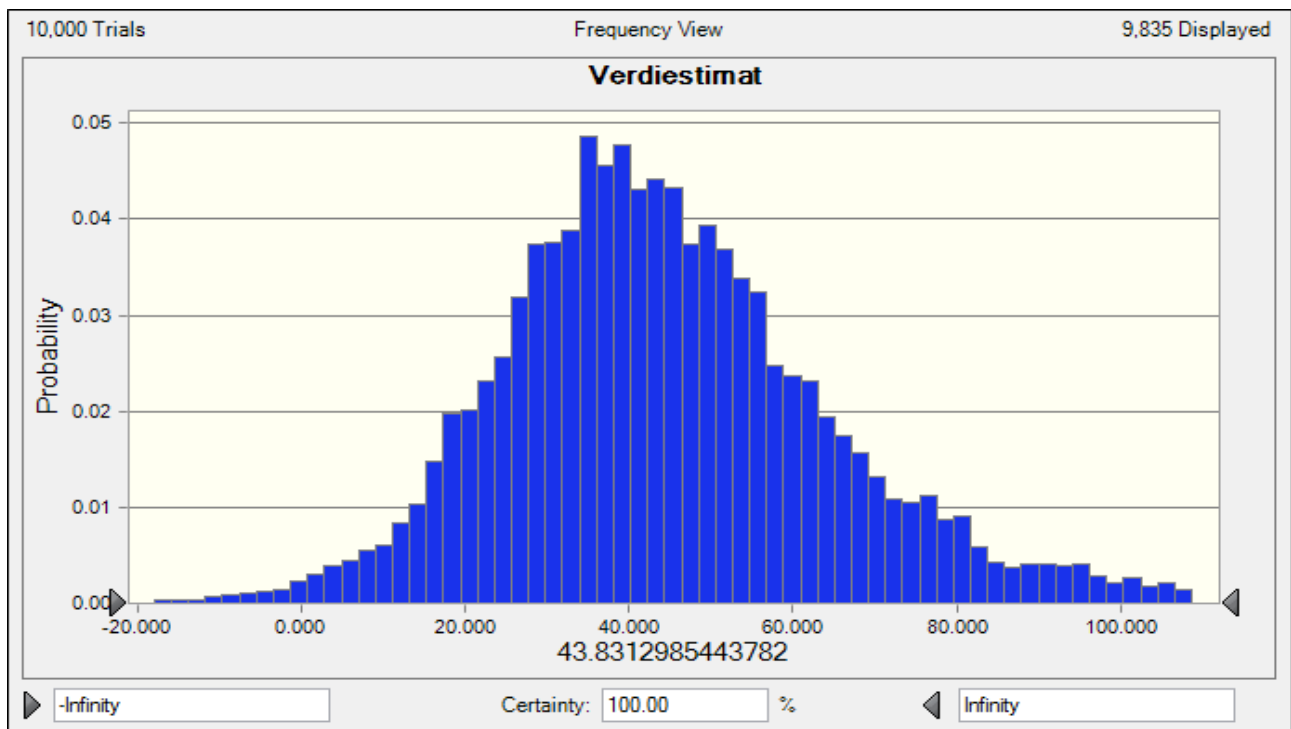
Simulering er en mer avansert form for analyse av usikkerhet. Simuleringen foretas ved å gjøre de kritiske budsjett- og verdidriverne om til stokastiske variabler. Man kan dermed synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet når alle verdidriverne er usikre samtidig, og ikke én for én som i sensitivitetsanalysen. Simuleringen gir da en fordeling over verdiestimatet i stedet for et punkttestimat. De kritiske faktorene jeg omgjør til stokastiske variabler er de samme som under sensitivitetsanalysen. Hver driver forutsettes å enten være normalfordelt (N) eller uniformt fordelt (U). De normalfordelte driverne gis en estimert forventningsverdi og standardavvik.

Forventningsverdien er verdien driveren har i fremtidsregnskapet. Standardavviket tar utgangspunkt i det historiske standardavviket til driveren, og justerer for forskjeller i forventning til standardavvik i fremtiden. Driverne som er uniformt fordelt gis en maksimums- og minimums grense. Grensene settes ved skjønn, altså hva som er en rimelig fordeling rundt den forventede verdien, kombinert med en analyse av den historiske utviklingen til driveren. De kritiske budsjett- og verdidriverne med valgte fordelinger vises i figur 13-16.

Kritiske faktorer	Fordeling
Driftsinntektsvekst 1	N[0,015; 0,025]
Driftsinntektsvekst 2	N[0,020; 0,020]
Driftsinntektsvekst M	N[0,030; 0,020]
Driftsinntektsvekst T	U[0,030; 0,050]
Omløp til netto driftseiendeler 2	U[1,520; 1,720]
Omløp til netto driftseiendeler M	U[1,520; 1,720]
Omløp til netto driftseiendeler T	U[1,500; 1,700]
Netto driftsmargin 1	N[0,045; 0,012]
Netto driftsmargin 2	N[0,047; 0,012]
Netto driftsmargin M	N[0,049; 0,009]
Netto driftsmargin T	N[0,042; 0,007]
Risikofri rente T	U[0,035; 0,045]
Markedets risikopremie	U[0,045; 0,060]
Egenkapitalbeta	U[0,400; 0,550]
Effektiv utbytteskatt T	U[0,010; 0,050]

Figur 13-16: Kritiske faktorer med fordeling

Ved hjelp av programmet Crystal Ball⁵⁶ ble de stokastiske variablene innarbeidet i fremtidsregnskapet og avkastningskravene som verdsettelsen tar utgangspunkt i. Jeg kjørte så en simuleringsprosess med 10.000 trekninger i Crystal Ball. Resultatet fra simuleringen med tilhørende statistiske data vises i figur 13-17 og 13-18.



Figur 13-17: Fordeling av verdiestimert ved simulering

⁵⁶ <http://www.oracle.com/appserver/business-intelligence/crystalball/index.html>

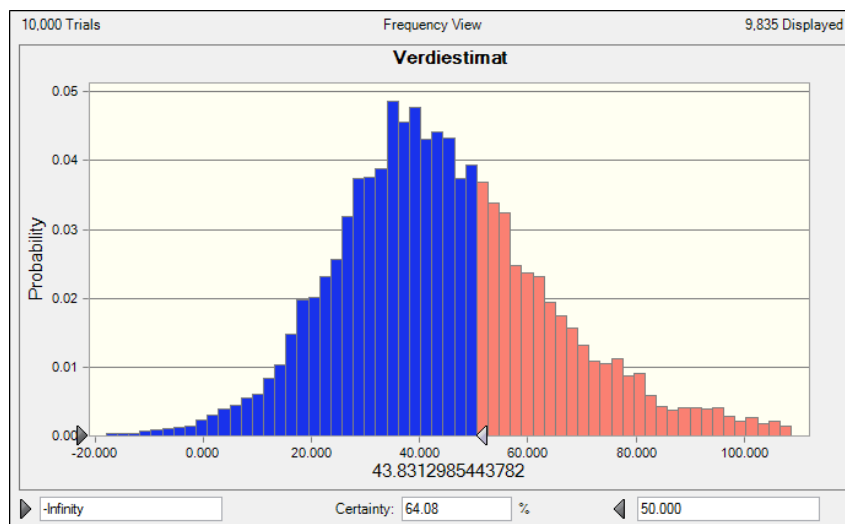
Statistic	Forecast values
Trials	10,000
Mean	45.367
Median	42.842
Standard Deviation	22.632
Variance	512.189
Skewness	1,04
Kurtosis	1,04
Coeff. of Variability	6,85
Minimum	-50.878
Maximum	214.065
Mean Std. Error	0.311
Filtered Values	0.226

Figur 13-18: Statistikk fra simulering

Fordelingen av verdiestimatet minner om en normalfordeling rundt verdiestimatet på 43,83 kroner per aksje. Fordelingen er imidlertid ikke helt symmetrisk og har en noe lengre hale mot høyere verdier enn mot negative verdier, med en positiv skewness på 1,04. Medianen på 42,842 er kun 1 krone lavere enn mitt verdiestimat, mens gjennomsnittet ligger noe over verdiestimatet. Den høyeste verdien som ble funnet var i 214,1 kroner, mens minimumsverdien var en negativ verdi på -50,9 kroner.

13.2.1 "Downside risk"

"Downside risk"⁵⁷ er sannsynligheten for at den virkelige aksjeverdien er lavere enn et på forhånd definert nivå. Jeg simulerer sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn 50 kroner.



Figur 13-19: "Downside risk"

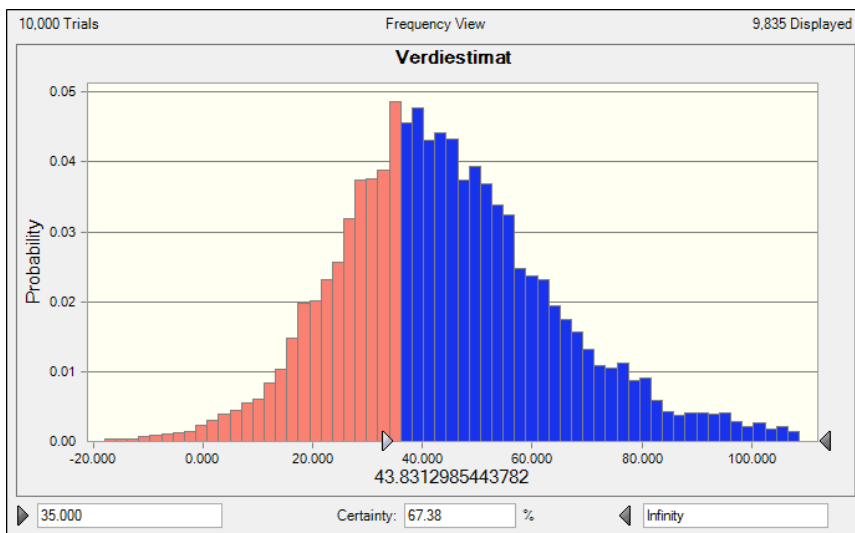
⁵⁷ Penman (2007)

Resultatet fra simuleringen viser at sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn 50 kroner er 64,08%

13.2.2 "Upside potential"

"Upside potential"⁵⁸ er sannsynligheten for at den virkelige aksjeverdien er høyere enn et visst nivå.

Jeg simulerer sannsynligheten for at aksjen er verdt mer enn 35 kroner.

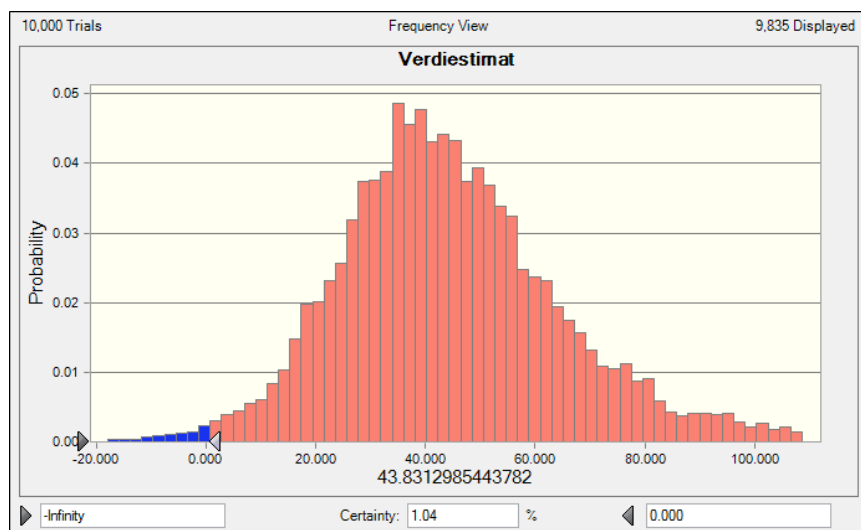


Figur 13-20: "Upside potential"

Simuleringen viser at aksjen med 67,38% sannsynlighet har en verdi høyere enn 35 kroner.

⁵⁸ Penman (2007)

13.2.3 Konkurs sannsynlighet



Figur 13-21: Konkurs sannsynlighet

Sannsynligheten for en aksje verdi under 0 kroner er lik konkurs sannsynligheten. Simuleringen gir en konkurs sannsynlighet på 1,04%. Dette er noe høyere enn konkurs sannsynligheten på 0,37% som jeg fant i regnskapsanalysen. Den sistnevnte sannsynligheten representerer imidlertid sannsynligheten for å gå konkurs innen ett år, mens konkurs sannsynligheten fra simuleringen gir sannsynligheten for å konkurs på lang sikt.

13.2.4 Oppsummering av simulering

Simuleringen viste at verdiestimatet er beheftet med stor usikkerhet. Simuleringsprosessen gav et rimelig normalfordelt verdiestimat med en median som var 2% lavere enn det opprinnelige verdiestimatet på 43,83. Simuleringen viste også at det er 67,38% sannsynlighet for at aksjen er verdt mer enn 35 kroner. Sannsynligheten for at aksjen er verdt mindre enn 50 kroner var omtrent like stor. Simuleringen avdekket også en langsiktig konkursrisiko på 1,04%. Resultatene fra usikkerhetsanalysen vil jeg nå ha i bakhodet når jeg anbefaler en handlestrategi i neste kapittel.

14. Oppsummering og konklusjon - handlestrategi

Jeg vil først gi en kort oppsummering av de fire første stegene i verdsettelsen, før jeg så konkluderer med en handlestrategi.

14.1 Oppsummering

Verdsettelsen startet med en strategisk regnskapsanalyse som gav innsikt i Rieber & Søns interne og eksterne forutsetninger for å skape superprofitt i fremtiden. Analysen viste at næringsmiddelbransjen var lite konjunkturutsatt, men at andre faktorer som høy forhandlingsmakt hos kundene presset marginene i bransjen. Bransjen i seg selv ble derfor ansett å gi små muligheter for særlig høy lønnsomhet. Rieber & Søns sterke merkevarenavn kan imidlertid være et konkurransefortrinn som gir muligheter til noe superprofitt. Den strategiske analysen indikerte dermed en stabil, men lav vekst for Rieber & Søn, kombinert med positiv, men lav superprofitt.

Regnskapsanalysen viste at konsernet har hatt en lønnsomhet over avkastningskravet i alle årene i analyseperioden. Lønnsomheten har imidlertid falt mye fra begynnelsen av analyseperioden til 2009T. Samtidig avdekket likviditetsanalysen at selskapet stort sett har en tilfredsstillende likviditet og en lav ettårig konkurssansynlighet på 0,37%.

Informasjonen avdekket i den strategiske analysen og regnskapsanalysen ble så brukt til å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. Fremtidsregnskapet og fremtidskravene var deretter utgangspunkt for de fundamentale verdsettelsesmodellene jeg brukte til å estimere egenkapitalverdien til konsernet i kapittel 13. De tre ulike modellene jeg brukte gav tre ulike verdiestimat på egenkapitalverdien per 31.12.09. Jeg gjennomgikk derfor en konvergeringsprosess som gav et tilnærmet likt verdiestimat fra de tre verdsettelsesmodellene. Dette verdiestimatet ble deretter diskontert med egenkapitalkravet, og jeg kom dermed fram til et verdiestimat per 30.06.09 på 43,03 kroner per aksje. Resultatet er imidlertid beheftet med relativt stor usikkerhet. En sensitivitetsanalyse og simuleringsprosess viste at selv små endringer i kritiske budsjett- og verdidrivere kan gi store utslag på det fundamentale verdiestimatet. Dette vil jeg ta hensyn til i min anbefaling til handling i aksjen.

14.2 Konklusjon og handling

Verdsettelsen av Rieber & Søn har vært basert på en investororientert analyse av konsernet. Min handlestrategi vil derfor rette seg mot investorer, altså en handlestrategi i aksjemarkedet. Handlestrategien vil bli basert på verdiestimatet jeg kom fram til i den fundamentale verdivurderingen. Dette verdiestimatet er på 43,03 kroner per aksje per 30.06.09. På det samme tidspunktet var børskursen 43,0 NOK.

Et naturlig utgangspunkt for handlingsstrategien er å anbefale kjøp av aksjen dersom det fundamentale verdiestimatet er høyere enn børskursen, og salg av aksjen dersom verdiestimatet er lavere enn børskursen. Man må imidlertid også ta andre hensyn før man kommer med en endelig anbefaling. Det fundamentale verdiestimatet er kun en forventet verdi, og er beheftet med stor usikkerhet. For å ta hensyn til denne usikkerheten har jeg valgt å lage et intervall på $\pm 10\%$ rundt verdiestimatet. Den nedre grensen til intervallet settes dermed til 38,73, mens øvre grense er 47,33. Dersom børskursen ligger innenfor dette intervallet anbefales det å holde på aksjen. En børskurs lavere enn intervallets nedre grense gir kjøpsanbefaling. Dersom børskursen ligger på oversiden av intervallet anbefales salg av aksjen.

Det fundamentale verdiestimatet er kun 0,03 NOK høyere enn børskursen og jeg gir dermed en klar anbefaling om å holde på aksjen.

Litteraturliste

Bøker:

Brealey, Richard A. et al. (2006): Corporate Finance. 8th ed. McGraw-Hill Companies, New York, NY.

Johnsen, Atle og Erlend Kvaal (2004): Regnskapsloven. 3.opplag. Cappelen Akademisk Forlag, Oslo.

Penman, Stephen H (2007): Financial statement analysis and security valuation. Third edition. McGraw-Hill Companies, New York, NY.

Tellefsen, Jan T. og John C. Langli (2004): Årsregnskapet. 7.utg. Gyldendal Norsk Forlag, Oslo.

Kurs:

Knivsflå, Kjell Henry (2006): Forelesningsplansjer i kurset BUS 425, Regnskapsanalyse og verdsettelse (<http://euribor.rente.nhh.no/master/bus425/opplegget2006/plansjar.htm>)

Knivsflå, Kjell Henry (2009): Forelesningsplansjer i kurset BUS 424, Strategisk regnskapsanalyse (<http://portal.undervisning.nhh.no/master/bus424/>)

Nettsider:

<http://www.rieberson.no/>

<http://www.netfonds.no/>

<http://www.forskning.no/>

<http://www.regjeringen.no/>

<http://www.ssb.no/>

<http://www.e24.no/>

<http://www.handelsbladet.no/>

<http://www.nilf.no/>

<http://www.norges-bank.no/>

<http://online.thomsonreuters.com/datastream/>

<http://www.oracle.com>

Vedlegg 1: Forklaring av notasjon

Kapittel 6.2.2 – Statisk finansieringsanalyse

EK- egenkapital

LDG – langsiktig driftsrelatert gjeld

LFG – langsiktig finansiell gjeld

KDG – kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG – kortsiktig finansiell gjeld

TE – totale eiendeler

TK – total kapital

Kapittel 7.1 – Egenkapitalkrav

ekk – egenkapitalkrav

r_f – risikofri rente

β_{EK} - egenkapitalbeta

r_m – markedsavkastning

$(r_m - r_f)$ - markedets risikopremie

ilp - illikviditetspremie

Kapittel 8.2 – Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

ekr - egenkapitalrentabilitet

NRE – nettoresultat til egenkapitalen

ndr - netto driftsrentabilitet

nfgr - netto finansiell gjeldsrente

nfgg - netto finansiell gjeldsgrad

mir - minoritetsrentabilitet

mig – minoritetsgrad

Kapittel 12.1.1 - 12.1.1 NBU/FKE-modellen

NBU – netto betalt utbytte

FKE – fri kontantstrøm til egenkapitalen

SPE – superprofitt

FKD – fri kontantstrøm fra drift

SPD – superprofitt fra drift

FKS – fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital

SPS -superprofitt fra sysselsatt kapital

Vedlegg 2: Syntetisk rating

Tabell for syntetisk rating på grunnlag av fire forholdstall

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Ratingklasse og sannsynlighet for konkurs

Rating	Årlig konkurssannsynlighet	Kreditrisikofaktor
AAA	0,0001	0,1000
AA	0,0012	0,1500
A	0,0024	0,2500
BBB	0,0037	0,4000
BB	0,0136	0,6000
B	0,0608	1,0000
CCC	0,3085	3,0000
CC	0,5418	9,0000
C	0,7752	27,0000
D	0,9999	1000,0000