

Masteroppgave for hovedprofilen Finansiell Økonomi ved Norges  
Handelshøyskole

Veileder: Professor Øystein Gjerde

**EKORNES®**

En verdsettelse av Ekornes ASA  
av Trond Holmgren

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

## Sammendrag

Formålet med denne oppgaven har vært å finne et verdiestimat på Ekornes ASA per desember 2009.

Til dette har jeg benyttet rammeverket Knivsflå (2008) har presentert for fundamental verdsettelse. Dette rammeverket baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon.

Jeg har startet med å gjennomføre en strategisk analyse av Ekornes og bransjen bedriften opererer i. Dette resulterte i en kartlegging av bedriftens styrker og svakheter, samt en kunnskap om hvilke trusler og muligheter som finnes i omgivelsene.

Deretter har jeg utført en regnskapsanalyse etter at jeg har omgruppert og justert de publiserte finansregnskapene.

Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen har jeg så utarbeidet et framtidsregnskap for Ekornes.

Dette framtidsregnskapet har så blitt benyttet til å verdsette Ekornes gjennom diskontering av framtidige kontantstrømmer.

Verdiestimatet mitt kom på 142.70 NOK per 17.12.09. Den samme dagen var kursen på Oslo Børs på 131.50 NOK. Dette gjorde at jeg konkluderte med at aksjen sannsynligvis var noe underpriset i markedet.

# Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG .....</b>	<b>2</b>
<b>INNHALDSFORTEGNELSE .....</b>	<b>3</b>
<i>Tabelloversikt .....</i>	<i>6</i>
<i>Figuroversikt .....</i>	<i>8</i>
<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>9</b>
<b>2. PRESENTASJON AV EKORNES .....</b>	<b>10</b>
2.1 MÅL OG VERDIER .....	10
2.2 ORGANSISERING.....	11
2.3 BØRS, UTBYTTE OG MARKED.....	12
2.4 PRODUKTOMRÅDER .....	15
<b>3. VERDSETTELSESMODELL .....</b>	<b>17</b>
3.1 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	17
3.2 KOMPARATIV VERDSETTELSE .....	17
3.3 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE.....	18
3.4 VALG AV VERDSETTELSES TEKNIKK.....	18
3.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE .....	18
<b>4. STRATEGISK ANALYSE .....</b>	<b>20</b>
4.1 EKSTERN ANALYSE .....	21
4.1.1 <i>Porters Five Forces</i> .....	22
4.1.2 <i>PESTEL</i> .....	26
4.2 INTERN ANALYSE .....	29
4.2.1 <i>KIKK</i> .....	29
4.2.2 <i>SVIMA</i> .....	33
4.3 OPPSUMMERING STRATEGISK ANALYSE .....	38
<b>5. REGNSKAPSANALYSE.....</b>	<b>39</b>
5.1 FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSEN .....	39
5.1.1 <i>Valg av analyseperiode</i> .....	40
5.1.2 <i>Valg av analysenivå</i> .....	40
5.1.3 <i>Valg av komparativ bransje/bedrift</i> .....	40
5.2 RAPPORTERTE TALL .....	41
5.2.1 <i>Resultatregnskap</i> .....	42
5.2.2 <i>Balanse</i> .....	43
5.3 TRAILING ÅRSREGNSKAP .....	44
5.4 OMGRUPPERT REGNSKAP.....	46

5.4.1	<i>Endring i egenkapitalen</i> .....	46
5.4.2	<i>Normalisering og fordeling av skattekostnader</i> .....	48
5.4.3	<i>Omgruppert resultatoppstilling</i> .....	51
5.4.4	<i>Sortering av balanseposter</i> .....	51
5.4.5	<i>Omgruppert balanse</i> .....	53
5.4.6	<i>Omgruppert fri kontantstrømoppstilling</i> .....	54
5.5	<b>MÅLEFEIL</b> .....	55
5.5.1	<i>Aksepterte målefeil</i> .....	56
5.5.2	<i>Kreativ regnskapsføring</i> .....	56
5.5.3	<i>Justering av målefeil</i> .....	57
5.5.4	<i>Omgruppert og justert resultatregnskap</i> .....	65
5.5.5	<i>Omgruppert og justert balanse</i> .....	66
5.5.6	<i>Omgruppert og justert fri kontantstrømoppstilling</i> .....	67
5.6	<b>FØRHOLDSTALLSANALYSE</b> .....	67
5.6.1	<i>Analyse av risiko</i> .....	69
5.6.2	<i>Analyse av lønnsomhet</i> .....	77
<b>6.</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAP</b> .....	<b>91</b>
6.1	<b>VALG AV BUDSJETTHORISONT</b> .....	91
6.2	<b>BUDSJETTERING TIL BUDSJETTHORISONTEN</b> .....	92
6.2.1	<i>Driftsinntekter</i> .....	93
6.2.2	<i>Driftseiendeler</i> .....	93
6.2.3	<i>Netto driftsresultat</i> .....	94
6.2.4	<i>Netto finansiell gjeld</i> .....	95
6.2.5	<i>Netto finanskostnad</i> .....	96
6.2.6	<i>Oppsummering budsjett drivere</i> .....	97
6.3	<b>PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP</b> .....	97
6.3.1	<i>Resultatregnskap</i> .....	98
6.3.2	<i>Balanse, sysselsatt kapital</i> .....	98
6.3.3	<i>Balanse, netto driftskapital</i> .....	98
6.3.4	<i>Fri kontantstrømsoppstilling</i> .....	99
6.4	<b>FREMTIDSKRAV</b> .....	99
6.4.1	<i>Forberedelse</i> .....	99
6.4.2	<i>Egenkapitalkrav</i> .....	101
6.4.3	<i>Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital</i> .....	102
6.4.4	<i>Framskrivning av krav og verdidrivere etter budsjetthorisonten</i> .....	104
<b>7.</b>	<b>FUNDAMENTAL VERDSETTELSE</b> .....	<b>105</b>
7.1	<b>DIREKTE VERDSETTELSE AV EGENKAPITALEN</b> .....	106
7.1.1	<i>Fri kontantstrømmodell</i> .....	106
7.1.2	<i>Superprofittmodellen</i> .....	106
7.2	<b>INDIREKTE VERDSETTELSE AV EGENKAPITALEN</b> .....	107
7.2.1	<i>Nettodriftskapital metoden, fri kontantstrømmodellen</i> .....	107
7.2.2	<i>Nettodriftskapital metoden, superprofittmodellen</i> .....	108

---

7.2.3	<i>Sysselsatt kapitalmetoden, fri kontantstrømmodellen</i> .....	109
7.2.4	<i>Sysselsatt kapitalmetoden, superprofitmodellen</i> .....	109
7.3	VERDIESTIMAT .....	110
7.4	SENSITIVITETSANALYSE .....	111
<b>8.</b>	<b>OPPSUMMERING OG HANDLESTRATEGI</b> .....	<b>113</b>
8.1	RÅD TIL VIDERE STUDIER .....	113
	<b>LITTERATURLISTE</b> .....	<b>114</b>
	<b>VEDLEGG 1</b> .....	<b>115</b>
	<b>VEDLEGG 2</b> .....	<b>116</b>
	<b>VEDLEGG 3</b> .....	<b>117</b>

## Tabelloversikt

Tabell 1:	20 største aksjonærer
Tabell 2:	Rapportert resultatregnskap
Tabell 3:	Rapportert balanse
Tabell 4:	Netto betalt utbytte og Dirty Surplus
Tabell 5:	Normalisert skattesats
Tabell 6:	Unormale nettoresultater
Tabell 7:	Normal driftsskattekostnad
Tabell 8:	Omgruppert resultatregnskap
Tabell 9:	Sorterte balanseposter
Tabell 10:	Omgruppert balanse, sysselsatt kapital
Tabell 11:	Omgruppert balanse, netto driftskapital
Tabell 12:	Omgruppert kontantstrømoppstilling
Tabell 13:	Målefeil leasing
Tabell 14:	Målefeil andre aksjer
Tabell 15:	Målefeil FoU
Tabell 16:	Målefeil markedsføring
Tabell 17:	Målefeil pensjonskrav
Tabell 18:	Målefeil utsatt skatt
Tabell 19:	Omgruppert og justert resultatregnskap
Tabell 20:	Omgruppert og justert balanse, sysselsatt kapital
Tabell 21:	Omgruppert og justert balanse, netto driftskapital
Tabell 22:	Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling
Tabell 23:	Tidsvektning
Tabell 24:	Kontantstrømsoppstilling, fokus på likviditet
Tabell 25:	Kontantstrømsoppstilling, fokus på opptak av finansiell gjeld
Tabell 26:	Forfallsstruktur
Tabell 27:	Statisk finansieringsanalyse
Tabell 28:	Syntetisk rating
Tabell 29:	Avkastningskrav EK
Tabell 30:	Beta FE og NFG
Tabell 31:	Avkastningskrav FG
Tabell 32:	Avkastningskrav FE
Tabell 33:	Avkastningskrav NFG
Tabell 34:	Betal EK og NDK
Tabell 35:	Årlige avkastningskrav EK
Tabell 36:	Årlige avkastningskrav NDK og SK
Tabell 37:	Dekomponering egenkapitalrentabilitet
Tabell 38:	Dekomponering nettodriftsrentabilitet
Tabell 39:	Egenkapitalvekst
Tabell 40:	Vekst i driftsinntekter
Tabell 41:	Framtidsregnskap, driftsinntekter
Tabell 42:	Framtidsregnskap, netto driftseiendeler
Tabell 43:	Framtidsregnskap, netto driftsresultat
Tabell 44:	Framtidsregnskap, netto finansiell gjeld
Tabell 45:	Framtidsregnskap, netto finanskostnad

Tabell 46:	Budsjett drivere
Tabell 47:	Framtidsregnskap, resultatregnskap
Tabell 48:	Framtidsregnskap, balanse, sysselsatt kapital
Tabell 49:	Framtidsregnskap, balanse, netto driftskapital
Tabell 50:	Framtidsregnskap, kontantstrømsoppstilling
Tabell 51:	Framtidig Nibor-rente
Tabell 52:	Beta EK og NDK
Tabell 53:	Avkastningskrav EK
Tabell 54:	Avkastningskrav FG
Tabell 55:	Avkastningskrav FE
Tabell 56:	Avkastningskrav NFG
Tabell 57:	Avkastningskrav NDK
Tabell 58:	Avkastningskrav SK
Tabell 59:	EK, fri kontantstrømmodell
Tabell 60:	EK, superprofittmodell
Tabell 61:	NDK, fri kontantstrømmodell
Tabell 62:	NDK, superprofittmodell
Tabell 63:	SK, fri kontantstrømmodell
Tabell 64:	SK, superprofittmodell
Tabell 65:	Verdiestimat

## Figuroversikt

Figur 1:	Årlig omsetning
Figur 2:	Omsetning delt opp i markeder
Figur 3:	Omsetning delt opp i produktgrupper
Figur 4:	Rammeverk for fundamental verdsettelse
Figur 5:	Rammeverk for strategisk analyse
Figur 6:	SWOT-modellen
Figur 7:	Porter's Five Forces og PESTEL
Figur 8:	KIKK-modellen
Figur 9:	SVIMA-trappen
Figur 10:	Oppsummering SVIMA
Figur 11:	Oppsummering SWOT
Figur 12:	Rammeverk for regnskapsanalyse
Figur 13:	Rammeverk for forholdstallsanalyse
Figur 14:	Likviditetsgrad
Figur 15:	Finansiell gjeldsdekningsgrad
Figur 16:	Rentedekningsgrad
Figur 17:	Egenkapitalprosent
Figur 18:	Egenkapitalrentabilitet
Figur 19:	Vekst driftsinntekter
Figur 20:	Onde
Figur 21:	Netto driftsmargin
Figur 22:	FG andel og FE andel
Figur 23:	Finansielt gjelds- og eiendelskrav
Figur 24:	Styringsrente
Figur 25:	Superrentabilitet
Figur 26:	Sensitivitet 1
Figur 27:	Sensitivitet 2
Figur 28:	Sensitivitet 3



# 1. Innledning

Formålet med denne Masteroppgaven er å verdsette det børsnoterte selskapet Ekornes ASA. En slik verdsettelse kan gi betydningsfull informasjon til investorer i forhold til handel av aksjen. Resultatet av oppgaven vil derfor til slutt danne grunnlag for en kjøps-, holds- eller salgsanbefaling av aksjen.

Siden verdsettelsen tar i utgangspunkt i et investorsynspunkt vil oppgaven i sin helhet basere seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Det vil si årsoppgaver og kvartalsrapporter som var tilgjengelige på [www.ekornes.no](http://www.ekornes.no) i august 2009. (Q1 og Q2 2009, og årsrapporter f.o.m. 2001 t.o.m. 2008).

Hele oppgaven bygger svært mye på forelesningsnotater fra BUS424 og BUS425 med Knivslå og Kinservik. Jeg i stor grad brukt teori og rammeverk fra disse kursene. Det gjelder spesielt i kapittel 4, 5, 6 og 7. I de tilfellene der det kan være tvil om jeg har gjort vurderingene selv og jeg ikke har gjort det, har jeg påpekt at det er fra kursene det er hentet. Der det er andre kilder jeg har benyttet meg av har jeg også påpekt dette.

## 2. Presentasjon av Ekornes<sup>1</sup>

Ekornes ASA er i dag Nordens største møbelprodusent og eier merkenavnene Ekornes<sup>®</sup>, Stressless<sup>®</sup> og Svane<sup>®</sup>. Stressless<sup>®</sup> er et av verdens mest kjente varemerker innen møbelbransjen, mens de øvrige er mest kjent i Norge og Norden. Produksjonen foregår ved seks fabrikkanlegg i Norge, mens produktene selges over store deler av verden gjennom egne salgsselskaper eller importører i utvalgte markeder.

Ekornes ASA ble i 1934 grunnlagt av Jens E. Ekornes som J. E. Ekornes Fjærfabrikk. Som navnet antyder var opprinnelig Ekornes leverandør av fjærer til møbler og madrasser, men gradvis startet de selv sin egen møbelproduksjon. Gjennom oppstart av flere nye fabrikker og oppkjøp av andre møbelprodusenter på 60-, 70- og 80-tallet, utviklet Ekornes seg til å bli en internasjonal bedrift. Stressless<sup>®</sup>, som er Ekornes største merkevare, har sin opprinnelse fra denne perioden. I 1995 ble bedriften børsnotert, og i 1996 fikk bedriften sitt nåværende navn, Ekornes ASA.<sup>2</sup>

### 2.1 Mål og verdier

Ved å ta en titt på selskapets mål og verdier får man et godt inntrykk av hvordan selskapet ønsker at det skal utvikle seg og hva det skal gjøre for å for å klare det.

Fokuset Ekornes har på internasjonale markeder kommer godt til syne gjennom selskapets visjon:

---

<sup>1</sup> Informasjonen i dette kapitlet er hovedsaklig hentet fra Ekornes årsrapporter. Dersom andre kilder er brukte blir de oppgitte.

<sup>2</sup> Wikipedia, <http://no.wikipedia.org/wiki/Ekornes> (17.12.09)

*”Ekornes’ visjon er å være en av verdens mest attraktive leverandører av møbler til hjemmeinnredning”*

Videre skal Ekornes forbindes med redelighet, troverdighet og konsistens overfor kunder, leverandører, aksjonærer og medarbeidere. De skal også oppfattes som pålitelig, effektiv og veldrevet. I tillegg ønsker de være kjent for å bry seg om kunder, leverandører, aksjonærer og medarbeidere.

Selskapets forretningside er at de skal være en ledende merkevareleverandør av hjemmeinnredningsmøbler på et nasjonalt og internasjonalt marked. De skal tilby produkter som i pris og design henvender seg til et bredt publikum, og de skal utvikle og produsere produkter som er fremragende med hensyn til komfort og funksjon.<sup>3</sup>

## 2.2 Organisering

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

For å sikre stabil tilgang på råvarer og halvfabrikater har Ekornes over tid kjøpt opp flere underleverandører. Med unntak av produksjonsanleggene på Fetsund og Grodås ligger alle fabrikkene på Sunnmøre. Inntil nylig var det sju fabrikker totalt, men i april i år ble fabrikkene på Stranda lagt ned.<sup>4</sup> Salget skjer gjennom egne salgsselskaper i de viktigste markedene.

---

<sup>3</sup> Ekornes, <http://www.ekornes.no/no/omekornes/investorer/malogverdier/>, (17.12.09)

<sup>4</sup> E24, <http://e24.no/boers-og-finans/article2855882.ece>, (17.12.09)

Følgende produksjonsanlegg er i drift:

• J.E. Ekornes AS, Ikornes	}	Til sammen 797 ansatte
• J.E. Ekornes AS avd vestlandske		
• J.E. Ekornes AS, avd Tynes		
• Ekornes Fetsund AS		147 ansatte
• Ekornes Møbler AS avdeling Grodås		91 ansatte
• Ekornes Møbler AS avdeling Hareid		94 ansatte

Til sammen har konsernet per 29. mars 2009 1582 ansatte hvorav 64 er ansatt i morselskapet.

## 2.3 Børs, utbytte og marked

For å få et hurtig overblikk over bedriften går jeg i dette avsnittet gjennom enkelte punkter, de fleste kommer jeg nærmere tilbake til siden.

På Ekornes hjemmesider finner man denne listen over de 20 største aksjonærene per 11. mars 2009.

## 20 største aksjonærer per 1. mars 2009

Aksjonær	Antall aksjer	%	Land
Nordstjernan AB	4,318,876	11,73%	SWE
Folketrygdfondet JP Morgan Chase Bank	3,577,935	9,72%	NOR
State Street Bank AN A/C Clie Omnibus D	3,230,698	8,77%	USA
JP Morgan Chase Bank Nordea Treaty Account	2,497,947	6,78%	GBR
Orkla ASA	1,893,255	5,14%	NOR
Skandinaviske Enskil A/C Clients Account	1,683,876	4,57%	SWE
Pareto Aksjer Norge	1,655,500	4,50%	NOR
Handelsbanken Helsin Clients Account 3	1,241,050	3,37%	FIN
Unhjem Berit Vigids Ekornes	1,064,800	2,89%	NOR
Oslo Pensjonsforsikring	1,061,900	2,88%	NOR
JP Morgan Chase Bank Treaty AC	1,020,000	2,77%	GBR
JP Morgan Chase Bank Special Treaty	958,550	2,60%	GBR
Pareto Aktiv	875,900	2,38%	NOR
Clearstream Banking CID Dept, Frankfurt	516,856	1,40%	LUX
State Street Bank AN A/C Clie Omnibus F	428,531	1,16%	USA
Ekornes Jostein	423,905	1,15%	NOR
Ekornes Kjetil	394,959	1,07%	NOR
KAS Depository Trust Clients Account	366,132	0,99%	NLD
MP Pensjon	340,777	0,93%	NOR
Handelsbanken Helsin Clients Account 2	324,170	0,88%	FIN

Tabell 1: 20 største aksjonærer

Som man ser er det mange forskjellige eiere. Det varierer mellom både små og store og både norske og utenlandske.

Per 31. desember 2008 var det 36.826.753 aksjer i selskapet. Børsverdien på samme tidspunkt var 2.441.600.000 kr. Dette tilsvarer en aksjekurs på 66,30 NOK. Den 17. desember 2009 var aksjekursen på 131.50 NOK.

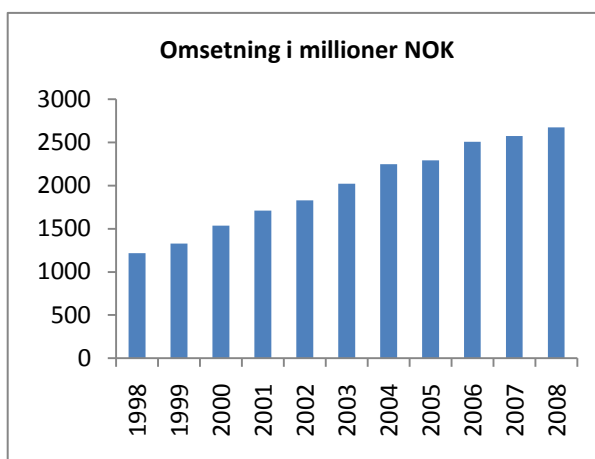
Overskudd har typisk to måter å bli håndtert på. Enten blir det betalt utbytte, eller så blir det holdt tilbake i bedriften for videre drift og vekst. Det er flere forhold som er av betydning i en i forhold til hvor mye som skal fordeles til hva. Siden denne oppgaven har en investors synspunkt, er det kanskje viktigst å påpeke at utbetalt utbytte er en måte å vurdere en bedrifts verdi på. Dersom utbyttepolitikken er stabil over tid er det enklere og mer attraktivt for investorer å vurdere bedriftens verdi. Utover dette kan utbytte betraktes som signaler til omverdenen om hvordan bedriften går. Dersom det er stadige endringer i denne kan det tyde på at bedriften er uten langsiktige planer.

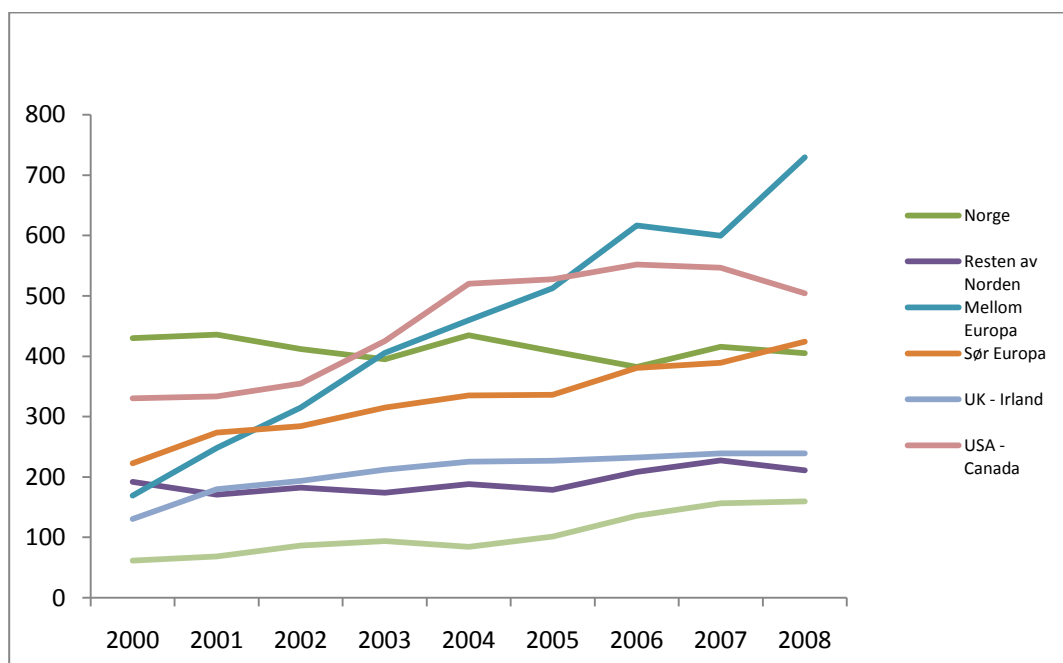
Ekornes vil forvalte aksjonærenes verdier slik at avkastningen målt som summen av utbytte og verdistigning blir høyest mulig over tid. Det er et mål at det skal betales utbytte for hvert år. Minimum 30-50% av konsernets resultat etter skatt skal utbetales som utbytte, dog tatt hensyn til nødvendige investeringer og veksttakt. Selskapet vil etterstrebe stabilitet i utbyttepolitikken. Den årlige generalforsamling fastsetter hvert år utbytte basert på forslag fremmet av selskapets styre.

For 2007 ble det utbetalt et utbytte på 7,50 NOK per aksje, mens det i 2008 ble betalt 3,50 NOK per aksje.

Mellom 1998 og 2008 har den totale omsetningen for Ekornes på verdensbasis mer enn fordoblet seg. Ser man på regionnivå er imidlertid bildet noe mer nyansert. I Norge ser vi at veksten har stoppet opp og kanskje til og med er på vei ned. I 2003 passerte både Mellom Europa og USA/Canada det norske markedet i omsetning. Per i dag er den norske delen av omsetningen på omtrent 15%. Dette betyr at Ekornes er relativt mer påvirket av internasjonale svingninger enn de norske.

Figur 1: Årlig omsetning





Figur 2: Omsetning delt opp i markeder

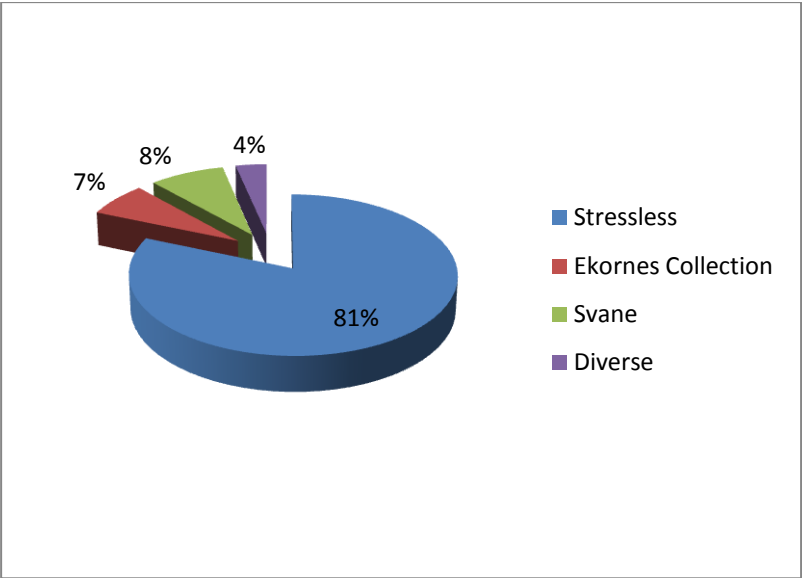
Konkurransesbildet er sammensatt av mange mindre og mellomstore leverandører, mange av disse fra Asia. Dette er ikke spesielt overraskende med tanke på Ekornes internasjonale profil.

Ekornes har i 2008 fortsatt med overvåking og inntar en aktiv holdning overfor kopiprodukter og feilaktig bruk av selskapets varemerker. Blant annet fortsetter en aksjon mot kinesiske produsenter der flere av disse har akseptert å avslutte produksjon av stressless kopier.

Ekornes har en aktiv holdning til beskyttelse av tekniske løsninger, design og merkenavn. Disse immaterielle rettighetene er registrert i mer enn 40 land. Eventuelle overtredelser blir konsekvent fulgt opp.

## 2.4 Produktområder

I diagrammet ser vi at over 80% av omsetningen stammer fra Stressless<sup>®</sup>. Denne produktgruppen er tradisjonelt den med absolutt størst bidrag til omsetning.



Figur 3: Omsetning delt opp i produktgrupper



## 3. Verdsettelsesmodell

Det eksisterer tre hovedteknikker for verdsettelse (Knivsflå, 2008)

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

Disse teknikkene utelukker ikke hverandre, og er vanligvis supplerende. I dette kapitlet presenterer jeg kort disse hovedteknikkene, og jeg begrunner også mitt valg av fundamental verdsettelse for å verdsette Ekornes.

### 3.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av et fremtidsregnskap basert på denne analysen. Dette er den mest omfattende av teknikkene. Siden verdsettelsen baseres på tidligere regnskap er det nødvendig å ha tilgang til flere år med data for forsøke å finne trender og hvordan utviklingen kan forventes å bli. Av samme grunn er det også en nødvendighet at tallene man bruker kan forventes å si noe om framtiden også. Det vil si at det ikke er fornuftig å bruke denne teknikken dersom bedriften man verdsetter er i for eksempel oppstarts- eller avviklingsfasen.

### 3.2 Komparativ verdsettelse

Når man utfører en komparativ verdsettelse vil si at man verdsetter bedriften ut fra sammenligninger med enten tilsvarende bedrifter eller eiendeler. Ved å bruke multiplikatormodeller verdsettes bedriften direkte ved å se hvordan et utvalg av komparative bedrifter verdsettes i markedet. Ved å bruke substansverdimodellen verdsettes bedriften indirekte ved å sammenligne eiendeler og gjeld i bedriften med markedsverdien på komparative eiendeler og gjeld.

### 3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

En ”opsjonsbasert verdsettelse er separat verdivurdering av fleksibilitet og andre opsjoner i drift og finansiering gjennom opsjonsprising”.<sup>5</sup> Verdien av denne fleksibiliteten blir gjerne lagt til selskapets fundamentale verdi. Man kan derfor se på opsjonsbasert verdsettelse som en utvidelse av fundamental verdsettelse.

### 3.4 Valg av verdsettelses teknikk

Det eneste virksomheten i Norge som til en viss grad kan sammenlignes med Ekornes er Hjellegjerde. En bedrift er ikke tilstrekkelig for å gjennomføre en fullverdig komparativ verdsettelse.

I offentlig tilgjengelig informasjon finner jeg ingenting som tilsier at Ekornes befinner seg i en situasjon der de har betydelige realopsjoner eller lignende. Derfor holdes opsjonsbasert verdsettelse helt utenfor.

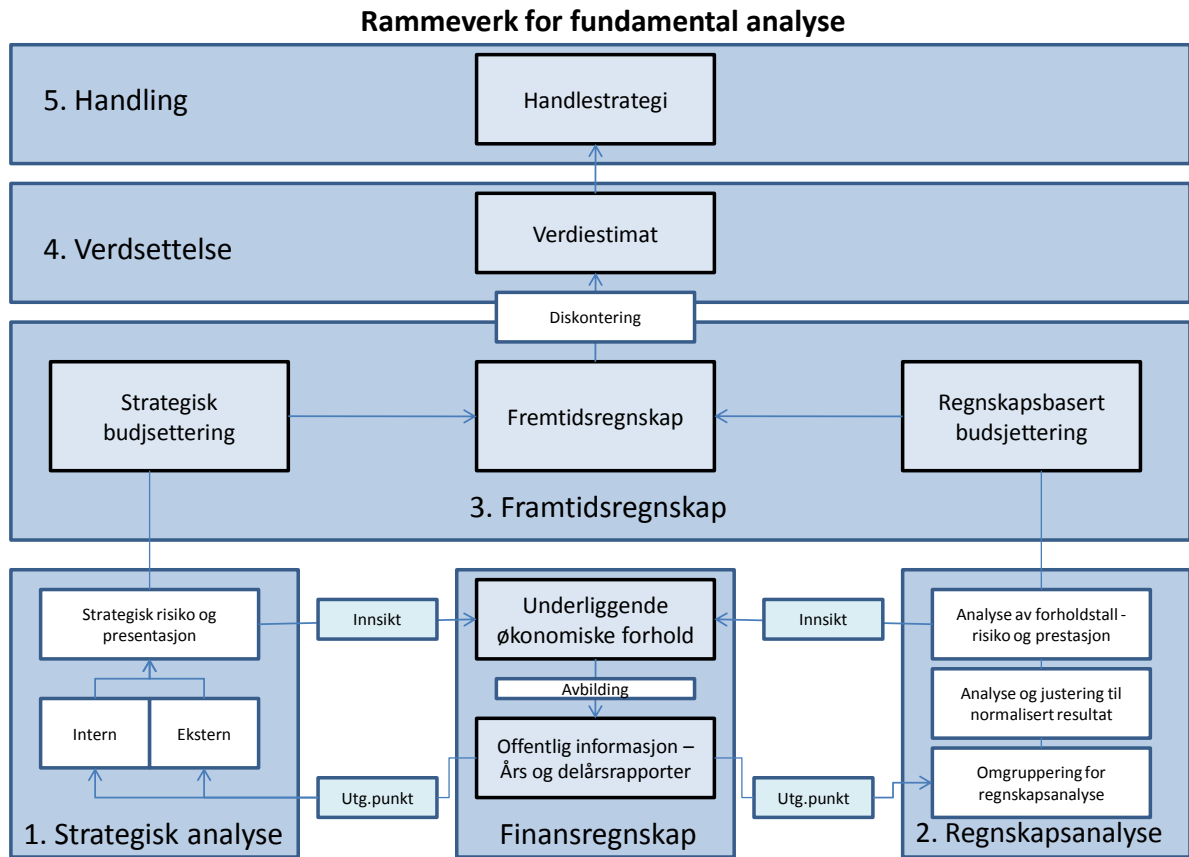
På grunn av dette, samt at Ekornes opererer i en moden bransje og også har mange år med tilgjengelige regnskapstall, velger jeg å benytte meg av fundamental verdsettelse i denne oppgaven.

### 3.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse

I kurset BUS425, verdsettelse og regnskapsanalyse, blir det presentert et rammeverk for fundamental verdsettelse. Man tar utgangspunkt i offentlig informasjon og foretar en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Deretter utarbeider man et framtidsregnskap som blir diskontert for å få et verdiestimat. Dette ser man skissert i figuren nedenfor.

---

<sup>5</sup> Kinserdal, BUS 425 2008



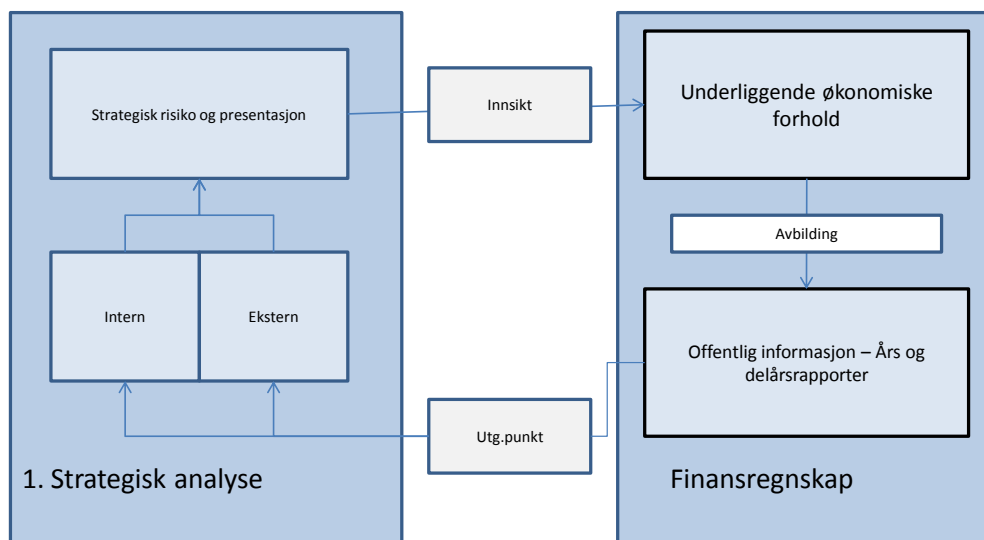
Figur 4: Rammeverk for fundamental verdsettelse

Dette rammeverket kommer jeg til å følge gjennom hele oppgaven. I kapittel fire tar jeg for meg den strategiske analysen. Deretter følger jeg opp med regnskapsanalysen i kapittel fem. I kapittel seks er det fremtidsregnskapet som er viet oppmerksomhet, mens det i kapittel sju er selve verdsettelsen som står i fokus. Jeg avslutter i kapittel åtte med en handlestrategi.

## 4. Strategisk Analyse

Formålet med å gjennomføre en strategisk analyse for Ekornes er å tilegne seg innsikt i bransjemessige og bedriftsmessige forhold som er av betydning for fremtidsutsiktene til selskapet. Sammen med regnskapsanalysen vil denne innsikten danne grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

### Rammeverk for strategisk analyse



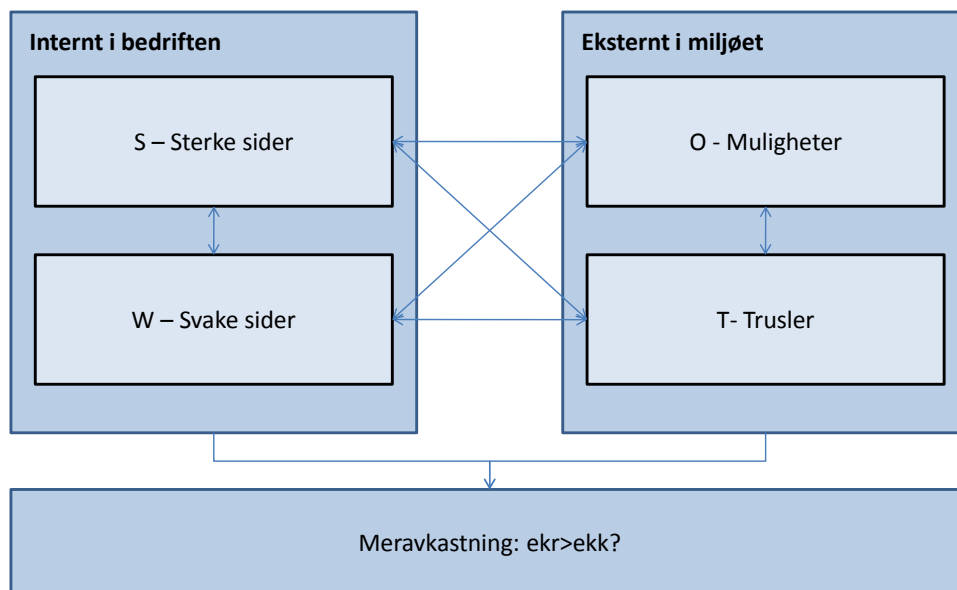
Figur 5: Rammeverk for strategisk analyse

I utførelsen av den strategiske analysen gjennomfører man både en ekstern analyse og en intern analyse. Den eksterne analysen ser på bransjen bedriften tilhører, mens den interne analysen fokuserer på bedriftens egne ressurser. Resultatet av disse analysene vil framskaffe informasjon om hvilke trusler og muligheter som finnes utenfor bedriften, samt hvilken styrker og svakheter bedriften har i forhold til sine konkurrenter. Dette vil igjen indikere hvorvidt bedriften har muligheter til å oppnå superprofitt, altså en egenkapitalrentabilitet

som er høyere enn kravet som stilles til rentabiliteten. Dette er viktig i en verdsettelsessammenheng fordi en av de viktigste faktorene til fremtidig inntjening er hvorvidt bedriften har et varig konkurransefortrinn eller ikke

Denne type analyse kalles gjerne for SWOT-analyse.

### SWOT-modellen

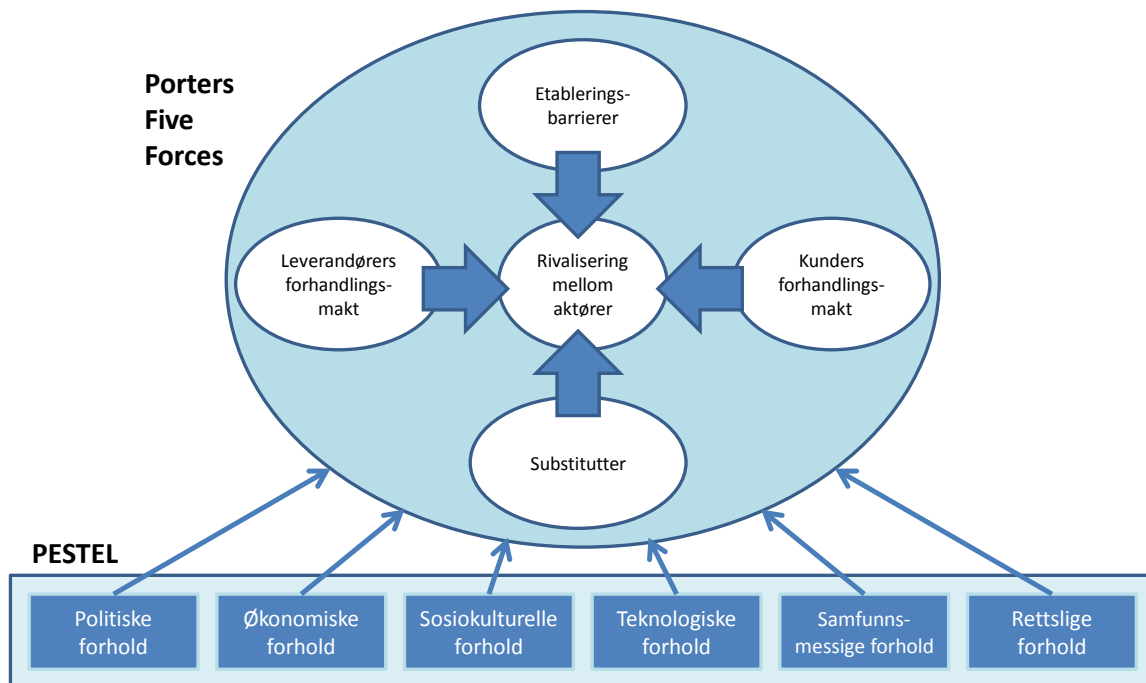


Figur 6: SWOT-modellen

## 4.1 Ekstern analyse

Formålet med en ekstern analyse er å identifisere muligheter og trusler i omgivelsene, både nå og i framtiden. Vanligvis deles den eksterne analysen opp i to, en bransjeanalyse og en del der man ser på forskjellige makrovariabler. Til bransjeanalysen benyttes Porters Five Forces<sup>6</sup> (Porter 1980), mens til analysen av makrovariablene benyttes PESTEL-modellen (Hill&Jones 2001). Dette kan sammenfattes slik som figuren nedenfor viser.

## Ekstern analyse



Figur 7: Porter's Five Forces og PESTEL

### 4.1.1 Porters Five Forces

Formålet med Porters Five Forces er å analysere det som Porter kaller de fem konkurransekraftene. Dette er krefter og variable som påvirker et selskaps konkurransekraft i den bransjen de driver i. Porter hevder at potensialet for lønnsomhet i en bestemt bransje bestemmes av nivået på disse fem konkurransekraftene. Jo sterkere de ulike konkurransekraftene er, jo vanskeligere er det for nye aktører å trenge inn i markedet.

#### *Etableringsbarrierer*

Dette er faktorer som enten gjør det vanskeligere eller forhindrer nykommere å komme inn i markedet.

- **Skalafordeler** tvinger nykommere til enten å komme inn med store volum med en gang, eller å akseptere at de har høyere kostnader enn etablerte aktører.
- **Breddefordeler** handler om at man kan produsere en rekke forskjellige produkter på grunnlag av de samme innsatsfaktorene.

- **Produktdifferensiering** innebærer at de etablerte aktørene har opparbeidet seg kundelojalitet og varemerker som eventuelle nykommere må overvinne.
- **Kapitalbehov** går på at det er nødvendig med store finansielle ressurser for sette opp produksjonsfasiliteter, til å dekke lager, til forskning og utvikling og lignende.
- **Byttekostnader** er kostnader kundene har med å bytte leverandør.
- **Tilgang til distribusjonskanaler** er en barriere dersom det er nødvendig å benytte seg av de samme kanalene som de etablerte aktørene gjør.

### **Analyse**

Det finnes mange møbelprodusenter som ikke er spesielt store. For å konkurrere med de er det neppe en nødvendighet å måtte dra nytte av stordriftsfordeler. Møbelbransjen domineres imidlertid av noen få og store produsenter. Disse må antas å ha nytte av både skala og breddefordeler.

I tillegg har de store aktørene veletablerte og godt innarbeidede merkenavn som eventuelle nykommere må kjempe i mot.

Som et ledd i spesialisering av produksjonen og for å gjøre produksjonen mer effektiv blir det større og større behov for ny teknologi og automatisering. Dette gjør at møbelbransjen er relativt kapitalintensiv.

Det er ingen byttekostnader forbundet med å bytte leverandør av møbler.

Enkelte møbelprodusenter har sine egne distribusjonskanaler. Andre benytter seg av andre, enten store kjeder eller enkeltstående butikker. Enten må nykommere lage sine egne distribusjonskanaler. Det er dyrt. Alternativt må de skaffe inngangspass til de store kjedene. For å få til dette må de sannsynligvis skille seg ut på pris ved at de er et billigere alternativ enn de eksisterende. Å få innpass oss enkeltstående butikker er neppe kostnadseffektivt siden det må forhandles fram en egen løsning med hver butikk.

### **Substitutter**

Et substitutt er et produkt som kan dekke samme funksjon som produktet som er i fokus. Substitutter setter et tak på lønnsomheten i en bransje i og med at kundene velger å gå over

til substituttet dersom det opprinnelige produktet blir for dyrt. Derfor vil marginen på et produkt være direkte tilknyttet i hvilken grad produktet kan substitueres.

### **Analyse**

Til møbelbransjen generelt, og til produktgruppene til Ekornes spesielt, finnes det i dag ingen klare substiutter. Det er også lite som tyder på at erstatninger for sofaer, stoler, og senger skal dukke opp i overskuelig framtid.

### *Leverandører*

Leverandører er en trussel for et selskap om de kan øke prisene på et produkt eller redusere kvaliteten på produktet (Hill, Jones & Galwin 2005). I følge Porter har leverandørene høy grad av forhandlingsmakt hvis:

- Produktet som leverandøren selger har få substitutter og er viktig for selskapet.
- Bransjen selskapet opererer i ikke er en viktig kunde for leverandøren.
- Høye byttekostnader ved å skifte leverandør.
- Leverandøren kan true med vertikal integrasjon og dermed bli en direkte konkurrent med selskapet.
- Selskapet ikke kan true med vertikal integrasjon og altså ikke har mulighet til å produsere sine egne råvarer.

### **Analyse**

Ekornes har i lang tid hatt en strategi om å kjøpe opp viktige leverandører. Kun i store og velfungerende markeder har de benyttet seg av eksterne leverandører. Dette har de klart, og alle de eksterne innkjøpene de gjør er standardiserte råvarer. Ekornes har på dette området en stor fordel i forhold til sine konkurrenter som i mye større grad benytter seg av utenforstående leverandører.

### *Kunder*

Kunder kan enten være sluttbrukere eller distributører. De har sterk forhandlingsmakt dersom de kan kreve lavere priser eller bedre kvalitet fra selskapet. Graden av forhandlingsmakt varierer med:



- Antall leverandører i forhold til kunder. Mange leverandører og få kunder gir kundene større forhandlingsmakt.
- Kvantum. Jo større kvanta kundene kjøper jo større forhandlingsmakt.
- Byttekostnader. Er disse lave for kunden får han også større forhandlingsmakt.
- Vertikal integrasjon. Dersom kunden kan starte med produksjon av egne råvarer har han større forhandlingsmakt.

### **Analyse**

Ekornes har ikke et eget distribusjonsnett. I all hovedsak benytter de seg av større kjeder til distribusjon av møbler til sluttbrukerne. Dette er ganske vanlig i møbelbransjen, både nasjonalt og internasjonalt. Man kan derfor si at det er relativt få men store kunder møbelprodusentene har med å gjøre. De har derfor en viss forhandlingsmakt og kan antas å være en sterke markeds kraft. Det er også vanlig å inngå gode samarbeidsavtaler med et lite antall distributører. Dette for å sikre seg at de velger å prioritere akkurat Ekornes varer.

### ***Rivalisering***

Rivalisering mellom aktører i et marked påvirkes av alle de andre faktorene i Porters Five Forces. Dersom det er stor konkurranse blant aktørene i et marked kan det føre til priskrig og dermed en trussel mot superprofitt. Graden av rivalisering er avhengig av flere forskjellige faktorer:

- Mange eller likeverdige konkurrenter
- Lav vekst i bransjen
- Høye faste kostnader
- Mangel på produkt differensiering og byttekostnader
- Etterspørselsforhold
- Utgangsbarrierer

### **Analyse**

Med unntak av 2008 har Ekornes de senere årene opplevd vekst i de internasjonale markedene. Dette tyder på at de hevder seg bra i konkurransen med andre møbelprodusenter. Det største problemet Ekornes typisk har er kopiering av deres produkter i asiatiske lavkostland. Dette må de bruke mer og mer ressurser på.

Innenlands er det Hjellegjerde som er Ekornes største konkurrent. Selv om omsetningen i Norge har sunket litt er det mest sannsynlig at dette skyldes at markedet er mettet framfor at Ekornes har kommet dårligere ut enn sine konkurrenter. Dette fordi de typisk har gjort opplevd enda større svikt i omsetningen.

### **4.1.2 PESTEL**

I PESTEL deles de makroøkonomiske omgivelsene inn i seks grupper.

#### *Politiske forhold*

Dette inkluderer både formelle og uformelle spilleregler som bransjen må innrette seg etter. Eksempelvis kan dette være HMS eller tendenser til å endre lover ved nye regjeringer.

#### **Analyse**

Norge er et land med tradisjon for fagforeninger og de senere år også høye lønninger. Dette er et resultat av politikken som har vært ført her i landet over tid. De ansatte i bedriftene våre har flere rettigheter enn tilsvarende bedrifter i utlandet, og lønnsveksten er også høy. Derfor passer ikke arbeidsintensiv virksomhet veldig godt inn i Norge. Det har påvirket norske møbelprodusenter til å automatisere mer enn andre konkurrenter i andre land.

Næringspolitikken i Norge må kunne sies å være relativt stabil selv om det skjer endringer når den politiske ledelsen skiftes ut. Skatte- og utbyttepolitikk er to typiske områder som typisk blir berørt.

I og med at Norge er relativt langt fremme i forhold til miljøspørsmål påvirker dette også Ekornes. Dette ser man spor av i de siste årsrapportene der de har begynt med miljømål.<sup>7</sup> Slike ting er kostbare, men heller ikke mulig å slippe unna så lenge man er en norsk bedrift.

#### *Økonomiske forhold*

Slike forhold kan sammenfattes som det som påvirker kundenes kjøpekraft eller bedriftens kostnader. Eksempler på dette er endret rente og valutakurs.

---

**Analyse**

Dette er kanskje det forholdet som har mest innvirkning på verdien av Ekornes for tiden. Den verdensomspennende finanskrisen påvirker alle bedrifter på en eller annen måte, men møbelindustrien er kanskje spesielt utsatt. Først og fremst er det slik fordi møbler er en produktgruppe som er blant de første som prioriteres bort når ressursene blir knappere hos sluttbrukerne. Det ser vi også resultatet av i kommentarer i kvartals- og årsrapporter hos både Ekornes og Hjellegjerde.

Den siste tiden har kanskje denne negative innvirkningen blitt noe motarbeidet av den svake kronekursen. Dette gjør norske varer billigere i utlandet, og dermed mer konkurransedyktig.

***Sosiokulturelle forhold***

Her handler det om både demografiske og kulturelle forhold. Demografien sier blant annet noe om størrelsen på et marked, mens kultur sier noe om hvilke preferanser kundene har.

**Analyse**

Den delen av møbelindustrien Ekornes representerer opererer i størst grad i rike vestlige land. Det betyr at vi snakker om et marked på omtrent om lag en milliard mennesker. Innad i dette markedet er det naturligvis forskjeller både med tanke på kultur, klima og behov. Felles er imidlertid ønsket om å ligge og sitte komfortabelt og praktisk.

***Teknologiske forhold***

Nå snakker vi om blant annet produksjonstekniske forhold og forskning og utvikling. Dette er med på å bestemme hvor effektivt det kan produseres.

**Analyse**

Ekornes er en av de fremste i verden på automatiseringsteknikker innen møbelindustrien. Dette kommer som en naturlig følge av det høye kostnadsnivået i Norge på arbeidskraft. Det brukes mye penger på forskning og utvikling innen i Norge på dette. Myndighetene er kanskje ikke den største pådriveren innenfor området, men de er i alle fall med på å bære

lasset. Dette kommer til synes blant annet gjennom Innovasjon Møbel.<sup>8</sup> Forholdene for teknologisk utvikling er god i Norge.

### *Samfunnsmessige forhold*

Ting som sorterer under denne typen forhold er for eksempel lokalisering av bedriften og tilgang til billig arbeidskraft.

### **Analyse**

Møbelindustrien i Norge er et klassisk eksempel på en næringsklynge. Store deler av den er nemlig plassert på Sunnmøre. Denne typen næringsklynger har en rekke positive effekter. Over tid skapes et miljø og tradisjoner for møbelproduksjon. Dette gir både tilgang til erfaring og muligheter for viderutvikling. I den videregående skole gis det for eksempel muligheter til utdanningsmuligheter innen møbelindustrien.<sup>9</sup>

### *Rettslige forhold*

Her inkluderer man alt det juridiske. Internasjonale selskaper må for eksempel tilpasse seg både internasjonale og nasjonale lover.

### **Analyse**

Som det internasjonale selskapet Ekornes er må det forholde seg til et både norsk og internasjonalt lovverk. Siden det absolutt meste av produksjonen foregår i Norge er det kun i forhold til salgsapparatet og distribusjonen utover dette skaper ekstra arbeid. Nå er det sjeldent store begrensninger på møbelhandel generelt, men enkelte steder har Ekornes opplevd problemer med lovgivning i forhold til innførsel av varer, eksempelvis i Russland<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> Innovasjon Møbel er et prosjekt som støtter norske bedrifter i deres satsninger på å posisjonere seg og komme inn på utvalgte markeder i andre land. <http://www.innovasjonnorge.no/Fylke/More-og-Romsdal/Mobel/Innovasjon-Mobel/>, (17.12.09)

<sup>9</sup> Tipnett, <http://www.tipnett.no/default.aspx?menu=619&view=organisation&orgtype=2>, (17.12.09)

<sup>10</sup> Ekornes kvartalsrapport 4, 2004

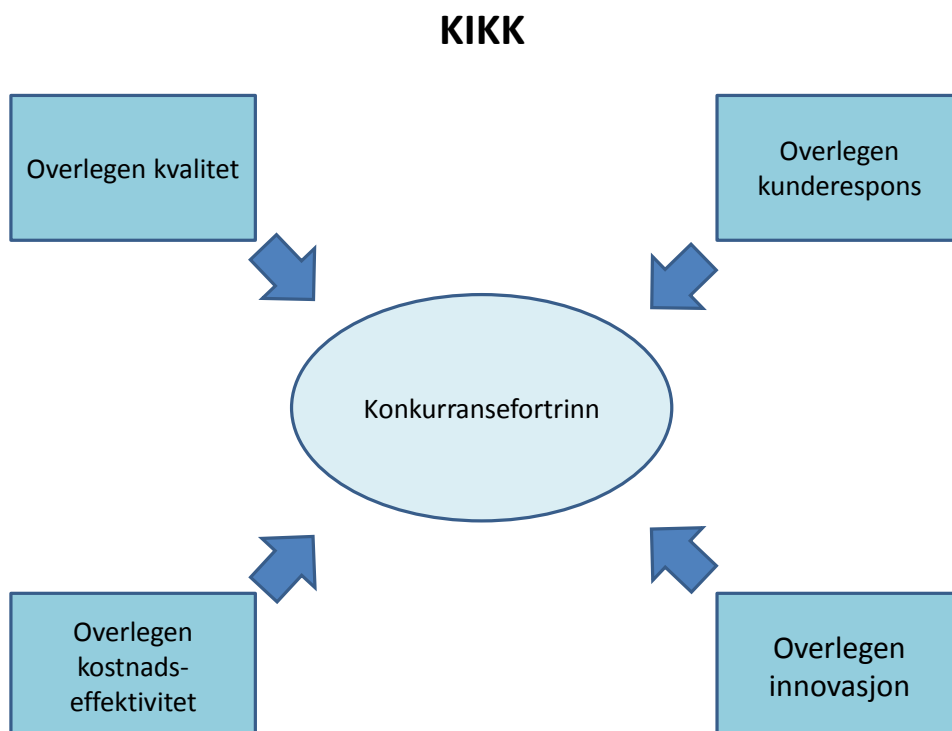
## 4.2 Intern analyse

Så langt i oppgaven har vi sett på hvilke muligheter og trusler som finnes i bransjen. I dette kapittelet går vi et steg videre og fokuserer på hvilke ressurser Ekornes har som kan dra nytte av disse mulighetene, og danne grunnlag for varige konkurransefortrinn.

KIKK-modellen (Hill&Jones 2001) forteller i hvilke områder et konkurransefortrinn kan skapes. Denne brukes så på Ekornes for å finne ressurser som kan være mulige kilder til konkurransefortrinn. Til slutt kjøres disse ressursene gjennom en SVIMA-analyse (Jacobsen og Lien 2001). Denne brukes til å finne ut hvorvidt en ressurs er en kilde til et varig konkurransefortrinn eller ikke.

### 4.2.1 KIKK

KIKK antar at en bedrift kan oppnå konkurransefortrinn i et eller flere av følgende områder:



Figur 8: KIKK-modellen

### *Kostnadsstruktur*

Dersom et selskap har en bedre kostnadsstruktur enn sine konkurrenter vil de også kunne oppnå høyere lønnsomhet. Dette fordi de kan ta en lavere pris for sine produkter, noe som igjen kan føre til økt markedsmakt, vekst og til slutt økt avkastning.

### **Analyse**

Majoriteten av Ekornes produksjon foregår i Norge. Siden Norge er et høykostland, spesielt med tanke på arbeidskraft, innebærer dette visse utfordringer for Ekornes. Derfor har bedriften over tid satset mye på automatisering av produksjonsprosessen, og er etterhvert blitt verdensledende på utvikling av roboter til produksjon av møbler.

Ekornes har i lang tid arbeidet målbevisst med å forbedre lønnsomheten i bedriften. I dette arbeidet har de forsøkt å gjøre verdikjeden så effektiv som mulig. Med tanke på inngående logistikk har de stort sett kjøpt opp underleverandører som produserer spesialiserte varer, mens mindre spesialiserte varer handles i markeder med sterk konkurranse og gunstige priser. Innenfor produksjonen legger man merke til at alle fabrikkene er begrenset til produksjon av en eller få bestemte varer. Dette fører til spesialiseringsfordeler. Utgående logistikk er tatt hånd om gjennom nære forhold til noen få distributører. Dette sikrer Ekornes høy prioritet hos den enkelte. Distributørene tar også for seg førstehåndsservicen. Markedsføringen er fokusert på merkevarebygging, noe Ekornes har valgt å satse mye på.

Valget av lokalisering til bedriftens anlegg er også gjort med tanke på effektivisering. Som nevnt tidligere er de fleste av bedriftens produksjonsanlegg plassert i nærhet til hverandre. Dette er kostnadsminimerende først og fremst siden man kan handle råstoffer mer effektivt.

Ut fra dette må man kunne anta at måten møblene produseres på er et mulig konkurransefortrinn. Et annet mulig konkurransefortrinn er distribusjonsnettverket.

### *Innovasjon*

Evnen til innovasjon kan resultere i nye produkter eller nye egenskaper til eksisterende produkter. Dette kan igjen medføre at selskapet kan differensiere seg fra sine konkurrenter og oppnå konkurransefortrinn.

### **Analyse**

Nytenkning har i hele Ekornes levetid vært avgjørende for hvordan det har gått med bedriften.

Da Ekornes lanserte Stressless i 1971 var det en nyvinning innenfor møbelindustrien. Det hadde aldri blitt laget en stol der man kunne lene seg bakover og svinge seg rundt. Denne nye måten å tenke stol på var gjennombruddet til Ekornes internasjonalt.<sup>11</sup>

På samme måten er den kostnadsbesparende metoden med automatisering i møbelproduksjonen en ide Ekornes har kjørt fullt ut, og som også har vært avgjørende for bedriftens mulighet til å drive lønnsomt.

Det er mange som forsøker å ta bruk av Ekornes sine nyvinninger. For å beskytte sine rettigheter har Ekornes sett seg nødt til å ta slike saker inn i rettssystemet. På et hvert tidspunkt har de flere rettsaker av denne typen pågående i ulike land. At noen velger å kopiere Ekornes løsninger tyder på at Ekornes er innovative og nyskapende.

Ekornes har helt tydelig en evne til innovasjon, og denne kan være et mulig konkurransefortrinn. På grunn av sin evne til innovasjon har de allerede oppfunnet flere løsninger som de har patentert. Disse løsningene og patentene kan også være en kilde til konkurransefortrinn.

Jeg har tidligere vært inne på at Ekornes ikke er i besittelse av realopsjoner og lignende i særlig stor grad. Med tanke på den beviselige evnen til innvasjon som Ekornes har, kan man imidlertid se på dette som en type opsjon. Dersom det nyutviklede produktet går godt, har Ekornes opsjon på å øke produksjonen på produktet og la det bidra til vekst i bedriften.

### ***Kvalitet***

Om et selskap er kjent for å ha høy kvalitet på sine produkter vil dette være et konkurransefortrinn. Dette baserer seg på at produktene med bedre kvalitet vil har større

---

<sup>11</sup> Ekornes, <http://www.ekornes.no/no/stressless/historienomstressless/list/1971denforstestresslessserdage/>, (17.12.09)

verdi for kunden, noe som igjen medfører at prisen på produktet kan settes høyere enn konkurrentene.

### **Analyse**

I bedriftens forretningside er det stadfestet at utvikling av produkter som er fremragende på både komfort og funksjon skal være en av grunnsteinene for Ekornes. Ekornes sine produkter skal med andre være i utmerket kvalitet. Dette er merkenavnet Stressless et godt eksempel på. Et glitrende produkt har gjennom god markedsføring og distribusjon blitt et kjent merkenavn i hele verden. De øvrige produktene til Ekornes er kanskje ikke like kjent, spesielt utenfor Norden, men de er alle bygget opp med de samme standardene for kvalitet. Hjemme i Norge regnes Ekornes for å være et sted mellom mid-range og high-range møbler.

Med tanke på hvordan Stressless har bredt seg ut i verden er det rimelig å anta at merkenavnet til Stressless og Ekornes kan være et mulig konkurransefortrinn.

### ***Kundeorientering***

Dette handler om et selskaps egenskap til å identifisere og tilfredsstille kundenes behov. Om de er flinke til dette vil kundene kunne tillegge selskapets varer økt verdi.

### **Analyse**

Inntil finanskrisen inntraff senhøstes 2008 opplevde Ekornes vekst i alle markeder verden over, med unntak av hjemmemarkedet der det til en viss grad har begynt å bli noe mett. Dette tyder på at selskapet faktisk er flinke til å vite hvilke behov kundene har. Uten å være flinke til dette ville ikke veksten ha vært til stede.

Når man så vet at Stresslessproduktene er de som står for majoriteten av Ekornes omsetning, og samtidig ser på hvordan de over tid har utviklet seg forstår man også at Ekornes er flinke på området. Sakte men sikkert fra Stressless ble introdusert i 1971 har Ekornes videreutviklet produktene i tråd med hva folk ønsker. Den første Stressless introduserte glidesystemet som gjør at man kan gå fra sittende til liggende stilling på en enkel og naturlig måte. Deretter kom gradvis andre justeringsmuligheter inn i bildet, sofaer og hjemmekinoanlegg.

På måten Ekornes har vokst de seneste 10 årene har man grunn til å tro at de er flinke til å treffe det som kundene ønsker å kjøpe. Evnen til å se hva kundene egentlig ønsker seg er derfor et mulig konkurransefortrinn.



## *Oppsummering*

Ved hjelp av KIKK-modellen har jeg funnet fram til følgende ressurser som kan være mulige konkurransefortrinn for Ekornes:

- Effektiv møbelproduksjon
- Velfungerende verdikjede
- Innovasjonsevne
- Eksisterende patenter
- Merkenavn
- Kundeforståelse

### **4.2.2 SVIMA**

Hensikten med SVIMA er å identifisere hvilke av bedriftens ressurser som kan gi varige konkurransefortrinn, altså ressurser som kan være kilder til større lønnsomhet enn gjennomsnittet i en bransje. SVIMA antar at det er fem betingelser som være oppfylt for at en ressurs skal kunne gi et varig konkurransefortrinn.

#### 1. Sjelden.

Med dette menes det at konkurrentene ikke innehar ressursen i samme grad eller omfang.

#### 2. Viktig

Dette betyr at ressursen må utgjøre en effekt på bedriftens kostnader eller inntekter.

#### 3. Ikke-imiterbar

Hvis en ressurs lett kan kopieres eller erstattes kan det ikke være kilde til et varig konkurransefortrinn.

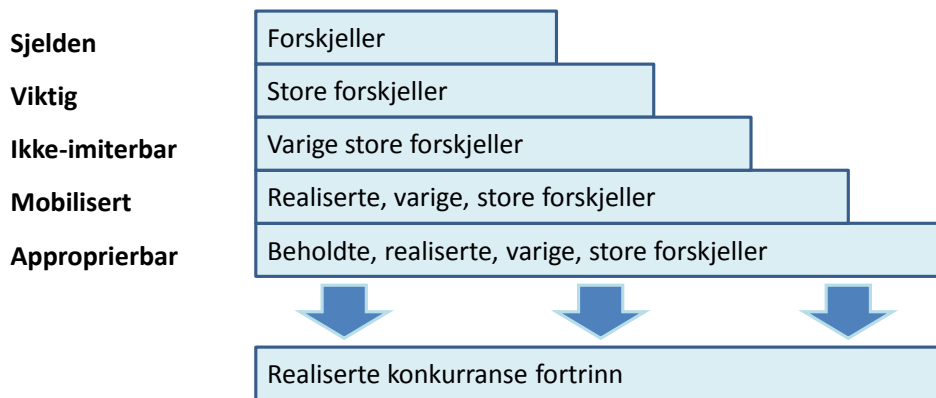
#### 4. Mobilisert

Om ressursen ikke utnyttes effektivt er den ikke mobilisert. Det er viktig at organisasjonen er utformet slik at ressursen utnyttes optimalt.

## 5. Appropriert

Hvorvidt en ressurs er appropriert eller ikke går ut på om verdiene den skaper kommer bedriften til gode eller om den forsvinner til kunder eller leverandører.

### SVIMA-trappen



Figur 9: SVIMA-trappen

I figuren ser vi SVIMA trappen. For å komme nedover trappen må ressursen oppfylle kravene som er på trinnene over. Dersom en bedrift skal ha et varig konkurransefortrinn må den ha ressurser på det nederste trappetrinnet. Det vil si at ressursen må være både sjelden, varig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar.

I denne delen kommer jeg til å ta for meg hver enkelt av de ressursene jeg identifiserte ved hjelp av KIKK og se hvor de kan plasseres i SVIMA-trappen.

### *Effektiv møbelproduksjon*

Ekornes er ledende i verden innen automatisert møbelproduksjon. Ressursen er dermed sjelden i den forstand at de andre ikke har tilgang til den i samme grad som Ekornes.

Ekornes har besluttet å drive møbelproduksjonen i Norge. Med tanke på det høye lønnsnivået i Norge er det helt avgjørende for konsernet å ha automatisert produksjon så langt det lar seg gjøre. Ressursen er altså også viktig. Produksjonen i sin nåværende form er nok imiterbar over tid. Posisjonen som ledende innenfor videreutvikling av automatisert produksjon er derimot ikke så lett å rokke ved. For å klare det vil det i så fall kreve store finansielle ressurser av en eller flere konkurrerende bedrifter. Det er imidlertid noe usikkert med hvorvidt det lønner seg å være den ledende innen området, eller om det er best å bare nyte godt av arbeidet andre gjør. Under tvil velger jeg å karakterisere møbelproduksjonen som imiterbar. Ekornes er helt avhengig av denne automatiserte produksjonen og den er fullstendig inkorporert i konsernet. Ressursen er derfor mobilisert. Det sies at den automatiserte produksjonen gir omtrent like kostnader som om Ekornes hadde valgt å plassere produksjonen utenlands.<sup>12</sup> Man kan derfor hevde at bedriften gjennom sine arbeidstakere er den som drar nytte av ressursene, de slipper nemlig å miste jobben. Dersom produksjonsvolumet skulle øke vil enhetskostnadene bli mindre og Ekornes vil selv sitte igjen med hele nettogevinsten. Ressursen er derfor appropriert.

### *Velfungerende verdikjede*

En velfungerende verdikjede er en ressurs flere kan ha. Det er imidlertid knyttet målrettet arbeid over lang tid for å oppnå dette. Verdikjeden til en bedrift er heller ikke lik verdikjeden til en annen bedrift selv om de begge er velfungerende. De kan være gode på hver sine områder. Ekornes sin verdikjede vil jeg derfor karakterisere som en sjelden ressurs. Det er av helt avgjørende betydning for Ekornes at verdikjeden er slik den er i dag, hovedsaklig fordi de fleste konkurrentene produserer i lavkostland. Derfor er den også viktig. Konkurrenter kan nok finne ut mye om hvordan verdikjeden til Ekornes ser ut, men derfra til å implementere det samme hos egen bedrift er det langt. Sannsynligvis vil det bare bli en dårlig kopi. Under tvil karakteriserer jeg en velfungerende verdikjede for imiterbar. En verdikjede er en beskrivelse av hvordan bedriften faktisk fungerer. Siden bedriften faktisk

---

<sup>12</sup> Hadde det vært mye dyrere hadde Ekornes neppe klart å ta så store markedsandeler de faktisk gjør internasjonalt. På samme måte ville sannsynligvis konkurrentene i enda sterkere grad forsøkt å automatisere sin produksjon dersom det hadde vært mye billigere.

fungerer er ressursen også nødt til å være mobilisert. Av samme grunn som for den effektive produksjonen er også verdikjeden approprierbar.

### *Innovasjonsevne*

Det er begrenset hvor mye som kan finnes opp eller gjøres på nye og bedre måter til enhver tid innenfor møbelmarkedet. Til tross for dette har altså Ekornes vært ledende på nyvinninger i sitt markedssegment gjennom flere tiår. Det må derfor kunne sies at deres innovasjonsevne er sjelden. Uten å fornye seg vil en bedrift definitivt falle gjennom over tid. Å inneha evnen til nytenkning er derfor viktig. Innovasjonsevne kan ikke imiteres. I kraft av å ha en forsknings- og utviklingsavdeling som både blir satset på og som har levert resultater må man kunne si at ressursen er mobilisert. I stor grad havner fortjenesten over til bedriften. Det går imidlertid mye bort gjennom tap som følge av kopier og urettmessig bruk av ideer og design. Man kan derfor ikke si at ressursen er approprierbar.

### *Eksisterende patenter*

Siden et patent er eid av kun en rettighetshaver er det nødvendigvis en sjelden ressurs. Ekornes hadde ikke kunnet drive forretninger om folk fritt kunne ta i bruk løsninger de har brukt store ressurser på å utvikle. Patentene er utvilsomt viktige for bedriften. Det er per definisjon ikke lov å imitere et patent. Likevel er det enkelt å gjøre, og det er mange som faktisk ikke tar hensyn til lovligheten i forhold til dette. Et patent er altså imiterbart. Patentene er i alle høyeste grad mobilisert i bedriften. Likeledes er de approprierbare.

### *Merkenavn*

For Ekornes er det merkenavnet Stressless som er deres mest verdifulle merkenavn. Det å ha et merkenavn er i seg selv sjeldent. Siden et merkenavn per definisjon er noe som er kjent hos forbrukerne og noe de er villige til å betale ekstra for er merkenavnet også viktig. Et merkenavn må skapes selv. Det kan ikke imiteres. Ekornes bruker mye ressurser på å opprettholde kunnskapen folk har om Ekornes. Som et av Ekornes fremste konkurransefortrinn er ressursen også mobilisert og appropriert.

### *Kundeforståelse*

Det er mange i møbelbransjen som har god kundeforståelse. Kanskje ikke nødvendigvis i akkurat det markedssegmentet som Ekornes hovedsaklig opererer i, men for de store produsentene er jo ikke veien mellom de forskjellige segmentene nødvendigvis så lang.

Kundeforståelse er ikke sjeldent. For ikke å kaste bort mye tid og ressurser i å produsere og planlegge ting kundene ikke vil ha er det av stor betydning å ha en god forståelse av hva kundene faktisk vil ha. Ressursen er derfor viktig. Man kan ikke kopiere Ekornes sin spesifikke kundeforståelse. Det er mulig å jobbe seg fram dit selv, men det er trolig noe som koster en del ressurser. I utgangspunktet er dette derfor imiterbart. Ressursen er mobilisert gjennom allokering av midler i forsknings- og utviklingsavdelingen. Den er appropriert ved at bedriften ikke bruker unødvendige finansielle ressurser på ting kundene ikke vil ha.

### Oppsummering

I skjemaet under har jeg oppsummert SVIMA analysen av de ressursene jeg fant ved hjelp av KIKK verktøyet. Som vi kan se er ressursen merkenavn den eneste som er både sjelden, viktig, ikke-imiterbar og appropriert. Den er med andre ord den eneste kilden til et varig konkurransefortrinn.

## SVIMA-oppsummering

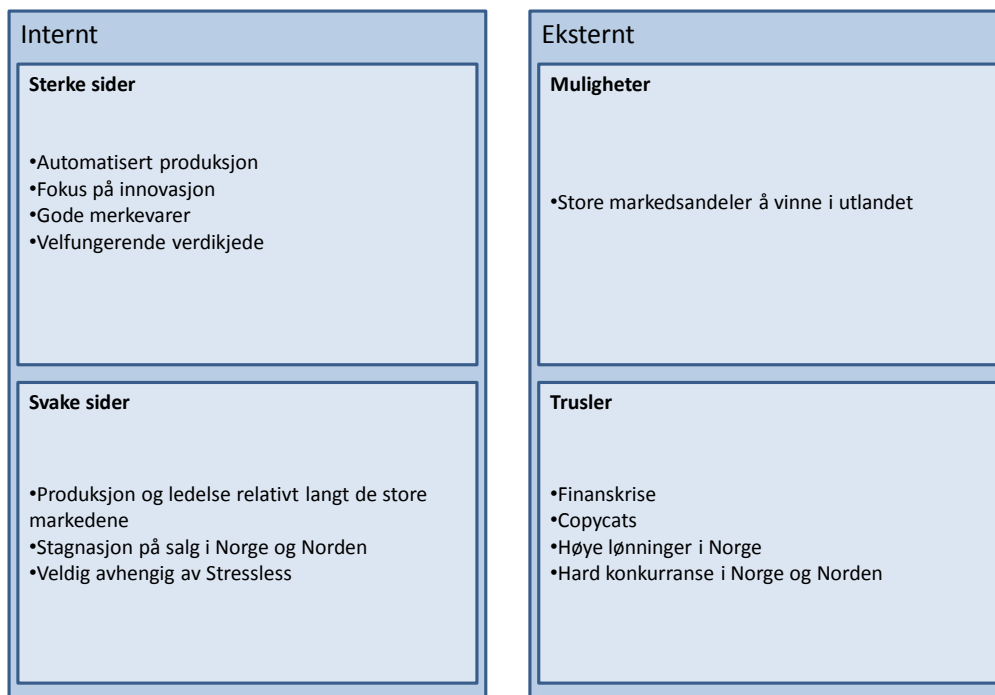
	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Appropriert
Effektiv møbelproduksjon	X	X		X	X
Velfungerende verdikjede	X	X		X	X
Innovasjonsevne	X	X	X	X	
Eksisterende patenter	X	X		X	X
Merkenavn	X	X	X	X	X
Kundeforståelse		X		X	X

Figur 10: Oppsummering SVIMA

## 4.3 Oppsummering strategisk analyse

Den strategiske analysen er fin å oppsummere i et SWOT perspektiv. I skjemaet nedenfor er bedriftens sterke og svake sider, samt trusler og muligheter i det eksterne miljøet sammenfattet.

### SWOT-oppsummering



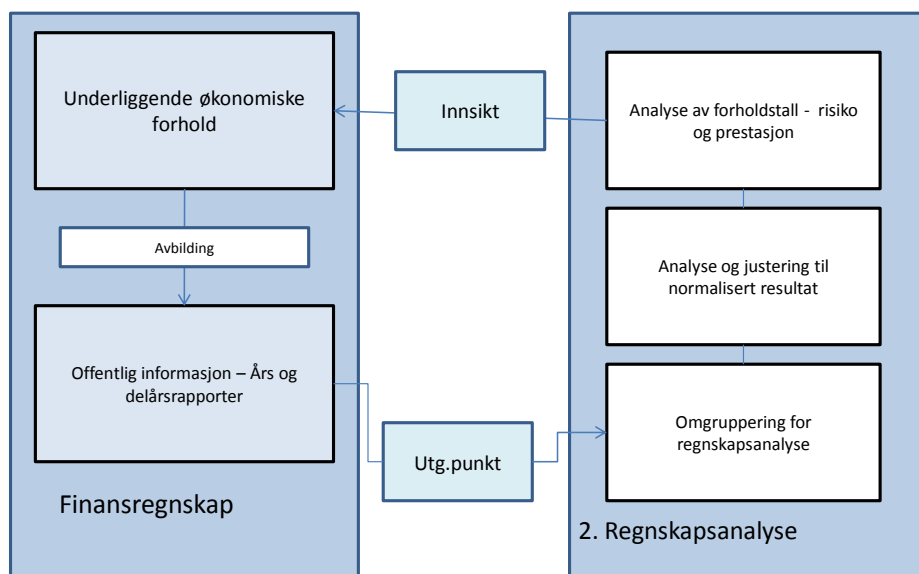
Figur 11: Oppsummering SWOT

Ut fra den strategiske analysen ser vi at Ekornes er en solid bedrift. Den har klart seg relativt bra gjennom finanskrisen, og ting ser ut til å ha snudd. I utlandet er det gode vekstmuligheter. I Norge og Norden ser veksten ut til å ha stagnert. Ekornes har en sterk merkevare i Stressless. Denne har de vært veldig flinke til å videreutvikle i tidligere år. Hvis kundenes preferanser skulle endres vil bedriften være sårbar siden Stressless er den desidert største inntektskilden.

## 5. Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse gjennomføres for å få et inntrykk av kvantitative størrelser rundt Ekornes finansielle forhold. Disse er av stor betydning når man skal finne estimater for hvordan Ekornes kommer til å utvikle seg framover. Sammen med den kvalitative analysen som ble gjort av interne forhold og eksternt miljø i del tre av oppgaven, vil dette gi godt grunnlag for å sette opp et fremtidsregnskap til Ekornes.

Rammeverk for regnskapsanalyse



Figur 12: Rammeverk for regnskapsanalyse

### 5.1 Forberedelse til regnskapsanalysen

Før man starter på selve regnskapsanalysen er det et par praktiske ting som må klarlegges.

### **5.1.1 Valg av analyseperiode**

Først av alt må man bestemme seg for hvor lang tidsperiode man vil ta for seg. Ved valg av en kort tidsperiode finner man lettere trender som har utviklet seg de nærmeste årene. Eksempelvis kan dette være vekst i nye markeder, eller plutselige og uforutsette nedgangstider. Dette er interessant dersom man tror at disse trendene også vil være gyldige for fremtiden. Om man i stedet tar for seg en lengre tidsperiode vil man fange opp langsiktige trender, typisk nyttig om selskapet er stabilt og ikke i kraftig vekst.

Hvis vi ser på perioden i de umiddelbare årene før finanskrisen inntraff høsten 2008, var Ekornes et selskap som totalt sett var i vekst. I all hovedsak var dette på grunn av satsning i nye markeder. På hjemmemarkedet var det mere stabilt. Det stabile hjemmemarkedet antyder at jeg bør velge en lang analyseperiode, mens veksten i utemarkedene antyder en kortere analyseperiode. Såfremt Ekornes kommer ut av finanskrisen med hevet hode, har man ingen grunn til å anta at denne trenden ikke vil fortsette. I øyeblikket ser det ut til at Ekornes klarer seg helt fint<sup>13</sup>, og jeg velger en kompromissløsning med en analyseperiode på fem år.

### **5.1.2 Valg av analysenivå**

Analysenivået i denne oppgaven vil foregå på konsernnivå. Dette er det tre hovedårsaker til. For det første er det ikke tilgjengelig nok regnskapsinformasjon på undernivåer til å gjennomføre en slik analyse på en enkel måte. For det andre er produktområdene til Ekornes relativt homogene.

### **5.1.3 Valg av komparativ bransje/bedrift**

Det er ikke særlig mange bedrifter det er naturlig for Ekornes å sammenligne seg med. Det er nemlig ikke umiddelbart naturlig å sammenligne seg med utenlandske møbelprodusenter da de fleste i all hovedsak baserer seg på produksjon i land med billig arbeidskraft. Som jeg

---

<sup>13</sup> Ekornes kvartalsrapport 2, 2009



har vært inne på tidligere har Ekornes all sin produksjon samlet i Norge og er ledende innen automatisert produksjon. De møbelprodusentene som derimot er lokalisert i Norge er såpass mye mindre at heller ikke de er naturlig å sammenligne seg med. Det beste kompromisset kunne nok vært å bruke norske Hjellegjerde som komparativ bedrift. De har mye av produksjonen samlet i utlandet og en god del mindre omsetning, men de er i alle fall norske og har regnskapstall lett tilgjengelige.

Det å analysere en eller flere bedrifter like grundig som jeg i denne oppgaven gjør med Ekornes, er imidlertid en Masteroppgave i seg selv. Jeg velger derfor å overlate denne fornøyelsen til kommende studenter.

Siden det er få bedrifter det gir mening å sammenligne seg med i Norge er det også problematisk å definere en sammenlignbar bransje. Utenlandske selskaper opererer ofte både med andre regnskapsstandarder og andre lovverk, og de kan heller ikke brukes. Jeg har derfor utelatt komparative bransje fra denne analysen.

## 5.2 Rapporterte tall

Tallene i tabellen nedenfor er et sammendrag av årsrapportene for analyseperioden, og er de som regnskapsanalysen baserer seg på. I alle årsrapportene oppgir de tallene fra resultatregnskap og balanse fra fjoråret. I de tilfeller der de er forskjellige fra de som ble oppgitte i årsrapporten året før, benytter jeg meg av de nyeste tallene.

I 2004 gikk Ekornes over fra NGAAP til IFRS i sine årsrapporter. I den forbindelse ble tallene fra 2003 oversatt til IFRS i årsrapporten for 2004. Det er disse IFRS tallene som er benyttet.

Utover dette ble det i årsrapporten for 2005 endret på inngående balanse i egenkapitalen for 2004, det vil si utgående balanse egenkapital for 2003. En tilsvarende endring ble også gjort i 2006 for egenkapitalen i 2004. For å oppnå konsistens i tallene justerte jeg også egenkapitalen for 2003 med samme endring som i 2004.

På grunn av en endring i skatte/regnskapsreglene uttrykker utsatt skatt i balansen for 2003 noe annet enn utsatt skatt i balansen for 2004. Jeg har regnet ut tallet for 2003 residuelt og justert denne tilsvarende.

Endringen i utsatt skatt og i egenkapitalen for 2003 nullstiller hverandre, og sum eiendeler er derfor i utgangspunktet lik sum egenkapital og gjeld. For endringen av egenkapitalen for 2004 har jeg ikke funnet en tilsvarende nullstilling. Jeg har også valgt ikke å justere eiendeler for denne endringen, og det forklarer hvorfor sum egenkapital og gjeld er 1 mindre enn sum eiendeler i balansen for 2004 og 2003.

## 5.2.1 Resultatregnskap

Resultatregnskap	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>DRIFTSINNETEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>						
Salgsinntekter	2011	2246	2290	2505	2571	2671
Andre driftsinntekter	2	2	1	2	2	2
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>2012</b>	<b>2248</b>	<b>2292</b>	<b>2507</b>	<b>2574</b>	<b>2673</b>
Varekostnad	525	516	547	575	647	676
Lønn og sosiale kostnader	531	606	639	699	701	729
Tibakeføring opsjonsbonus						-52
Ordinære avskrivninger	72	84	87	91	96	106
Nedskrivning driftsmidler o.a.						14
Andre driftskostnader	476	554	591	629	665	737
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>1604</b>	<b>1760</b>	<b>1864</b>	<b>1994</b>	<b>2108</b>	<b>2210</b>
<b>DRIFTSRESULTAT</b>	<b>409</b>	<b>488</b>	<b>427</b>	<b>513</b>	<b>465</b>	<b>463</b>
<b>FINANSIELLE INNETEKTER OG KOSTNADER</b>						
Finansinntekter	5	4	4	6	8	6
Agio/Disagio	10	4	15	-12	-24	38
Finanskostnader	3	3	4	5	5	10
<b>FINANSRESULTAT</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>14</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>34</b>
Ordinært resultat før skattekostnad	421	493	442	503	444	497
Skattekostnad	121	158	138	159	134	149
<b>ÅRSRESULTAT</b>	<b>300</b>	<b>335</b>	<b>303</b>	<b>344</b>	<b>310</b>	<b>348</b>

Tabell 2: Rapportert resultatregnskap

## 5.2.2 Balanse

EIENDELER	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Anleggsmidler</b>						
Bygninger, tomter m.m.	468	490	495	487	563	612
Maskiner og anlegg	211	216	249	251	256	271
Driftsløsøre, inventar o.l.	40	42	29	38	37	46
<b>Sum driftsmidler</b>	<b>719</b>	<b>749</b>	<b>773</b>	<b>776</b>	<b>856</b>	<b>930</b>
Software og lisenser	5	4	15	12	26	23
Utsatt skattefordel	0	0	0	8	0	78
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>101</b>
Andre langsiktige fordringer og plass.	11	14	22	20	19	16
<b>Sum langsiktige plasseringer</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>16</b>
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>736</b>	<b>767</b>	<b>810</b>	<b>815</b>	<b>901</b>	<b>1047</b>
<b>Omløpsmidler</b>						
Varelager	181	207	225	222	213	285
Kundefordringer	237	261	300	332	372	402
Andre kortsiktige fordringer	37	38	35	31	34	36
Verdi av terminkontrakter	127	140	94		87	0
Kontanter og bankinnskudd	194	232	213	325	208	149
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>775</b>	<b>879</b>	<b>867</b>	<b>910</b>	<b>914</b>	<b>872</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>1511</b>	<b>1646</b>	<b>1677</b>	<b>1725</b>	<b>1816</b>	<b>1920</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>						
<b>Innskutt egenkapital</b>						
Aksjekapital	34	37	37	37	37	37
Egne aksjer	0	0	0	0	0	0
Overkursfond	176	386	386	386	386	386
Annen innskutt egenkapital			0	1	2	2
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>210</b>	<b>423</b>	<b>423</b>	<b>424</b>	<b>425</b>	<b>425</b>
<b>Opptjent egenkapital</b>						
Sikringsreserve	127	101	67	-3	63	-214
Omregningsdifferanse		-3	-1	4	-1	46
Annen egenkapital	756	642	675	734	779	847
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>882</b>	<b>740</b>	<b>742</b>	<b>735</b>	<b>840</b>	<b>678</b>
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>1056</b>	<b>1162</b>	<b>1165</b>	<b>1159</b>	<b>1265</b>	<b>1104</b>
<b>Forpliktelse og langsiktig gjeld</b>						
Langsiktige pensjonsforpliktelser	11	10	15	26	22	28
Utsatt skatt	45	49	32	0	15	0
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	50	45	51	47	41	0
<b>Sum forpliktelse og langsiktig gjeld</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	<b>98</b>	<b>73</b>	<b>78</b>	<b>28</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>						
Leverandørgjeld	96	83	114	94	109	106
Skyldig offentlige avgifter	36	35	36	64	57	60
Betalbar skatt	93	124	105	130	95	95
Verdi av terminkontrakter				4	0	297
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner					0	52
Annen kortsiktig gjeld	123	137	159	201	211	177
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>348</b>	<b>379</b>	<b>414</b>	<b>493</b>	<b>472</b>	<b>788</b>
<b>SUM GJELD</b>	<b>454</b>	<b>483</b>	<b>512</b>	<b>566</b>	<b>550</b>	<b>816</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>1510</b>	<b>1645</b>	<b>1677</b>	<b>1725</b>	<b>1816</b>	<b>1920</b>

Tabell 3: Rapportert balanse

## 5.3 Trailing årsregnskap

Når man gjennomfører en regnskapsanalyse er det viktig å bruke så nye tall som mulig. Da denne oppgaven ble skrevet var det i tillegg til årsregnskapet og kvartalsrapporter for 2008, tilgjengelig kvartalsrapporter for de to første kvartalene i 2009.

Med tanke på trailing årsresultatet for 2009 er det de to siste kvartalsrapportene for 2008 og de to første kvartalsrapportene fra 2009 som danner grunnlaget.

$$T_{2009} = Q3_{2008} + Q4_{2008} + Q1_{2009} + Q2_{2009}$$

Unormale poster fra forrige år må også justeres. Eksempelvis er engangsgevinster og engangstap poster som kun har innvirkning på en eller et fåtall perioder. Disse er derfor ikke relevante i sammenheng med predikering av framtidsbudsjett.<sup>14</sup>

Hovedproblemet i forhold til utarbeidelse av trailingresultat og –balanse er at kvartalsrapportene trailingen baserer seg på, typisk er lite spesifikke og har flere sammenslåtte poster.

Følgende forutsetninger og justeringer er gjort for trailing resultatregnskapet:

- Postene 'salgsinntekter' og 'andre driftsinntekter' er ikke spesifiserte og blir kun angitt under samleposten 'driftsinntekter'. 'Andre driftsinntekter' har i hele analyseperioden vært mellom 1 og 2,5 millioner. De siste årene har den imidlertid opplevd en liten økning. På grunn av finanskrisen senere år velger jeg imidlertid å forutsette at den ikke opplever vekst i år, og setter den lik tallet fra 2008.
- Unormale poster fra Q3 og Q4 2008 er trukket ut. Det gjelder to engangsnedskrivninger, en engangskostnad i forbindelse med nedleggelse av fabrikken på Stranda, og et tilbakeført beløp i forbindelse med avslutning av opsjonsbonusordningen.

---

<sup>14</sup> Unormale poster for inneværende år må være med i forbindelse med utregning av skatt. De vil bli fjernet når resultatregnskapet omgrupperes.

- De normale finanspostene var ikke spesifiserte. Jeg har antatt at den gjennomsnittlige renten både på innlån og utlån er den samme i Q1 og Q2 2009 som i Q3 og Q4 2008. Videre har jeg tatt utgangspunkt i gjennomsnittlige finansielle eiendeler og gjeld for 2008 og 2009<sup>15</sup>, regnet ut implisitte renter med bakgrunn i fjorårets tall og gjort et anslag på de normale finanspostene for 2009.
- I forhold til skattekostnadene har jeg basert utregningen på den gjennomsnittlige driftsskattesatsen for 2008 og 2009.

Det er også vanlig å vekstjustere trailingregnskapet. Dette gjøres typisk ved at man baserer seg på historisk vekst i driftsresultatet og antar at denne beskriver godt hvordan tallene for de gjenstående månedene av trailingregnskapet vil komme til å se ut. I årene før finanskrisen vokste driftsinntektene til Ekornes jevnt. Hvis vi sammenligner tallene for første halvår 2009 med første halvår 2008, ser vi at finanskrisen har satt sitt preg og at driftsinntektene falt.<sup>16</sup> Siden økonomien nå ser ut til å være på bedringens vei<sup>17</sup> forventer jeg en økning i forhold til tallene fra Q3 og Q4 2008. Jeg tar utgangspunkt i driftsinntektenes vekst for Q3 og Q4 fra tidligere år. Gjennomsnittlig vekst i driftsinntekter for Q3 og Q4 mellom 2004 og 2008 er 5.28%. Med bakgrunn i finanskrisen og eget skjønn velger jeg å nedjustere dette, og jeg forutsetter en vekst på 2,5 % for T2009.

For trailingbalansen har jeg, som alminnelig prosedyre er, kun forutsatt at fordelingen på underpostene i balansen er prosentvis den samme som i fjor på alle de uspesifiserte postene.

Både resultatregnskapet og balansen for trailingåret kommer til synes i det omgrupperte resultatregnskapet i neste underkapittel.

---

<sup>15</sup> Se omgruppert balanse

<sup>16</sup> Q1+Q2 2008 = 1303.9                      Q1 + Q2 2009 = 1263.1

<sup>17</sup> Ekornes kvartalsrapport 2, 2009

## 5.4 Omgruppert Regnskap

Hovedpoenget med en omgruppering av regnskapstallene er å skreddersy oppstillingen i forhold til hva årsregnskapet skal benyttes til. IRFS, som er regnskapsstandarden Ekornes benytter seg av i sine årsregnskap, har et sterkt kreditorfokus. Kreditorer ønsker typisk å sikre at de får pengene sine tilbake, og er ute etter en regnskapsføring der det kommer fram hvilke verdier de kan forvente å få tilbake ved for eksempel en konkurs. Således er likviditet svært viktig, samt om verdiskapningen er større enn kostnaden ved bruk av finansiell gjeld. En egenkapitalinvestor derimot, ønsker gode estimater på inntjeningen til egenkapitalen, nå og i fremtiden, for best mulig å kunne fatte gode økonomiske beslutninger. Dette krever en oppstillingsplan som er sentrert rundt de kostnader og inntekter som vanligvis inntreffer og ikke på engangstilfeller, altså en normalisert verdiskapning. I tillegg er det viktig å skille mellom drift og finansiering. Før resultatregnskapet kan omgrupperes må man imidlertid kartlegge endring i egenkapitalen, normalisere resultatet og fordele skattekostnadene, mens man i forhold til omgruppering av balansen må sortere og karakterisere de forskjellige balansepostene etter omløpsmidler og anleggsmidler, i tillegg til langsiktig og kortsiktig gjeld.

### 5.4.1 Endring i egenkapitalen

Ved å sette opp endring i egenkapital synliggjør man hva som påvirker investorenes egenkapital. Dette er viktig å belyse i en sammenheng der egenkapitalrentabiliteten er i fokus.

Årsaker som gjør at egenkapitalen endres kan deles inn i to hovedgrupper. Den ene er netto betalt utbytte og den andre er dirty surplus. Tidligere var det også vanlig å måtte omgruppere avsatt utbytte fra gjeld til egenkapital. Under IFRS standarden er dette allerede gjort.

Netto utbetalt utbytte omhandler det faktisk utbetalte utbyttet, kjøp og salg av egne aksjer, avvik i foreslått utbytte og faktisk utbetalt utbytte<sup>18</sup>, samt andre kapitalinnskudd og –uttak.

Dirty surplus henviser til de tilfeller der kongruensprinsippet i regnskapsloven brytes (RL §4-3)<sup>19</sup>. I henhold til dette prinsippet skal alle inntekter og kostnader resultatføres. Enkelte inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen eller ikke regnskapsført i det hele tatt. Sammen med det rapporterte årsresultatet utgjør dette det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen.

Den vanligste måten å finne dirty surplus på er å regne den ut residuelt. Det første jeg må gjøre er derfor å regne ut netto utbetalt utbytte. Videre kan så dirty surplus finnes som restleddet når egenkapitalen blir samstent med årsresultatet og netto betalt utbytte. I skjemaene under har jeg gjort det for Ekornes i årene 2004 til 2009.

<b>Netto utbetalt utbytte</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>T2009</b>
Foreslått utbytte i fjor	438	276	276	276	276	129
Betalt utbytte	438	276	276	276	276	129
+ For mye foreslått i fjor ift utbetalt i år	0	0	0	0	0	0
+ Netto kjøp av aksjer	10	-11	2	-15	0	
+ Netto kapitaluttak	-213					
+ Netto andre egenkapitaluttak	0	1				
= <b>Netto betalt utbytte</b>	<b>236</b>	<b>266</b>	<b>278</b>	<b>261</b>	<b>276</b>	<b>129</b>

<b>Endring i egenkapital</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>T2009</b>
Egenkapital 01.01	1057	1162	1165	1159	1265	1104
+ Årsresultat	335	303	344	310	348	299
- Netto utbetalt utbytte	236	266	278	261	276	129
+ <b>Dirty surplus</b>	<b>6</b>	<b>-34</b>	<b>-71</b>	<b>57</b>	<b>-233</b>	<b>-30</b>
= Egenkapital 31.12	1162	1165	1159	1265	1104	1244

Tabell 4: Netto betalt utbytte og Dirty Surplus

<sup>18</sup> Grunnen til at denne oppstår er fordi Ekornes selv får utbetalt utbytte på sine egne aksjer.

<sup>19</sup> Lovdata, <http://www.lovdata.no/all/tl-19980717-056-004.html#4-3>, (17.12.09)

### 5.4.2 Normalisering og fordeling av skattekostnader

Normale poster er poster man antar skal påløpe i alle framtidige perioder. Det er derfor disse som er grunnlaget for fremtidsregnskapet som blir utarbeidet senere i oppgaven. Unormale poster derimot, er poster som dukker opp og som bare har innvirkning på en eller et lite begrenset antall perioder. På grunn av disse postenes avsluttende natur har de ingen innvirkning på utarbeidelsen av et fremtidsregnskap med investorfokus, og derfor skal det unormale resultatet sorteres ut.

Følgende poster har jeg vurdert til å være unormale:

- Gevinster på pensjonsmidler fra og med 2003 til og med 2006. Disse har blitt regnskapsført som lavere sosiale kostnader i resultatregnskapet alle årene.
- I 2006 poengterer årsrapporten at de ytelsesbaserte pensjonsordningene ble avvirket. I den forbindelse ble det i 2006 oppført en engangspensjonskostnad og i 2007 en engangspensjonsinntekt.
- I 2008 ble bonus- / opsjonsordningen for de ansatte fjernet. Det hadde blitt avsatt penger i resultatregnskapet i form av økte lønnskostnader fra og med 2005 til og med 2007. Disse ble tilbakeført som en engangsinntekt i resultatregnskapet for 2008.<sup>20</sup>
- I 2008 forekommer det to engangsnedskrivninger. Den ene av disse stammer fra et oppkjøp som ikke levde opp til forventningene, mens det andre har sitt opphav i nedleggelsen av fabrikken på Stranda.
- Også i forbindelse med nedleggelsen på Stranda ble det kostnadsført et større beløp under 'andre driftskostnader' i 2008.
- Tap og gevinster på valutahedging opptrer alle årene i analyseperioden.

For å kartlegge de normale og det unormale resultatet er det nødvendig å fordele skattekostnadene mellom disse. Til det behøver jeg blant annet å beregne den effektive skattesatsen på driftsresultatet til hvert enkelt år, driftsskattesatsen *dss*. Hovedgrunnen til at

---

<sup>20</sup> Årsrapport 2008 note 16



den er forskjellig fra selskapsskattesatsen på 28% er fordi reglene om periodisering er forskjellige i regnskapsloven og i skatteloven.

$$D_{SS} = \frac{SK - (f_{SS_{FI}} \times FI) - (f_{SS_{UFR}} \times UFR) + (f_{SS_{FK}} \times FK)}{DR + UDR}$$

Teller er driftsrelatert skattekostnad og nevner er driftsresultat før skatt (Knivsflå 2008).

Skattekostnaden på finanskostnader,  $f_{SS_{FK}}$ , er 28%. Skattekostnaden på finansinntekter og unormalt finansresultat,  $f_{SS_{FI}}$  og  $f_{SS_{UFR}}$ , kan inneholde både skattefrie og skattepliktige poster og kan i utgangspunktet derfor være lavere enn 28%. Unormalt finansresultat består kun av realisert agio/disagio. Realiserte gevinster skal skattlegges. Finansinntektene består i all hovedsak av renter på bankinnskudd<sup>21</sup>. Disse skal også skattlegges. Derfor setter jeg  $f_{SS_{FI}}$  og  $f_{SS_{UFR}}$  også til 28%.

Driftsskattesats	2004	2005	2006	2007	2008 T2009	
Skattekostnad	158	138	159	134	149	129
- SK FI	1	1	2	2	2	1
- SK UFR	1	4	-3	-7	11	-2
+ SK FK	1	1	1	1	3	3
/ Driftsresultat før skatt	488	427	513	465	463	443
= <b>dss</b>	<b>32.1%</b>	<b>31.4%</b>	<b>31.5%</b>	<b>30.1%</b>	<b>30.2%</b>	<b>30.1%</b>
<b>dss -ndss</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.8%</b>
<b>ndss</b>	<b>30.9%</b>					

Tabell 5: Normalisert skattesats

Den normaliserte skattesatsen **ndss**, er den gjennomsnittlige dss gjennom perioden. Denne er viktig for oss fordi den brukes til å regne ut unormal skatt på normalt driftsresultat gjennom ”skattesatsen” **dss-ndss**. Skatt på unormalt finansresultat skattlegges med 28%, mens skatt på unormalt driftsresultat regnes ut med driftsskattesatsen.

<sup>21</sup> Eventuelle gevinster og inntekter fra finansielle anleggsmidler utgjør resten. Disse er imidlertid veldig små.

Det er også nødvendig å fordele dirty surplus på drift og finans. I mangel av mer nøyaktig informasjon har jeg for trailingåret 2009 antatt at fordelingen er lik den som for året 2008.

Alt dette gir tilsammen følgende unormale nettoresultater.

<b>Unormalt netto finansresultat</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>T2009</b>
= Unormalt finansresultat før skatt	4	15	-12	-24	38	-9
- Skatt på unormalt finansresultat	1	4	-3	-7	11	-2
+ Finansiell dirty surplus	7	-31	-66	60	-230	-29
= <b>Unormalt netto finansresultat</b>	<b>10</b>	<b>-21</b>	<b>-74</b>	<b>43</b>	<b>-203</b>	<b>-35</b>

<b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>T2009</b>
= Unormalt driftsresultat før skatt	2	-14	-21	-7	7	20
- Skatt på unormalt driftsresultat	1	-4	-6	-2	2	6
Normalt driftsresultat	486	441	534	472	456	423
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	6	2	3	-4	-3	-4
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	-3	-5	-3	-3	-1
= <b>Unormalt netto driftsresultat</b>	<b>-4</b>	<b>-14</b>	<b>-23</b>	<b>-5</b>	<b>5</b>	<b>17</b>

Tabell 6: Unormale nettoresultater

Skattekostnadene i årsregnskapet oppstår som en følge av både drifts- og finansresultatet. For å få fram de korrekte nettoresultatene må disse fordeles der de hører hjemme. I årsregnskapet er den totale skattekostnaden oppgitt, og ovenfor fant vi skattekostnadene tilhørende unormalt og normalt finansresultat, samt til det unormale driftsresultatet. Vi fant også den unormale driftsskatten på det normale driftsresultatet. Det som gjenstår da er å finne den normale driftsskattekostnaden.

<b>Fordeling av skattekostnader</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>T2009</b>
Skattekostnad	158	138	159	134	149	129
- SK FI	1	1	2	2	2	1
- SK UFR	1	4	-3	-7	11	-2
+ SK FK	1	1	1	1	3	3
<b>Skatt på driftsresultat</b>	<b>157</b>	<b>134</b>	<b>162</b>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>133</b>
- Skatt på unormalt driftsresultat	1	-4	-6	-2	2	6
= <b>Skatt på normalt driftsresultat</b>	<b>156</b>	<b>139</b>	<b>168</b>	<b>142</b>	<b>138</b>	<b>127</b>
- Unormal skatt på normalt DR	6	2	3	-4	-3	-4
= <b>Normal driftsskattekostnad</b>	<b>150</b>	<b>136</b>	<b>165</b>	<b>146</b>	<b>141</b>	<b>131</b>

Tabell 7: Normal driftsskattekostnad

### 5.4.3 Omgruppert resultatoppstilling

Når resultatene er normaliserte og skattekostnadene fordelt kan det omgrupperte resultatregnskapet presenteres.

Ekornes-konsernet (Tall i NOK 1000.000)	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Salgsinntekter	2246	2290	2505	2571	2671	2664
+ Andre driftsinntekter	2	1	2	2	2	2
= <b>Driftsinntekter</b>	<b>2248</b>	<b>2292</b>	<b>2507</b>	<b>2574</b>	<b>2673</b>	<b>2667</b>
- Varekostnad	516	547	575	647	676	672
- Lønn og sosiale kostnader	608	625	678	694	729	712
- Avskrivninger	84	87	91	96	106	110
- Andre driftskostnader	554	591	629	665	707	749
= <b>Driftsresultat</b>	<b>486</b>	<b>441</b>	<b>534</b>	<b>472</b>	<b>456</b>	<b>423</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	150	136	165	146	141	131
= <b>Netto driftsresultat</b>	<b>336</b>	<b>305</b>	<b>369</b>	<b>326</b>	<b>315</b>	<b>292</b>
+ Netto finansinntekt	3	3	4	6	4	2
= <b>Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>338</b>	<b>307</b>	<b>373</b>	<b>332</b>	<b>319</b>	<b>294</b>
- Netto finanskostnad	2	3	3	4	7	7
= <b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>336</b>	<b>304</b>	<b>370</b>	<b>328</b>	<b>312</b>	<b>287</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-4	-14	-23	-5	5	17
+ Unormalt netto finansresultat	10	-21	-74	43	-203	-35
= <b>Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>341</b>	<b>269</b>	<b>273</b>	<b>367</b>	<b>114</b>	<b>269</b>
- Netto betalt utbytte	236	266	278	261	276	129
= <b>Endring i egenkapital</b>	<b>106</b>	<b>3</b>	<b>-5</b>	<b>106</b>	<b>-162</b>	<b>140</b>

Tabell 8: Omgruppert resultatregnskap

### 5.4.4 Sortering av balanseposter

For å vurdere hvordan de forskjellige punktene i den rapporterte balansen skal grupperes benytter jeg meg av Knivflås retningslinjer fra BUS424.

- *Immaterielle eiendeler* er driftsrelaterte og grupperes sammen med *driftsmidler* som **driftsrelaterte anleggsmidler**.
- *Andre langsiktige fordringer og plasseringer* består av en andel i Sykkylvsbrua, andre aksjer, i tillegg til andre langsiktige fordringer og plasseringer. Andelen i Sykkylvsbrua oppstod som en følge av at denne brua ville lette transport og frakt mellom Ekornes sine fabrikker betydelig. Denne grupperer jeg derfor som et **driftsrelatert anleggsmiddel**, mens de andre to postene grupperes som **finansielle anleggsmidler**.

- *Varelager og kundefordringer*, er driftsrelaterte. *Andre kortsiktige fordringer* er ikke spesifisert noe nærmere og jeg forutsetter at de er knyttet til drift. Disse grupperes som **driftsrelaterte omløpsmidler**.
- *Verdi av terminkontrakter* omhandler i følge Ekornes årsrapporter, terminkontrakter som benyttes til sikring av finansiell risiko. Disse er følgelig **finansielle omløpsmidler** når de er positive og **kortsiktig finansiell gjeld** når de er negative
- Fordi det er vanskelig å skille ut driftslikvider forutsettes alle *kontanter og bankinnskudd* til å være finansielle. De sorteres dermed under **finansielle omløpsmidler**.
- Egenkapitalen grupperes som en egen gruppe.
- *Langsiktige pensjonsforpliktelses* er knyttet sammen med det å ha ansatte i arbeid og er derfor en driftskostnad. Sammen med *utsatt skatt* grupperes den som **langsiktig driftsrelatert gjeld**.
- *Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner* er rentebærende gjeld, og den grupperes som **langsiktig finansiell gjeld**.
- *Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter og betalbar skatt* er alle driftsrelaterte, og grupperes under **kortsiktig driftsrelatert gjeld**.
- *Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner* er rentebærende gjeld og finansiell. I mangel av mer informasjon forutsetter jeg at *annen kortsiktig gjeld* også er finansiell. Disse grupperes som **kortsiktig finansiell gjeld**.

Resultatet av denne sorteringen kan ses i tabellen nedenfor.

Ekornes-konsernet (Tall i NOK 1000.000)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Utsatt skattefordel	0	0	0	8	0	78	39
+ Software og lisenser	5	4	15	12	26	23	11
<b>= Immaterielle eiendeler</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>101</b>	<b>50</b>
Bygninger, tomter m.m.	468	490	495	487	563	612	604
+ Maskiner og anlegg	219	224	257	259	264	279	276
+ Driftsløsøre, inventar o.l.	40	42	29	38	37	46	45
<b>= Varige driftsmidler</b>	<b>727</b>	<b>757</b>	<b>781</b>	<b>784</b>	<b>864</b>	<b>938</b>	<b>925</b>
<b>= Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>732</b>	<b>762</b>	<b>796</b>	<b>804</b>	<b>890</b>	<b>1039</b>	<b>975</b>
Varelager	181	207	225	222	213	285	256
+ Kundefordringer	237	261	300	332	372	402	372
+ Andre kortsiktige fordringer	37	38	35	31	34	36	36
<b>= Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>455</b>	<b>506</b>	<b>560</b>	<b>585</b>	<b>619</b>	<b>723</b>	<b>664</b>
Finansielle anleggsmidler	3	6	13	11	11	8	7
<b>= Finansielle anleggsmidler</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>7</b>
Investeringer (verdi terminkontrakter)	127	140	94	0	87	0	0
+ Kontanter og bankinnskudd	194	232	213	325	208	149	36
<b>= Finansielle omløpsmidler</b>	<b>320</b>	<b>373</b>	<b>307</b>	<b>325</b>	<b>295</b>	<b>149</b>	<b>36</b>
<b>= Egenkapital</b>	<b>1056</b>	<b>1162</b>	<b>1165</b>	<b>1159</b>	<b>1265</b>	<b>1104</b>	<b>1244</b>
Kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	0	0	0	0	0	52	0
Verdi av terminkontrakter	0	0	0	4	0	297	75
+ Annen kortsiktig gjeld	123	137	159	201	211	177	151
<b>= Kortsiktig finansiell gjeld</b>	<b>123</b>	<b>137</b>	<b>159</b>	<b>205</b>	<b>211</b>	<b>526</b>	<b>226</b>
Langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner	50	45	51	47	41	0	0
<b>= Langsiktig finansiell gjeld</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>47</b>	<b>41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Langsiktige pensjonsforpliktelser	11	10	15	26	22	28	29
+ Utsatt skatt	45	49	32	0	15	0	0
<b>= Langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>47</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
Leverandørgjeld	96	83	114	94	109	106	99
+ Skyldig offentlige avgifter	36	35	36	64	57	60	33
+ Betalbar skatt	93	124	105	130	95	95	52
<b>= Kortsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>225</b>	<b>242</b>	<b>255</b>	<b>288</b>	<b>261</b>	<b>262</b>	<b>183</b>

Tabell 9: Sorterte balanseposter

### 5.4.5 Omgruppert balanse

Det finnes tre typer oppstillinger av balansen. På grunn av at kostnadene med driftsrelatert gjeld er representerte gjennom driftsresultatet, er det mer hensiktsmessig å se på denne som reduksjon i driftseiendeler i stedet for gjeld. Av de tre oppstillingstypene er det kun sysselsatt kapital og netto driftskapital som gjør det på denne måten. Derfor er disse to de som er mest brukt i moderne regnskapsanalyse og verdsettelse. Jeg kommer til å verdsette egenkapitalen etter både sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden, og derfor presenteres balansen videre på begge disse måtene.

### Omgruppert balanse med fokus på sysselsatt kapital

Sysselsatt balanse	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	732	762	796	804	890	1039	975
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	56	59	47	26	38	28	29
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>676</b>	<b>703</b>	<b>749</b>	<b>778</b>	<b>852</b>	<b>1011</b>	<b>946</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	455	506	560	585	619	723	664
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	225	242	255	288	261	262	183
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>229</b>	<b>265</b>	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>358</b>	<b>462</b>	<b>481</b>
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>905</b>	<b>967</b>	<b>1054</b>	<b>1075</b>	<b>1211</b>	<b>1472</b>	<b>1427</b>
Finansielle anleggsmidler	3	6	13	11	11	8	7
+ Finansielle omløpsmidler	320	373	307	325	295	149	36
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>324</b>	<b>378</b>	<b>320</b>	<b>336</b>	<b>306</b>	<b>157</b>	<b>44</b>
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>1229</b>	<b>1345</b>	<b>1374</b>	<b>1411</b>	<b>1517</b>	<b>1630</b>	<b>1470</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1056</b>	<b>1162</b>	<b>1165</b>	<b>1159</b>	<b>1265</b>	<b>1104</b>	<b>1244</b>
Langsiktig finansiell gjeld	50	45	51	47	41	0	0
+ Kortsiktig finansiell gjeld	123	137	159	205	211	526	226
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>173</b>	<b>183</b>	<b>209</b>	<b>252</b>	<b>251</b>	<b>526</b>	<b>226</b>
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>1229</b>	<b>1344</b>	<b>1374</b>	<b>1411</b>	<b>1517</b>	<b>1630</b>	<b>1470</b>

Tabell 10: Omgruppert balanse, sysselsatt kapital

### Omgruppert balanse med fokus på netto driftskapital

Netto driftsbalanse	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	732	762	796	804	890	1039	975
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	56	59	47	26	38	28	29
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>676</b>	<b>703</b>	<b>749</b>	<b>778</b>	<b>852</b>	<b>1011</b>	<b>946</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	455	506	560	585	619	723	664
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	225	242	255	288	261	262	183
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>229</b>	<b>265</b>	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>358</b>	<b>462</b>	<b>481</b>
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>905</b>	<b>967</b>	<b>1054</b>	<b>1075</b>	<b>1211</b>	<b>1472</b>	<b>1427</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1056</b>	<b>1162</b>	<b>1165</b>	<b>1159</b>	<b>1265</b>	<b>1104</b>	<b>1244</b>
Langsiktig finansiell gjeld	50	45	51	47	41	0	0
- Finansielle anleggsmidler	3	6	13	11	11	8	7
<b>= Langsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>47</b>	<b>40</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>
Kortsiktig finansiell gjeld	123	137	159	205	211	526	226
- Finansielle omløpsmidler	320	373	307	325	295	149	36
<b>= Kortsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>-198</b>	<b>-235</b>	<b>-148</b>	<b>-120</b>	<b>-84</b>	<b>377</b>	<b>190</b>
<b>= Netto finansiell gjeld</b>	<b>-151</b>	<b>-196</b>	<b>-111</b>	<b>-84</b>	<b>-55</b>	<b>369</b>	<b>183</b>
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>905</b>	<b>966</b>	<b>1054</b>	<b>1075</b>	<b>1211</b>	<b>1472</b>	<b>1427</b>

Tabell 11: Omgruppert balanse, netto driftskapital

## 5.4.6 Omgruppert fri kontantstrømoppstilling

På grunn av at rapporterte kontantstrømoppstillinger vanligvis ikke er godt nok spesifisert, lager jeg en kontant basert på det omgrupperte resultatregnskapet og balansen (Knivsflå

2008). Den generelle definisjonen er at fri kontantstrøm til en kapital er lik nettoresultatet til kapitalen minus endring i kapitalen.

$$FKK = NRK - \Delta K$$

Dette gir følgende kontantstrømoppstilling:

Omgruppert kontantstrøm	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Netto driftsresultat	336	305	369	326	315	292
+ Unormalt netto driftsresultat	-4	-14	-23	-5	5	17
- Økning i netto driftseiendeler	62	86	22	135	262	-46
= <b>Fri kontantstrøm til netto driftskapital</b>	<b>270</b>	<b>204</b>	<b>325</b>	<b>187</b>	<b>58</b>	<b>355</b>
+ Netto finansinntekter	3	3	4	6	4	2
+ Unormale netto finansinntekter	10	0	0	43	0	0
- Økning i finansielle eiendeler	54	-58	16	-30	-149	-114
= <b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>227</b>	<b>264</b>	<b>313</b>	<b>265</b>	<b>211</b>	<b>470</b>
- Netto finanskostnad	2	3	3	4	7	7
- Unormale netto finanskostnader	0	21	74	0	203	35
+ Økning i finansiell gjeld	10	27	42	0	275	-300
= <b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>235</b>	<b>267</b>	<b>278</b>	<b>261</b>	<b>276</b>	<b>129</b>

Tabell 12: Omgruppert kontantstrømoppstilling

## 5.5 Målefeil

Det finnes to hovedmodeller eller idealer for praktisk regnskapsføring.

- Balanseføring til transaksjonsverdi eller historisk kost med korrekt periodisering av kostnaden i resultatregnskapet kalles korrekt kostmodell.
- Balanseføring til salgsverdi eller fair value med korrekt periodisering i resultatregnskapet kalles korrekt salgsverdimodell.

Alle regnskapstall som er benyttet i denne oppgaven er rapporterte i henhold til den internasjonale regnskapsstandarden IFRS. IFRS har salgsverdimodellen som ideal. Selv om salgsverdien er idealet benyttes likevel historisk kost i enkelte tilfeller.

Når man gjennomfører en verdsettelse for en investor, ønsker man å se på reelle eller virkelige økonomiske forhold. Historisk kost er ofte forskjellig fra virkelig verdi fordi den baserer seg på et en transaksjonskostnad som påløp i fortiden, mens salgsverdi kan avvike

fra virkelig verdi fordi driftsverdien kan være større. Målefeil er når de rapporterte tallene er forskjellig fra de virkelige tallene.

### **5.5.1 Aksepterte målefeil**

Aksepterte målefeil kan deles opp i to. Målefeil av type 1 oppstår som en følge av at tall i resultatregnskap og balanse er rapportert med et annet ideal enn virkelig verdi, for eksempel historisk kost eller salgsverdi. Disse finner man altså igjen i Ekornes sine regnskap.

Målefeil av type 1 er spesielle fordi de uttrykker superrentabilitet. I investorfokusede verdsettelse er dette noe man er interessert i, og enkelte tilfeller oppfordres det faktisk til å lage denne typen målefeil gjennom å reversere virkelige verdier til kostverdier.

Målefeil av type 2 er målefeil på grunn av feilperiodiseringer av historisk kost eller salgsverdi når man praktiserer god regnskapsskikk. Feilperiodisering innebærer at transaksjoner ikke blir registrert i den perioden den er opptjent eller påløpt, og dette gjelder typisk manglende balanseføring av bestemte investeringer samt ukritisk bruk av lineær avskrivning. Også disse eksisterer i Ekornes sine regnskap.

Hva som skal justeres og hvordan det gjøres kommer jeg tilbake til i avsnittet om justering av målefeil.

### **5.5.2 Kreativ regnskapsføring**

Kreativ regnskapsføring er målefeil fordi de rapporterte regnskapstallene avviker fra de tallene som skulle vært rapporterte. Dette er ulovlig og kriminelt og naturligvis ikke akseptert. Det er to hovedtyper av insentiver til kreativ regnskapsføring.

- Kreativ regnskapsføring for å maksimere verdi for eierene.
- Kreativ regnskapsføring for å maksimere verdi for ledelsen.

I listen over selskapets tjue største aksjonærer, er det ti aksjonærer som er representert i hele analyseperioden på fem år, en aksjonær som er representert i fire år, mens det er sju stykker som er representert i tre år. Totalt er det 38 aksjonærer som har vært inne på listen. Med noen få unntak er det de største av de største aksjonærene som har de lengste posisjonene. Dette er på langt nær nok til å trekke noen endelige konklusjoner, men i og med at de fleste



store aksjonærene ser ut til å ha et langt tidsperspektiv ville det være dumt av de å presse på eller legge føringer for at kreativ regnskapsføring skal finne sted. Jeg går derfor ut fra at ingen av eierne bedriver kreativ regnskapsføring, og forutsetter i denne oppgaven at dette ikke finner sted.

Blant toppledelsen i selskapet har alle inngått individuelle bonusavtaler som er knyttet opp mot selskapets resultat og totalrentabilitet.<sup>22</sup> Disse åtte personene (ni i 2007) er alle i en posisjon der de både kan ha insentiver til å bedrive kreativ regnskapsføring og samtidig ha muligheten til faktisk å gjennomføre det. Bonusene de kan oppnå er relativt betydelige, for enkelte har de i tidligere år vært opp mot 100% av deres lønn. Imidlertid er det de samme personene som går igjen i konsernledelsen hvert år, og jeg ser vanskelig for meg at kreativ regnskapsføring kan gjennomføres uten at hele gruppen er med på det. Dette anser jeg som lite sannsynlig. Mitt inntrykk for øvrig er at det er sjelden at dette er et problem i store norske bedrifter. Jeg forutsetter derfor at heller ingen i ledelsen holder på med kreativ regnskapsføring.

### **5.5.3 Justering av målefeil**

Om man faktisk skal justere for målefeil eller ikke er det delte meninger omkring. Dette henger sammen med at det er tvil om hvorvidt det er samsvar mellom kostnaden og nytten av å gjennomføre disse justeringene

De som argumenterer for å justere hevder at god regnskapsskikk ikke er god nok for dette formålet. De hevder også at målefeil av type 2 og 3 potensielt kan skape store problemer siden disse kan tildekke den faktiske lønnsomheten. Videre påpekes det at dersom det eksisterer målefeil i de historiske regnskapstallene vil dette medføre systematiske og skjeve verdierestimer i framtidsregnskapet.

---

<sup>22</sup> I årsrapportene står det kun nevnt detaljene i bonusavtalen til adm.dir., men jeg antar at de øvrige i toppledelsen har noenlunde tilsvarende ordninger.

De som argumenterer mot å justere mener at god regnskapsskikk er god nok for verdierestimerting. De hevder videre at målefeil av type 1 ikke er noe problem i det hele tatt, mens målefeil av type 2 vanligvis justerer seg selv over tid. De mener også at det er mulig å lage gode framtidsregnskap til tross for eventuelle målefeil.

Knivsflå er på tilhenger av noen justeringer og jeg velger å følge hans råd i forhold til justeringer av målefeil.

- Finans – mot virkelig verdi
  - Netto finansiell gjeld bør proforma justeres til beste estimat på virkelig verdi eller salgsverdi.
- Drift – proforma balanseføring
  - Pass på at alle driftsrelaterte eiendeler og gjeld er ført opp i balansen til kost. Dette inkluderer immaterielle eiendeler og framtidige periodiske utgifter.
- Drift – bedre måling
  - Pass på og eventuelt overprøv periodiseringen av periodiske inn- og utbetalinger knyttet til balanseførte netto driftseiendeler til kost.
- Kreativ regnskapsføring
  - Spesiell justering for å motvirke kreativ regnskapsføring skjer bare ved klar mistanke.

Med bakgrunn i tallene fra årsrapportene finner jeg ut at følgende justeringer og vurderinger er aktuelt for Ekornes:

- Balanseføre leasing
- Andre aksjer fra kost til virkelig verdi
- Reversering av leverandørgjeld fra virkelig verdi til kost
- Vurdering av avskrivningsmetode
- Balanseføring av forskning og utvikling
- Balanseføring av markedsføring
- Pensjonskrav til full verdi uten smoothing
- Utsatt skatt fra nominell til diskontert verdi

## Leasing

Ekornes leaser lokaler både i Norge og i USA. I stedet for å gjøre dette kunne de ha kjøpt lokaler og finansiert de med gjeld. Leasing er dermed en surrogatutgift for avskrivning av lokalene og renteutgifter før skatt på lånet.

Jeg tar utgangspunkt i at lånet ville vært et annuitetslån med løpende rente lik estimert rente til Ekornes<sup>23</sup>. Det er også oppgitt hvor lange de forskjellige leasingkontraktene er og hvor mye som betales i årlig leie. Dette er tilstrekkelig til at vi kan finne et estimat på kostverdien til den sysselsatte kapitalen og rentekostnaden.

$$\text{Kapital} = \text{leie} \times \text{annuitet}^{24} \quad \text{og} \quad \text{Rentekostnad} = \text{kapital} \times \text{estimert rente}$$

Ut fra dette finner jeg virkningene denne justeringen har på det omgrupperte regnskapet.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Rentedelen av leieutgiftene		1	1	1	1	1	1
- Endring i utsatt skatt		0	0	0	0	0	0
<b>= Virkning nettodriftsresultat</b>		<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
Rentedelen av leie etter skatt		-1	-1	-1	-1	-1	0
<b>= Virkning nettoresultat til EK</b>		<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
Leierett	72	63	57	51	29	25	25
<b>= Virkning driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>72</b>	<b>63</b>	<b>57</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
Leierett	0	0	0	0	0	25	25
- Utsatt skatt på leierett	0	0	0	0	0	7	7
<b>= Virkning kortsiktig finansiell gjeld</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
Leierett	72	63	57	51	29	0	0
- Utsatt skatt på leierett	20	18	16	14	8	0	0
<b>= Virkning langsiktig finansiell gjeld</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>37</b>	<b>21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Utsatt skatt på leierett	20	18	16	14	8	7	7
<b>= Virkning utsatt skatt</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>

Tabell 13: Målefeil leasing

<sup>23</sup> På samme måte som i utregning i for trailing regnskapet, men basert på i fjor i stedet for gjennomsnitt i år og i fjor.

<sup>24</sup>

$$\text{Annuitet} = \frac{1}{r} \times \left( 1 - \frac{1}{(1+r)^T} \right) = \frac{(1+r)^T - 1}{r \times (1+r)^T}$$

Siden denne omgrupperingen flytter renteelementet i leieutgiften fra drift til finans, påvirker den også kontantstrømmen.

### Andre aksjer

Samleposten finansielle anleggsmidler består av andre andre aksjer og andre langsiktige fordringer og plasseringer<sup>25</sup>. Andre langsiktige fordringer og plasseringer er forskuddsbetalt royalty, lån til Sykkylven kommune, og annet. Av mangel på bedre informasjon vurderer jeg disse til å være balanseført slik at det ikke er behov for justering. Andre aksjer ser ut til å være balanseført til kostpris der det har blitt gjort en nedskrivning på et tidligere tidspunkt.

Dersom det er rimelig å anta at investeringen er gjort i norske aksjer og er godt diversifisert kan pris/bok medianen fra Oslo Børs benyttes<sup>26</sup>. Jeg antar at det er tilfelle i for Ekornes.

Aksjer i mindre virksomheter er typisk overrepresenterte blant anleggsaksjer. Disse er også typisk mindre likvide. Jeg trekker derfor fra en illikviditetspremie på 20% på estimatet på virkelig verdi.<sup>27</sup>

Det er ingen skatt på selskapets side på aksjegevinster. Virkning på utsatt skatt er dermed 0. Dette påvirker det omgrupperte regnskapet slik.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Forandring i merverdi andre aksjer		1	1	-1	0	-1	0
= Virkning fullstendig nettoresultat til EK		1	1	-1	0	-1	0
Estimert merverdi andre aksjer	0	1	2	1	1	0	0
= Virkning finansielle anleggsmidler	0	1	2	1	1	0	0
+ Estimert merverdi andre aksjer	0	1	2	1	1	0	0
= Virkning egenkapital	0	1	2	1	1	0	0
Utsatt skatt på andre aksjer	0	0	0	0	0	0	0
= Virkning utsatt skatt	0	0	0	0	0	0	0

Tabell 14: Målefeil andre aksjer

<sup>25</sup> Sykkylvsbrua er ført over til driftsrelaterte anleggsmidler.

<sup>26</sup> Jeg benytter tall fra Knivflå 2008. Tall for 2009 mangler. Jeg forutsetter at den er identisk som året før.

<sup>27</sup> 20% er valgt fordi det er det Knivflå benytter seg av i BUS424. Tallet skal avspeile ulempen med at man ikke får handlet aksjen når man ønsker.

### **Leverandørgjeld**

Leverandørgjeld er oppført i balansen til virkelig verdi. Denne bør reverseres tilbake til kostverdi (Knivsflå 2008). Fordi det ikke er oppgitt detaljer om ny og oppgjort gjeld i årsrapportene, har jeg ikke nok grunnlag til å justere denne. Jeg kunne eventuelt ha antatt at kostverdien av leverandørgjelden var tilnærmet konstant over perioden, og at endringene i den balanseførte verdien i sin helhet bestod av endring i virkelig verdi. Dette har jeg imidlertid valgt ikke å gjøre fordi jeg tror det er større sannsynlighet for at den faktisk varierer ganske mye, og at jeg derfor skaper et mer kunstig anslag enn det eksisterende.

### **Avskrivning**

Lineær avskrivning er i utgangspunktet en avskrivningsmetode som er skyld i målefeil av type 2. De eneste tilfellene hvor den ikke er det, er dersom kontantstrømmen til driftsmiddelet det er snakk om er lineært fallende og altså samsvarer med avskrivningsmodellen. Det er den i de fleste tilfeller ikke.

Komponentavskrivning og særperiodisering innebærer at man deler eiendelene opp i komponenter og avskriver de hver for seg. På den måten vil periodiseringen bli mer presis, og målefeilen mindre. Dersom den lineære avskrivningen baserer seg på dette vil målefeilene være akseptable og det vil ikke være behov for justeringer.

I årsrapportene til Ekornes kan man lese følgende:

*Ordinære avskrivninger beregnes lineært over estimert utnyttbar levetid for hvert enkelt driftsmiddel, og belastes resultatregnskapet. (...) Avskrivningsmetode, utnyttbar levetid og restverdi revurderes årlig.*

Ekornes driver altså med komponentavskrivning og særperiodisering, og det er følgelig akseptabelt å godta avskrivningspolitikken de fører.

### **Forskning og utvikling**

Som vanlig praksis er kostnadsfører også Ekornes FoU-utgiftene direkte. Siden denne type utgifter vanligvis er lønnsomme investeringer, bør de heller balanseføres og avskrives over beste estimat på levetid.

I årsrapportene er FoU utgiftene å finne igjen under andre driftskostnader. De er imidlertid ikke nærmere spesifisert på noen måte. Det er derimot spesifisert at det arbeider omlag 50 stykker innen produktutvikling og industrialisering. Jeg definerer disse til å være ansatte som jobber innen FoU, og jeg antar at disse har en lønn lik gjennomsnittet i Ekornes. Videre antar jeg at kostnadene til FoU er dobbelt så store som lønnskostnadene til de som arbeider der.

Jeg antar også at det totalt er brukt 70 millioner på FoU fra tidligere, at halvparten av dette enda ikke har blitt avskrevet, og at lineær avskrivning er beste metode for avskrivning. I mangel av noe bedre antar jeg også at det er 4 år igjen av levetiden til inngående balanse FoU. Ny FoU antar jeg har åtte års levetid.

Dette medfører disse endringene på finansregnskapet:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
FoU kostnader		39	40	43	42	41	43
- Avskrivning		13	18	23	29	25	30
- Endring i utsatt skatt		8	7	6	4	5	4
<b>= Virkning netto driftsresultat</b>		<b>18</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>9</b>
Estimert FoU kapital	71	97	119	139	152	168	181
<b>= Virkning driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>71</b>	<b>97</b>	<b>119</b>	<b>139</b>	<b>152</b>	<b>168</b>	<b>181</b>
Estimert FoU kapital	71	97	119	139	152	168	181
- Utsatt skatt FoU kapital	22	30	37	43	47	52	56
<b>= Virkning egenkapital</b>	<b>49</b>	<b>67</b>	<b>82</b>	<b>96</b>	<b>105</b>	<b>116</b>	<b>125</b>
Utsatt skatt FoU kapital	22	30	37	43	47	52	56
<b>= Virkning utsatt skatt</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>56</b>

Tabell 15: Målefeil FoU

## Markedsføring

Det finnes to typer markedsføringsutgifter. Løpende markedsføringsutgifter er periodisk korrekte slik at de økonomiske fordelene med markedsføringene kommer når markedsføringen er gjennomført. Periodiske markedsføringsutgifter er utgifter der de økonomiske fordelene kommer i flere framtidige perioder. De periodiske markedsføringsutgiftene bør balanseføres.

Markedsføringsutgiftene ligger kostnadsførte under andre driftskostnader. Disse pleier typisk å være relativt store for virksomheter som driver i markeder med mye konkurranse slik Ekornes gjør. Jeg antar at omtrent 70% av andre driftskostnader er markedsføringsutgifter. Videre antar jeg at halvparten av markedsføringskostnadene er periodiske, og at de avskrives

over 10 år. Jeg antar også at totale markedsføringskostnader før 2003 var på 150 millioner og at halvparten av dette enda ikke var nedskrevet.

Dette medfører disse virkningene på resultatregnskap og balanse:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Markedsføringskostnader		194	207	220	233	247	262
- Avskrivning		167	186	207	229	252	127
- Endring i utsatt skatt		8	6	4	1	-1	42
<b>= Virkning netto driftsresultat</b>		<b>19</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>94</b>
Estimert Markedsføringskapital	916	944	965	978	982	977	1113
<b>= Virkning driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>916</b>	<b>944</b>	<b>965</b>	<b>978</b>	<b>982</b>	<b>977</b>	<b>1113</b>
Estimert Markedsføringskapital	916	944	965	978	982	977	1113
- Utsatt skatt markedsføringskapital	283	292	298	302	304	302	344
<b>= Virkning egenkapital</b>	<b>633</b>	<b>652</b>	<b>666</b>	<b>676</b>	<b>678</b>	<b>675</b>	<b>769</b>
Utsatt skatt markedsføringskapital	283	292	298	302	304	302	344
<b>= Virkning utsatt skatt</b>	<b>283</b>	<b>292</b>	<b>298</b>	<b>302</b>	<b>304</b>	<b>302</b>	<b>344</b>

Tabell 16: Målefeil, Markedsføring

## Netto Pensjonskrav

Ekornes følger normen angående føring av netto pensjonskrav, og balansefører den som estimert virkelig verdi minus ikke balanseførte krav. Det ikke-balanseførte kravet blir jevnet over regnskapsårene, og med andre ord vil en del av netto pensjonskravet mangle i balansen.

I årsrapportene oppgir Ekornes hvor mye som er innregnet direkte i egenkapitalen hvert år samt effekten dette har på utsatt skatt.

Når dette flyttes over til pensjonskravet får vi følgende endringer i det omgrupperte regnskapet:

	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Årets innregning	0	4	8	5	5	5
- Endring utsatt skatt	0	0	2	1	1	1
<b>= Virkning unormalt driftsresultat</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Akkumulert 31.12	0	5	12	17	22	27
<b>= Virkning langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>27</b>
Akkumulert 31.12	0	5	12	17	22	27
- Utsatt skatt	0	1	3	5	6	7
<b>= Virkning egenkapital</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>19</b>
<b>= Virkning utsatt skatt</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>

Tabell 17: Målefeil pensjonsskrav

Virkningen på egenkapitalen og utsatt skatt er negativ. Det samme gjelder virkningen på det unormale driftsresultatet.

### **Netto utsatt skatt**

I likhet med vanlig praksis rapporterer også Ekornes netto utsatt skatt til nominelle verdier i balansen. Dette gjør at utsatt skatt blir overvurdert, og man bør justere til beste estimat på diskontert verdi.

For varige driftsmidler som blir saldoavskrevet kan dette i praksis gjøres ved å bruke tilnærmingen nedenfor (Knivsflå 2008)

$$\text{Justert } NUS_t = \frac{gss}{gss + ndi} \times NUS_t$$

Der *gss* er gjennomsnittlig saldosats for virksomheten og *ndi* er en passende diskonteringsrente.

Den gjennomsnittlige saldosatsen tar utgangspunkt i fordelingen av varige driftsmidler per 31.12.08. Avskrivningssatsene er hentet hos Ernst&Young.<sup>28</sup>

Jeg forutsetter deretter at *ndi* er 7,5% da dette ligger sånn cirka rundt avkastningskravene til de forskjellige kapitalene utregnet senere i kapitlet. Da finner jeg justeringsfaktoren til å bli 0.564.

Dette gir følgende virkninger på det omgrupperte regnskapet:

---

<sup>28</sup> Ernst&Young, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SA\\_satser\\_fall09/\\$FILE/SA-satser\\_September%202009.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/SA_satser_fall09/$FILE/SA-satser_September%202009.pdf), (17.12.09)



	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Endring nedjustering utsatt skatt	8	-3	-15	9	-40	37
<b>= Virkning unormalt driftsresultat</b>	<b>8</b>	<b>-3</b>	<b>-15</b>	<b>9</b>	<b>-40</b>	<b>37</b>
- Utsatt skattefordel	0	0	8	0	78	39
<b>= Virkning driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>-78</b>	<b>-39</b>
Nedjustering utsatt skatt	169	166	152	161	121	157
<b>= Virkning egenkapital</b>	<b>169</b>	<b>166</b>	<b>152</b>	<b>161</b>	<b>121</b>	<b>157</b>
Justert utsatt skatt	219	216	197	209	156	204
- Utsatt skatt	49	32	0	15	0	0
<b>= Virkning langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>170</b>	<b>183</b>	<b>197</b>	<b>193</b>	<b>156</b>	<b>204</b>

Tabell 18: Målefeil utsatt skatt

## 5.5.4 Omgruppert og justert resultatregnskap

Ekornes-konsernet (Tall i NOK 1000.000)	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Salgsinntekter	2246	2290	2505	2571	2671	2664
+ Andre driftsinntekter	2	1	2	2	2	2
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>2248</b>	<b>2292</b>	<b>2507</b>	<b>2574</b>	<b>2673</b>	<b>2667</b>
- Varekostnad	516	547	575	647	676	672
- Lønn og sosiale kostnader	608	625	678	694	729	712
- Avskrivninger	84	87	91	96	106	110
- Andre driftskostnader	554	591	629	665	707	749
<b>= Driftsresultat</b>	<b>486</b>	<b>441</b>	<b>534</b>	<b>472</b>	<b>456</b>	<b>423</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	150	136	165	146	141	131
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>336</b>	<b>305</b>	<b>369</b>	<b>326</b>	<b>315</b>	<b>292</b>
+ Virkning Leasing	1	1	1	1	1	0
+ Virkning FoU	18	15	13	9	11	9
+ Virkning Markedsføring	19	15	9	3	-3	94
<b>= Netto driftsresultat justert</b>	<b>373</b>	<b>336</b>	<b>392</b>	<b>339</b>	<b>323</b>	<b>395</b>
+ Netto finansinntekt	3	3	4	6	4	2
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>376</b>	<b>338</b>	<b>397</b>	<b>345</b>	<b>328</b>	<b>397</b>
- Netto finanskostnad	2	3	3	4	7	7
- Virkning Leasing, renter etter skatt	1	1	1	1	1	0
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>373</b>	<b>334</b>	<b>392</b>	<b>341</b>	<b>320</b>	<b>390</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-4	-14	-23	-5	5	17
+ Virkning justering utsatt skatt	8	-3	-15	9	-40	37
- Virkning pensjonssmoothing	0	4	5	3	3	3
+ Unormalt netto finansresultat	10	-21	-74	43	-203	-35
+ Virkning andre aksjer	1	1	-1	0	-1	0
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>387</b>	<b>294</b>	<b>274</b>	<b>385</b>	<b>78</b>	<b>405</b>
- Netto betalt utbytte	236	266	278	261	276	129
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>151</b>	<b>28</b>	<b>-3</b>	<b>124</b>	<b>-198</b>	<b>276</b>

Tabell 19: Omgruppert og justert resultatregnskap

## 5.5.5 Omgruppert og justert balanse

### *Omgruppert og justert balanse, sysselsatt kapital*

Ekornes-konsernet (Tall i NOK 1000.000)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	1792	1866	1938	1964	2054	2132	2256
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	220	229	236	235	248	206	259
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>1571</b>	<b>1636</b>	<b>1702</b>	<b>1729</b>	<b>1806</b>	<b>1925</b>	<b>1996</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	455	506	560	585	619	723	664
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	225	242	255	288	261	262	183
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>229</b>	<b>265</b>	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>358</b>	<b>462</b>	<b>481</b>
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>1801</b>	<b>1901</b>	<b>2007</b>	<b>2026</b>	<b>2164</b>	<b>2387</b>	<b>2477</b>
Finansielle anleggsmidler	130	146	109	13	99	8	8
+ Finansielle omløpsmidler	194	232	213	325	208	149	36
<b>= Finansielle eiendeler</b>	<b>324</b>	<b>379</b>	<b>322</b>	<b>337</b>	<b>307</b>	<b>158</b>	<b>44</b>
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>2125</b>	<b>2280</b>	<b>2329</b>	<b>2364</b>	<b>2471</b>	<b>2545</b>	<b>2521</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1900</b>	<b>2051</b>	<b>2079</b>	<b>2075</b>	<b>2199</b>	<b>2000</b>	<b>2277</b>
Langsiktig finansiell gjeld	102	91	92	84	62	0	0
+ Kortsiktig finansiell gjeld	123	137	159	205	211	544	244
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>225</b>	<b>228</b>	<b>251</b>	<b>288</b>	<b>273</b>	<b>544</b>	<b>244</b>
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>2125</b>	<b>2279</b>	<b>2329</b>	<b>2364</b>	<b>2471</b>	<b>2545</b>	<b>2521</b>

Tabell 20: Omgruppert og justert balanse, sysselsatt kapital

### *Omgruppert og justert balanse, netto driftskapital*

Netto driftsbalanse	2003	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Driftsrelaterte anleggsmidler	1792	1866	1938	1964	2054	2132	2256
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	220	229	236	235	248	206	259
<b>= Netto anleggsmidler</b>	<b>1571</b>	<b>1636</b>	<b>1702</b>	<b>1729</b>	<b>1806</b>	<b>1925</b>	<b>1996</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	455	506	560	585	619	723	664
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	225	242	255	288	261	262	183
<b>= Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>229</b>	<b>265</b>	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>358</b>	<b>462</b>	<b>481</b>
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>1801</b>	<b>1901</b>	<b>2007</b>	<b>2026</b>	<b>2164</b>	<b>2387</b>	<b>2477</b>
<b>Egenkapital</b>	<b>1900</b>	<b>2051</b>	<b>2079</b>	<b>2075</b>	<b>2199</b>	<b>2000</b>	<b>2277</b>
Langsiktig finansiell gjeld	102	91	92	84	62	0	0
- Finansielle anleggsmidler	130	146	109	13	99	8	8
<b>= Langsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>-28</b>	<b>-55</b>	<b>-17</b>	<b>71</b>	<b>-37</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
Kortsiktig finansiell gjeld	123	137	159	205	211	544	244
- Finansielle omløpsmidler	194	232	213	325	208	149	36
<b>= Kortsiktig netto finansiell gjeld</b>	<b>-71</b>	<b>-95</b>	<b>-55</b>	<b>-120</b>	<b>3</b>	<b>395</b>	<b>208</b>
<b>= Netto finansiell gjeld</b>	<b>-99</b>	<b>-151</b>	<b>-72</b>	<b>-49</b>	<b>-35</b>	<b>387</b>	<b>200</b>
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>1801</b>	<b>1900</b>	<b>2007</b>	<b>2026</b>	<b>2164</b>	<b>2387</b>	<b>2477</b>

Tabell 21: Omgruppert og justert balanse, netto driftskapital

## 5.5.6 Omgruppert og justert fri kontantstrømoppstilling

Omgruppert kontantstrøm	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Netto driftsresultat	373	336	392	339	323	395
+ Unormalt netto driftsresultat	3	-17	-37	5	-36	53
- Økning i netto driftseiendeler	100	106	20	138	223	90
<b>= Fri kontantstrøm fra netto driftskapital</b>	<b>277</b>	<b>213</b>	<b>335</b>	<b>206</b>	<b>65</b>	<b>359</b>
+ Netto finansinntekter	3	3	4	6	4	2
+ Unormale netto finansinntekter	10	0	0	43	0	0
- Økning i finansielle eiendeler	55	-56	15	-30	-149	-114
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>235</b>	<b>272</b>	<b>325</b>	<b>285</b>	<b>219</b>	<b>474</b>
- Netto finanskostnad	3	4	4	5	8	7
- Unormale netto finanskostnader	0	20	75	0	203	35
+ Økning i finansiell gjeld	3	22	38	-16	272	-300
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>235</b>	<b>271</b>	<b>283</b>	<b>265</b>	<b>280</b>	<b>132</b>

Tabell 22: Omgruppert og justert kontantstrømoppstilling

## 5.6 Forholdstallsanalyse

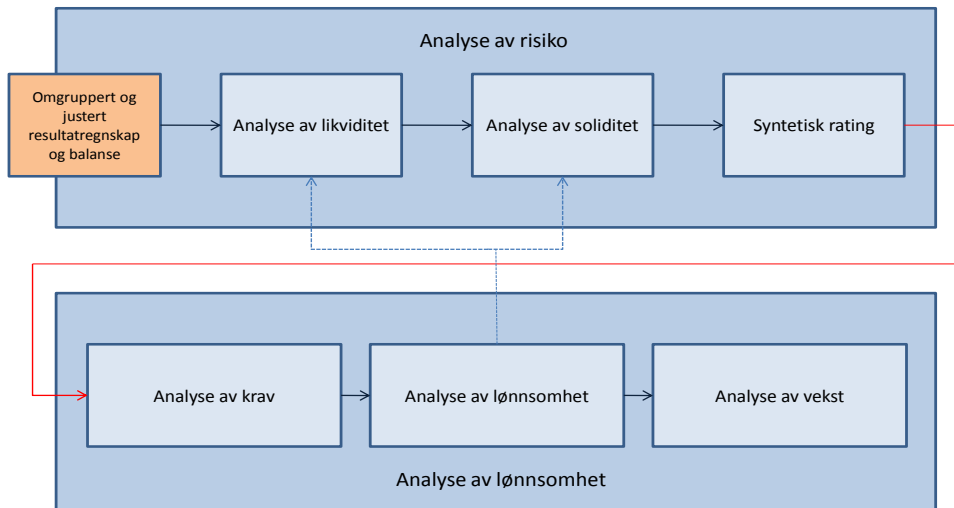
Et nøkkeltall er et regnskapstall som gir særskilt innsikt i underliggende økonomiske forhold, og er enten et absolutt regnskapstall eller et forholdstall.

Et absolutt regnskapstall må nesten alltid sees i forhold til noe for å gi mening. Eksempelvis bør resultatet sees i forhold til den kapitalen som har generert resultatet (rentabiliteten). Derfor er forholdstallene de som blir fokusert på framfor absolutte regnskapstall.

Et forholdstall er altså et relativt forhold mellom vanligvis to regnskapstall som gir god innsikt i underliggende økonomiske forhold.

Rammeverket som Knivsflå presenterer i BUS424 blir brukt i denne oppgaven.

### Rammeverk for forholdstallsanalyse



Figur 14: Rammeverk for forholdstallsanalyse

Ekornes har som vi har sett på i kapittel fire, hatt et stabilt hjemmemarked og vært i vekst i utlandet de seneste årene. Denne veksten synes å være karakteristisk for Ekornes videre utvikling, og det er derfor et poeng i å vektlegge de senere årene noe mer enn de tidligere årene. I og med at det ser ut som Ekornes fint overlever finanskrisen, velger jeg også å vektlegge 2008 noe mindre enn de andre årene. Jeg kommer derfor til å benytte meg av tidsvektning i forholdstallsanalyse. Vektene som brukes er som følger:

	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Vekting	14%	15%	17%	18%	16%	20%

Tabell 23: Tidsvektning

I de følgende underkapitler kommer en rekke finansielle størrelser til å bli regnet ut og bli vurdert. De som jeg har valgt å se på er det som er belyst spesielt av Knivsflå i BUS424. For mer informasjon om teori og bakgrunn for de forskjellige størrelsene henviser jeg til læreboken i FIE402, Corporate Finance av Brealey, Myers & Allen (2006).

### 5.6.1 Analyse av risiko

Totalrisikoen til en portefølje eller et investeringsobjekt er summen av usystematisk og systematisk risiko, eller selskapsspesifikk og ikke-selskapsspesifikk risiko. Denne måles ved variansen til porteføljen eller investeringsobjektet. For godt diversifiserte egenkapitalinvestorer er kun den systematiske risikoen relevant. For egenkapitalinvestorer som ikke er så godt diversifiserte er den usystematiske risikoen vel så viktig å vurdere. Den kan betraktes som summen av kortsiktig risiko og langsiktig risiko.

#### *Likviditetsanalyse*

I likviditetsanalysen er det den kortsiktige kredittrisikoen som er i fokus. Det vil si at den skal kartlegge hvorvidt bedriften har nok likvide midler til å dekke krav etterhvert som de forfaller til betaling. slik at bedriften ikke havner i en situasjon der den står i fare for å bli slått konkurs. I en typisk likviditetsanalyse består av analyse av gjeldsdekning i balansen, analyse av gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm, samt analyse av forfallsstruktur.

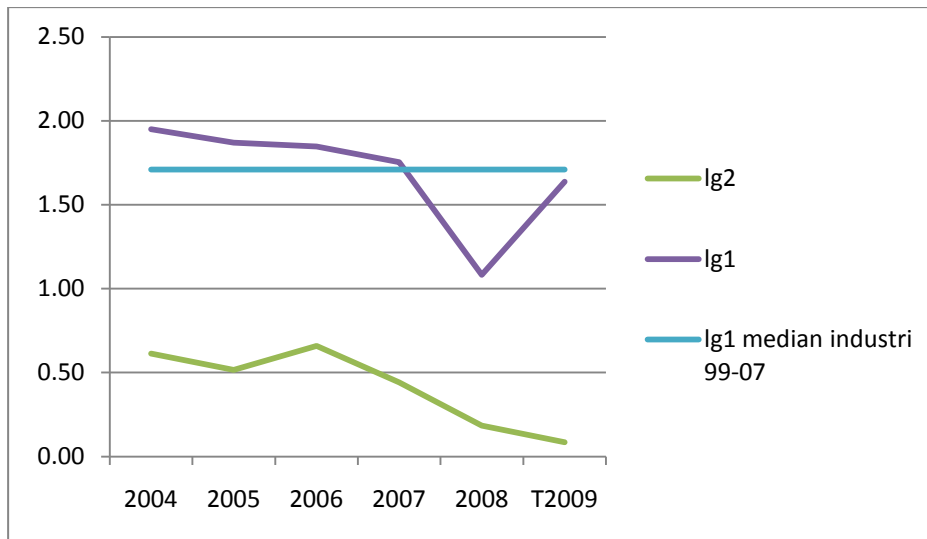
#### **Analyse av gjeldsdekning i balansen**

Analyse av gjeldsdekning i balansen går ut på å se om bedriften har nok midler til å dekke gjelden den har. Verktøyet som brukes til dette er analyse av likviditetsgrad samt analyse av finansiell gjeldsdekningsgrad.

#### *Likviditetsgrad*

Likviditetsgrad 1 ser på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, mens likviditetsgrad 2 ser på forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld.

Ekornes kan framvise disse tallene for analyseperioden:



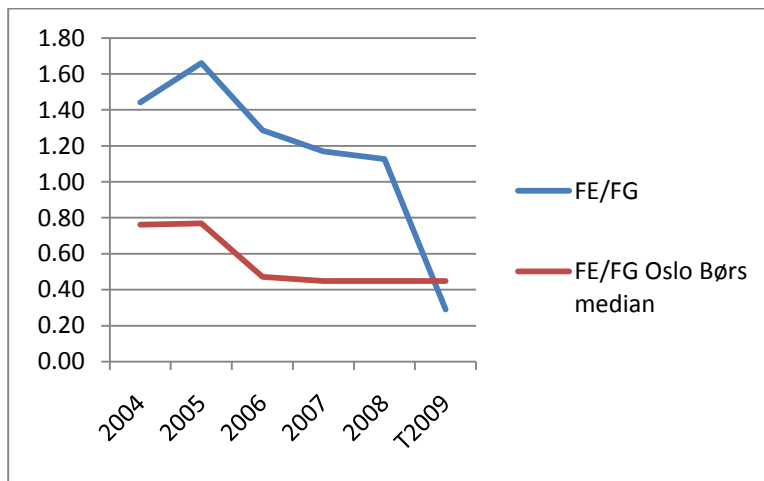
Figur 14: Likviditetsgrad

Vi ser at fram til 2007 lå Ekornes over medianen til lg1 for industri i Norge. Vi ser også at lg1 for T2009 fortsatt er under det vektete gjennomsnittet for Ekornes. I utgangspunktet kunne dette vært nok til å sende ut et faresignal, men siden vi vet at dette skyldes finanskrisen og bransjen som helhet, samt at vi ser at Ekornes er på vei tilbake, ser dette tilfredsstillende ut.

Lg2 har vært synkende i hele perioden, men den er fortsatt positiv. Når man vurderer denne er det greit å ha i bakhodet at langsiktig finansiell gjeld ble omgruppert til å bli kortsiktig finansiell gjeld i 2008. Dersom dette ikke hadde skjedd ville kurven til lg2 trolig lignet mer på kurven til lg1.

### *Finansiell gjeldsdekningsgrad*

Gjeldsdekning i balansen kan måles ved hjelp av finansiell gjeldsdekningsgrad. Dersom denne er større enn 1 innebærer det at bedriften har finansielle eiendeler som kan dekke opp hele den finansielle gjelden.



Figur 15: Finansiell gjeldsdekningsgrad

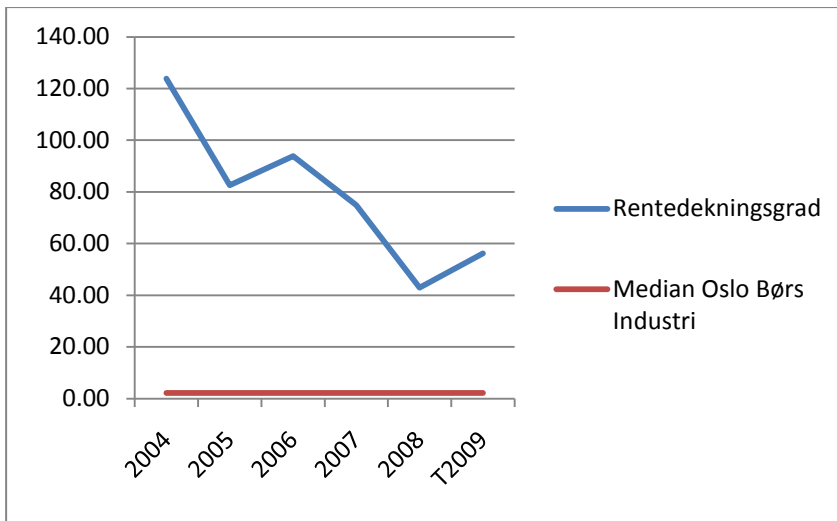
Ekornes har tradisjonelt sett ligget godt over 1 i gjeldsdekningsgrad, og godt over et typisk selskap på Oslo børs. De siste to årene har imidlertid gjeldsdekningsgraden falt kraftig. For 2009 ligger Ekornes godt under det tidsvektede gjennomsnittet også. Dette er kanskje et faresignal.

### **Analyse av gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm**

Dette går ut på å se om bedriften har nok likvide midler til å dekke løpende kostnader ved gjelden. Til dette benyttes analyse av rentedekningsgrad og analyse av kontantstrøm. Det er også vanlig å se på kontantstrøm fra sysselsatt kapital og kontantstrøm til finansielle långivere. På grunn av at Ekornes i løpet av analyseperioden har vært i investeringsfaser gir ikke dette forholdstallet mening, og utelates.

#### *Rentedekning gjennom nettoresultat*

Rentedekningsgrad er nettoresultat til sysselsatt kapital dividert med finanskostnadene. Dette forteller noe om hvor mye Ekornes skaper av verdi i forhold til finanskostnadene.



Figur 16: Rentedekningsgrad

Som det framkommer i diagrammet har Ekornes en veldig høy rentedekningsgrad sammenlignet med Oslo Børs, industri. Dette henger blant annet sammen med at Ekornes har en relativt lav gjeldsprosent. Likevel har rentedekningsgraden sunket de siste par årene.

### Kontantstrømsanalyse

Kontantstrømmenesoppstillingene vi har vært borti til nå fokuserer på den totale kontantstrømmen til egenkapitalen. I forhold til likviditetsanalyse er det imidlertid mer interessant å undersøke kontantstrømsoppstillinger som har fokus på likviditet og behov for opptak av finansiell gjeld.

Omgruppert kontantstrøm	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Netto driftsresultat	373	336	392	339	323	395
+ Unormalt netto driftsresultat	3	-17	-37	5	-36	53
- Økning i netto driftseiendeler	100	106	20	138	223	90
<b>= Fri kontantstrøm fra netto driftskapital</b>	<b>277</b>	<b>213</b>	<b>335</b>	<b>206</b>	<b>65</b>	<b>359</b>
- Netto finanskostnad	3	4	4	5	8	7
+ Økning i finansiell gjeld	3	22	38	-16	272	-300
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital fra drift</b>	<b>277</b>	<b>231</b>	<b>369</b>	<b>186</b>	<b>329</b>	<b>52</b>
- Netto betalt utbytte	235	271	283	265	280	132
<b>= Fri kontantstrøm til finansiell investering fra drift</b>	<b>42</b>	<b>-40</b>	<b>86</b>	<b>-79</b>	<b>49</b>	<b>-81</b>
+ Netto finansinntekter	3	3	4	6	4	2
+ Unormale netto finansinntekter	10	0	0	43	0	0
- Unormale netto finanskostnader	0	20	75	0	203	35
<b>= Endring i finansielle eiendeler</b>	<b>55</b>	<b>-56</b>	<b>15</b>	<b>-30</b>	<b>-149</b>	<b>-114</b>

Tabell 24: Kontantstrømsoppstilling, fokus på likviditet



I denne kontantstrømoppstillingen ser vi på endring i finansielle eiendeler. Vi ser at disse svinger ganske mye. De to siste årene har nedgangen imidlertid vært større enn tidligere. Det henger trolig sammen med at noe Ekornes har kvittet seg med gjelden til kredittinstitusjoner, men også at valutasikringskontraktene har tapt mye verdi.

Omgruppert kontantstrøm	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Netto driftsresultat	373	336	392	339	323	395
+ Unormalt netto driftsresultat	3	-17	-37	5	-36	53
- Økning i netto driftseiendeler	100	106	20	138	223	90
<b>= Fri kontantstrøm fra netto driftskapital</b>	<b>277</b>	<b>213</b>	<b>335</b>	<b>206</b>	<b>65</b>	<b>359</b>
+ Netto finansinntekter	3	3	4	6	4	2
+ Unormale netto finansinntekter	10	0	0	43	0	0
- Unormale netto finanskostnader	0	20	75	0	203	35
- Økning i finansielle eiendeler	55	-56	15	-30	-149	-114
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>235</b>	<b>252</b>	<b>250</b>	<b>285</b>	<b>16</b>	<b>439</b>
- Fri kontantstrøm til egenkapital	235	271	283	265	280	132
<b>= Frikontantstrøm til finansiell gjeld</b>	<b>0</b>	<b>-18</b>	<b>-34</b>	<b>21</b>	<b>-264</b>	<b>307</b>
- Netto finanskostnad	3	4	4	5	8	7
<b>= Evne til å betale finansiell gjeld</b>	<b>-3</b>	<b>-22</b>	<b>-38</b>	<b>16</b>	<b>-272</b>	<b>300</b>

Tabell 25: Kontantstrømsoppstilling, fokus på opptak av finansiell gjeld

Denne kontantstrømoppstillingen viser at Ekornes de fleste år har økt den finansielle gjelden sin.

### Analyse av fremtidig forfallsstruktur på gjeld

Målet med en slik analyse er å finne risikoen for å komme i likviditetsproblemer når store lån forfaller til betaling. Jeg antar at dette er gjort opp for inneværende år og ser derfor på forholdet mellom finansielle eiendeler og finansinntekt fra 2009 og renter og avdrag for 2010.

$$\text{Dekning av avdrag og rente} = \frac{\text{Finansielle eiendeler} + \text{Finansinntekt}}{\text{Avdrag og rente på FG i løpet av året}}$$

Finansiell gjeld består av leasing av lokaler, annen kortsiktig gjeld, samt verdi av terminkontrakter. Leasing av lokaler er det oppgitt kostnader til. Det er det ikke på de to øvrige. Siden de er definert som kortsiktig gjeld antar jeg at de kan sees på som et lån med nedbetaling over fem år. Jeg antar videre at den estimerte renten jeg regnet meg fram til i trailingregnskapet er den som skal betales.

	T2009
FG 2009	244
År	5
Avdrag	48.9
Rente	2.4%
Leie	6.4
FE T2009	44.0
FI T2009	1.9
Renter og avdrag 2010	60.6
<b>FE+FI/renter og avdrag</b>	<b>0.8</b>

Tabell 26: Forfallsstruktur

Dette antyder at Ekornes muligens ikke klarer å betale renter og avdrag i 2010, noe som i så fall vil være alvorlig. Det er likevel ikke særlig sannsynlig at det kommer til å skje. Disse tallene sier kun noe om at de finansielle inntektene alene ikke er nok til å dekke renter og avdrag. Det er imidlertid ikke særlig sannsynlig at driftsinntektene plutselig skal slutte å komme.

### Oppsummering likviditetsanalyse

Likviditetsgradene 1 er for T2009 like under det vektete snittet, men den er på vei oppover. Likviditetsgrad to er i en nedadgående trend, men det henger muligens sammen med at av lån til kredittinstitusjoner ble omdefinert fra langsiktig til kortsiktig. I forhold til likviditetsgrad 2 er det spennende å se hvordan den utvikler seg, men det er ikke noe foreløpig faresignal.

Den finansielle gjeldsdekningsgraden har tradisjonelt vært veldig god i Ekornes. De siste to årene har den også opplevd en nedadgående trend. Dette skyldes trolig store verditap på valutasikringskontraktene.

På grunn av stor egenkapitalandel har rentedekningsgraden alltid vært god i Ekornes.

Kontantstrømsanalysene antyder at Ekornes har tatt opp en del finansiell gjeld de senere år, men at de i 2009 har kvittet seg med mye av den.

Analysen av fremtidige forfall på gjeld antyder at Ekornes kommer til å få betalingsproblemer i løpet av 2010. Dette er i fall alvorlig, men disse tallene baserer seg på

at driftsinntektene er null, altså et worst case scenario der driften ikke generer noen kontantstrømmer. Dette er lite sannsynlig at vil inntreffe.

Den generelle likviditeten til Ekornes er dårligere enn hva den var før finanskrisen. Siden utviklingen etter finanskrisen ser ut til å ha snudd er det imidlertid ingen store røde flagg ute å gå likevel.

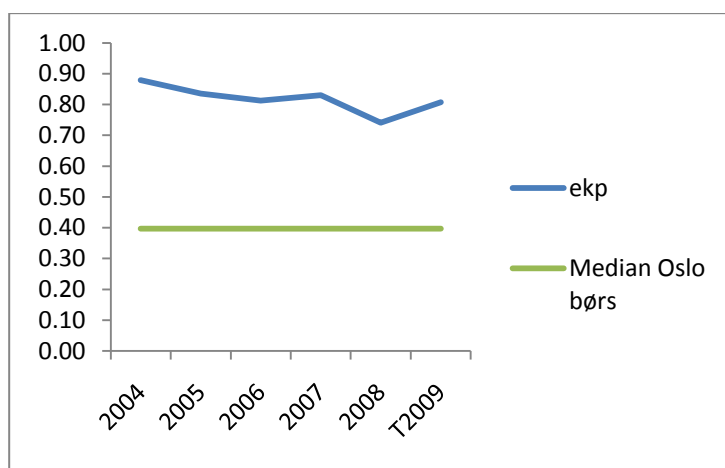
### *Soliditetsanalyse*

En analyse av soliditet skal belyse om en bedrift har økonomiske ressurser til å motstå tap som oppstår i framtiden, og er altså en analyse av langsiktig risiko. En slik analyse består typisk av en analyse av egenkapitalprosenten, en analyse av kapitalstrukturen samt en analyse av lønnsomheten. Lønnsomhetsanalysen kommer imidlertid i et eget avsnitt senere

### **Egenkapitalprosent**

Egenkapitalen kan vurderes opp mot totalkapitalen, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Ved risikoanalyse benyttes vanligvis totalkapitalen. Siden den utsatte skatten ikke blir ”betalt” om virksomheten går med tap kan den også legges til egenkapitalen.

$$ekp = \frac{EK_t + NUS_t}{TK_t}$$



Figur 17: Egenkapitalprosent

Som vi kan se har Ekornes en betydelig høyere egenkapitalprosent enn det typiske selskapet på Oslo børs. Dette ville også vært tilfellet om ikke utsatt skatt var blitt lagt til egenkapitalen.

### Statisk finansieringsanalyse

Denne analysen kartlegger hvordan bedriften er finansiert på et gitt tidspunkt, T2009, og resultatet framvises vanligvis i en finansieringsmatrise. Eiendelene er listet opp i kolonnen til venstre fra minst til mest likvid, og type finansiering er listet opp i den øverste raden.

	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG	
DAM	100%						2256
FAM	100%						8
DOM	2%		39%		28%	31%	664
FOM						100%	36
	2277		259		183	244	

Tabell 27: Statisk finansieringsanalyse

Alle anleggsmidlene til Ekornes ser vi er fullt finansiert gjennom egenkapitalen i selskapet. Det vil si at alle de mest langsiktige eiendelene er finansiert med den minst risikable kapitalen. Dette er svært bra Driftsrelaterte omløpsmidler er ca 40% finansiert med langsiktig kapital, mens de øvrige eiendelene er finansiert med kortsiktig og mer risikabel kapital.

### Oppsummering Soliditetsanalyse

Både egenkapitalprosenten og den statiske finansieringsanalysen antyder at Ekornes er et godt rustet i forhold til det å tåle framtidige tap. Egenkapitalprosenten er mye høyere enn et typisk selskap på Oslo Børs, mens den statiske finansieringsanalysen forteller at de langsiktige eiendelene alle er finansiert med minst mulig risiko.

### Syntetisk rating

Likviditets- og soliditetsanalysen oppsummeres ved hjelp av en syntetisk rating. Standard&Poor's er det mest kjente ratingselskapet og de deler selskaper inn i rating fra AAA til D der AAA er den best mulige ratingen. En forenkling av dette systemet gir en

enkel syntetisk rating. Knivsflå (2008) har laget en syntetisk rating basert på fire forholdstal der man tar utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet<sup>29</sup>.

For Ekornes får man følgende syntetisk rating:

	2004	2005	2006	2007	2008	T2009	Gj snitt
<b>lg1</b>	BBB	BBB	BBB	BBB	BB	BBB	<b>BBB</b>
<b>rdg</b>	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	<b>AAA</b>
<b>ekp</b>	AA	AA	AA	AA	A	AA	<b>AA</b>
<b>ndr</b>	A	A	A	A	A	BBB	<b>A</b>

Tabell 28: Syntetisk rating

Dette gir et gjennomsnitt på A, noe som er høyere enn den gjennomsnittlige ratingen på BBB. Konkurranssynligheten for en bedrift som er ratet som A er på omtrent en kvart prosent, noe som er svært lavt. Denne ratingen benyttes videre til utregning av avkastningskrav.

## 5.6.2 Analyse av lønnsomhet

Formålet med en lønnsomhetsanalyse er å belyse evnen kapitalen i bedriften har til inntjening. En kapital er lønnsom kun dersom den generer rentabilitet utover avkastningskravet. Det er derfor nødvendig å beregne avkastningskravet før selve lønnsomhetsanalysen.

### *Avkastningskrav*

Avkastningskravet vårt skal benyttes både som diskonteringsrente for å finne dagens verdi ut fra fremtidsregnskapet, men også som målestokk for hva som er god lønnsomhet. Det er av den grunn viktig å finne dette så riktig som mulig. I denne delen av oppgaven beregner jeg hva som er avkastningskrav for de forskjellige finansieringskildene til Ekornes.

<sup>29</sup> Vedlegg 1

### **Egenkapitalkravet**

Egenkapitalkravet kan ses på som alternativkostnaden til en investor. Kapitalverdimodellen (CAPM) er den mest brukte modellen på området og er også den jeg baserer meg på.

$$\text{Egenkapitalkrav} = r_f + (r_m - r_f) * \beta_{EK}$$

CAPM forutsetter blant annet at kapitalmarkedet er perfekt. Det vil si at investorer kun får betalt for systematisk risiko, og altså ikke den selskapsspesifikke risikoen. For å kompensere for dette kan man legge til en illikviditetspremie (£?)

$$\text{Egenkapitalkrav} = r_f + (r_m - r_f) * \beta_{EK} + \text{£?}$$

### *Risikofri rente*

Som estimat på risikofri rente foreslås det i BUS424 å bruke 3 måneders effektiv Nibor-rente<sup>30</sup> med fradrag av en risikopremie på 10% og etter 28% skatt (Knivsflo 2008). Nibor-renter er rentene banken bruker seg i mellom på utlån. Gjennomsnittlig nominell risikofri rente etter skatt i årene mellom 2003 og 2008 var på om lag 2.5%.

### *Markedets risikopremie*

Dette er meravkastningen utover risikofri rente en investor må ha for å investere i et investeringsobjekt der risiko er tilknyttet. Fordi markedets avkastning er relativt volatil bruker Knivsflo (2008) både et langsiktig og et kortsiktig perspektiv ved utregning av denne risikopremien. Det langsiktige perspektivet (1958-2009) vektet med 2/3, mens det kortsiktige (1999/2009) vektet med 1/3. Risikopremien som blir utregnet i BUS424 er 4,9%.

### *Egenkapitalbeta*

Kapitalmarkedene antas å være perfekt. Det betyr at investorer kun får betalt for den systematiske og markedsspesifikke risikoen. Egenkapitalbetaen er et mål på denne risikoen, og er følgelig av interesse i sammenhengen. Som markedsportefølje benytter jeg meg av

---

<sup>30</sup> Norges Bank, [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_55490.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_55490.aspx), (17.12.09)

---

OBX indeksen på Oslo Børs. Jeg baserer meg på historiske kurser og logaritmisk daglig avkastning fra juli 2004 til juli 2009. Datagrunnlaget er ikke justert med tanke på eventuelle helgehandler. Dette gir en beta på Ekornes i forhold til OBX på omtrent 0.4.

Før betaen beregnes med basis i historiske kurser, er estimat på betaverdien 1. Vi har altså to estimater på beta, og Merrill Lynch foreslår at man bør benytte en vektet sum av disse (Knivsflå 2008)

$$\beta_{EK} = \beta_H * \left(\frac{2}{3}\right) + \beta_1 * \left(\frac{1}{3}\right)$$

$$\beta_{EK} = \beta_H * \left(\frac{2}{3}\right) + 1 * \left(\frac{1}{3}\right) = x, xx$$

Egenkapitalbetaen jeg benytter meg av er derfor 0.6.

Dagens Næringsliv har også beregnet beta på grunnlag av ukesavkastningen siste 12 måneder.<sup>31</sup> Den 27 november 2009 opererer de med en beta på omtrent 0.6. Den er temmelig nær den jeg har regnet ut.

#### *Illikviditetspremie*

Illikviditetspremien bør vanligvis være i størrelsesorden 0-5% avhengig av graden av selskaps-spesifikk risiko knyttet til den aktuelle virksomheten og graden av markedssvikt (Knivsflå 2008).

Ekornes er langt fra å være blant de mest likvide aksjene på børsen, men aksjen omsettes likevel så godt som daglig.<sup>32</sup> Dette antyder at det bør være en viss illikviditetspremie men kanskje ikke maksimalt.

---

<sup>31</sup> Dagens Næringsliv, [http://www.dn.no/finans/portal/estimates?newt\\_category=estimates&newt\\_ticker=EKO&newt\\_context=oslo](http://www.dn.no/finans/portal/estimates?newt_category=estimates&newt_ticker=EKO&newt_context=oslo) (27.11.09)

<sup>32</sup> Oslo børs, [http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt\\_ticker=EKO&newt\\_menuCtx=1.1.20](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt_ticker=EKO&newt_menuCtx=1.1.20), (27.11.09)

Ekornes er videre innlemmet i aksjeindeksen OSE25 Consumer Discretionary. På Oslo børs sine hjemmesider blir aksjene som er knyttet til denne indeksen beskrevet som de som tenderer til å være mest sensitive til økonomiske sykluser.<sup>33</sup> Dette stemmer ikke helt overens med den betaen jeg har funnet og som DN opererer med. Når den er på cirka 0.6 beveger den seg riktignok i takt med markedet, men den har mindre utslag og man må kunne si at den er mindre sensitiv. Siden vi vet at selskapet Ekornes er en stødig bedrift som nå er i full gang på vei opp og ut av finanskrisen, velger jeg likevel å hevde at bedriften er mindre risikabel enn andre typiske bedrifter innenfor bransjen. Jeg velger derfor å karakterisere den selskapsspesifikke risikoen som middels for Ekornes.

Ut fra dette velger jeg å benytte en illikviditetspremie på 2,5%.

#### Avkastningskrav på egenkapitalen

Dette gir følgende tabell og egenkapitalkrav.<sup>34</sup>

Alle tall i % (ikke justert beta)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	03-09
3 mnd Nibor	4.1	2.0	2.2	3.1	5.0	6.2	2.5	3.6
- Risikotillegg	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	1.2	0.3	0.4
= Risikofri rente før skatt	3.7	1.8	2.0	2.8	4.5	5.0	2.3	3.1
- Skatt	1.0	0.5	0.6	0.8	1.2	1.4	0.6	0.9
= Risikofri rente etter skatt	2.6	1.3	1.4	2.0	3.2	3.6	1.7	2.3
+ Justert beta	-	-	-	-	-	-	-	0.6
<b>X</b> Risikopremie etter skatt	2.8	4.8	5.7	6.0	5.5	4.8	4.8	4.9
+ Illikviditetspremie	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
= Egenkapitalkrav	-	-	-	-	-	-	-	<b>7.8</b>

Tabell 29: Avkastningskrav EK

#### Krav til avkastning på netto finansiell gjeld

Avkastningskrav til netto finansiell gjeld blir fastsatt gjennom vekting.

$$k_{NFG} \times NFG = k_{FG} \times FG - k_{FE} \times FE$$

<sup>33</sup> Oslo børs, [http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?new\\_ticker=OSE25GI](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexOverview?new_ticker=OSE25GI), (17.12.09)

<sup>34</sup> Under finanskrisen i 2008 ble det operert med mye høyere risikopremie i Nibor ifg Knivsfå 16-18, jeg bruker 20% i 2008.



Avkastningskravet til finansiell gjeld blir fastsatt av de finansielle långiverne, mens det finansielle eiendelskravet blir fastsatt av bedriften.

### Beta

For å fastsette avkastningskravet for trenger vi et estimat på betaen. Det er vanlig å forutsette at den systematiske risikoen i finansiell gjeld er balansert med den systematiske risikoen til finansielle eiendeler, og at vi på denne måten får eliminert systematisk risiko og får en beta til netto finansiell gjeld lik null.

Ekornes har imidlertid en relativt høy gjeldsdekning så er bedre å forutsette at gjeldsbetaen er null og heller regne ut betaen til netto finansiell gjeld.

$$\beta_{FG} = 0$$

Ut fra sammenhengen over finner vi da at

$$\beta_{NFG} = \beta_{FE} \times \frac{FE}{FG}$$

Beta til finansielle eiendeler er lik et vektet snitt av det eiendelene består av. Kontanter og bankinnskudd er risikofrie og har en beta på null, mens valutasikringskontraktene og de øvrige eiendelene antas å ha et betagjennomsnitt på en. Det gir følgende oppsett:

$$\beta_{FE} = 1 \times \frac{\text{Finansielle investeringer}}{FE} + 0 \times \frac{\text{Kontanter}}{FE}$$

Og med dette kan vi finne beta til både finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

FE beta	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1
x Investeringsvekt	0.4	0.4	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
x Kontantvekt	0.6	0.6	0.7	1.0	0.7	0.9	0.8
<b>FE beta</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>

NFG beta	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FE beta	0.4	0.4	0.3	0.0	0.3	0.1	0.2
x FE/FG	1.4	1.7	1.3	1.2	1.1	0.3	1.1
<b>NFG beta</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>

Tabell 30: Beta FE og NFG

### Krav til avkastning på finansiell gjeld

Krav til nominell avkastning på finansiell gjeld etter skatt er gitt ved:

$$k_{FG} = r_f + \beta_{FG} + \text{kredittrisikopremie}$$

I tilknytning til risikofri rente ligger det typisk et administrasjonstillegg. I Nibor-renten er dette allerede inkludert.

Kredittrisikopremien baseres på kredittratingen til selskapet, i dette tilfellet altså på den syntetiske ratingen i x.x. Med syntetisk rating på A vil Ekornes i følge BUS424 betale kredittrisikopremie på 25% av den risikofrie renten<sup>35</sup>.

$$\text{Kredittrisikopremie} = 2.26\% \times 25\% = 0.57\%$$

Det gir igjen disse avkastningskravene til den finansielle gjelden:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	2.6	1.3	1.4	2.0	3.2	3.6	1.7	2.3
+ Finansiell gjeldsbeta	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
x Risikopremien til markedet	2.8	4.8	5.7	6.0	5.5	4.8	4.8	4.9
+ Premie for kredittrisiko	0.7	0.3	0.4	0.5	0.8	0.9	0.4	0.6
<b>kfg etter skatt</b>	<b>3.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.8</b>

Tabell 31: Avkastningskrav FG

### Krav til avkastning på finansielle eiendeler

Avkastningskravet til de finansielle eiendelene avhenger av hva disse er plassert i.

$$k_{FE} = \text{andel plassert i kontanter} \times r_f + \text{andel plassert i fordringer} \\ \times (r_f + \text{risikopremie}) + (1 - v - w) \times r_m$$

Risikofri rente pluss risikopremie henviser til avkastningskravet på finansiell gjeld,  $(1-v-w)$  er den relative andelen som er plassert i aksjemarkedet, og  $r_m$  er risikopremien til markedet.

<sup>35</sup> Knivsflå 16

Dette gir avkastningskrav på de finansielle eiendelene lik:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
andel kontanter	0.6	0.6	0.7	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8
x risikofri rente	2.6	1.3	1.4	2.0	3.2	3.6	1.7	2.3
+ andel fordringer	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
x krav finansiell gjeld	3.3	1.6	1.8	2.5	4.0	4.5	2.1	2.8
+ andel aksjer	0.4	0.4	0.3	0.0	0.3	0.0	0.0	0.2
x markedskrav	2.8	4.8	5.7	6.0	5.5	4.8	4.8	4.9
<b>kfe</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>2.1</b>	<b>3.9</b>	<b>3.6</b>	<b>1.8</b>	<b>2.8</b>

Tabell 32: Avkastningskrav FE

### Avkastningskrav til netto finansiell gjeld

Dermed foreligger det tilstrekkelig informasjon til å fastsette avkastningskravet til netto finansiell gjeld.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
kfg	3.3	1.6	1.8	2.5	4.0	4.5	2.1	2.8
x FG/NFG	-2.3	-1.5	-3.5	-5.9	-7.9	1.4	1.2	-2.6
- kfe	2.7	2.6	2.7	2.1	3.9	3.6	1.8	2.8
x FE/NFG	-3.3	-2.5	-4.5	-6.9	-8.9	0.4	0.2	-3.6
<b>knfg</b>	<b>1.4</b>	<b>4.1</b>	<b>6.1</b>	<b>-0.6</b>	<b>3.0</b>	<b>4.8</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>

Tabell 33: Avkastningskrav NFG

### Avkastningskrav til Ekornes

Jeg tar utgangspunkt i netto driftskapital for å regne ut avkastningskravet til Ekornes. Avkastningskravet til netto driftskapital er det vektete kapitalavkastningskravet WACC, der avkastningskravene årlig vektet til egenkapitalen og netto finansiell gjeld. Beta til netto driftskapital kan vi fastsette gjennom vekting.

$$\beta_{NDK} \times NDK = \beta_{EK} EK + \beta_{NFG} NFG$$

Videre sier *Miller-Modigliani proposition 1* at verdien av et selskap er uavhengig av selskapets kapitalstruktur. Den kan være urealistisk av flere grunner, blant annet fordi man får skattefordeler ved å ha gjeld og fordi det alltid er en konkursrisiko til stedet, men det forutsettes likevel at dette er tilfellet. Dette medfører at betaen til netto driftskapital kan

ansees for å være konstant over analyseperioden. Dette gjør at egenkapitalbetaen kan regnes ut for hvert enkelt år.

Dette gir følgende netto driftskapitalbeta og egenkapitalbetaer.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
EK beta	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
EK / NDK	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8	0.9	1.0
NFG beta	0.6	0.6	0.4	0.0	0.4	0.0	0.2	0.3
NFG / NDK	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0
<b>NDK beta</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>

Tabell 34: Beta EK og NDK

Da kan vi sette opp avkastningskravet til egenkapitalen for hvert enkelt år.

Alle tall i % (ikke justert beta)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	03-09
3 mnd Nibor	4.1	2.0	2.2	3.1	5.0	6.2	2.5	3.6
- Risikotillegg	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5	1.2	0.3	0.4
= Risikofri rente før skatt	3.7	1.8	2.0	2.8	4.5	5.0	2.3	3.1
- Skatt	1.0	0.5	0.6	0.8	1.2	1.4	0.6	0.9
= Risikofri rente etter skatt	2.6	1.3	1.4	2.0	3.2	3.6	1.7	2.3
+ Justert beta	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
<b>X</b> Risikopremie etter skatt	2.8	4.8	5.7	6.0	5.5	4.8	4.8	4.9
+ Illikviditetspremie	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
= <b>Egenkapitalkrav</b>	<b>6.9</b>	<b>6.7</b>	<b>7.4</b>	<b>8.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.6</b>	<b>7.3</b>	<b>7.8</b>

Tabell 35: Årlige avkastningskrav EK

Da kan vi også finne avkastningskravene på netto driftskapital og på sysselsatt kapital.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
EK krav	6.7	7.4	8.1	9.1	9.6	7.3	8.0
EK/NDK	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
NFG krav	4.4	5.0	-0.8	3.3	4.8	2.3	3.2
NFG/NDK	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
<b>Netto driftskrav</b>	<b>6.9</b>	<b>7.6</b>	<b>8.4</b>	<b>9.2</b>	<b>9.5</b>	<b>6.5</b>	<b>8.0</b>

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
EK krav	6.7	7.4	8.1	9.1	9.6	7.3	8.0
EK/SK	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
FG krav	1.6	1.8	2.5	4.0	4.5	2.1	2.7
FG/SK	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
<b>Krav SK</b>	<b>6.2</b>	<b>6.8</b>	<b>7.4</b>	<b>8.5</b>	<b>8.3</b>	<b>6.8</b>	<b>7.3</b>

Tabell 36: Årlige avkastningskrav NDK og SK

Netto driftskravet er i gjennomsnitt 8.0% og kravet til sysselsatt kapital er i gjennomsnitt 7.3% gjennom analyseperioden.

### Lønnsomhetsanalyse

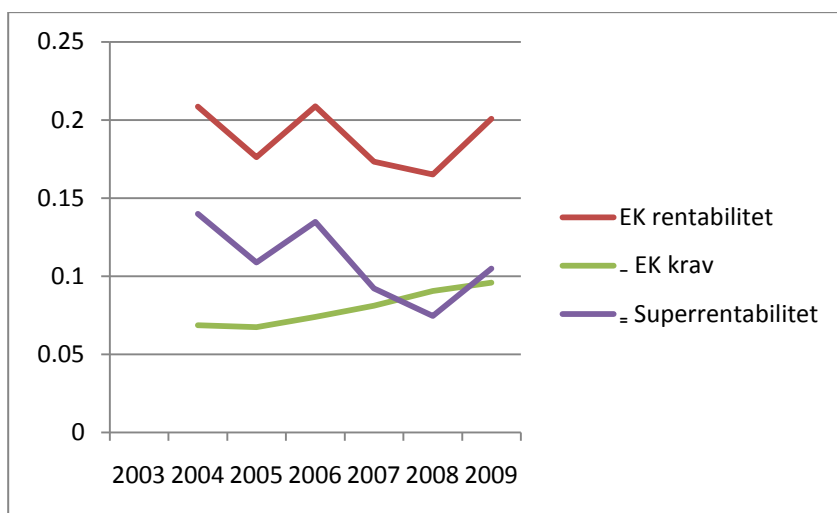
Analyse av lønnsomhet fokuserer på om rentabiliteten, altså kapitalens avkastning, er større enn kravet til avkastning. I tillegg forklares underliggende kilder til rentabilitet gjennom dekomponering.

Rentabiliteten regnes ut på etterskuddsbasis slik at det er konsistent med avkastningskravet som er en etterskuddsrente. Dette får vi til med å regne ut gjennomsnittlig kapital minus resultatet til kapitalen i det gjeldende året. Dette er også gjort i forhold til utregningen av krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital.

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat kapital}}{\text{IB kapital} + \frac{(\text{endring kapital} - \text{Nettoresultat kapital})}{2}}$$

### Egenkapitalrentabilitet

Jeg finner at EK rentabiliteten for Ekornes i analyseperioden er som følger:



Figur 18: Egenkapitalrentabilitet

Som man kan se har Ekornes en høy egenkapitalrentabilitet. Bransjemedianen for industri i 2008 var på 7.9% jamfør BUS424, mens det laveste Ekornes har hatt i i analyseperioden er 16.5%.

Dette gir også en superrentabilitet med et tidsvektet gjennomsnitt på 10.8% gjennom hele analyseperioden, noe som er svært bra.

### **Dekomponering**

Gjennom dekomponering av superrentabiliteten kan man framskaffe innsikt i hvor verdiene i Ekornes blir skapt og hva som er årsakene til at Ekornes kan framvise superrentabilitet.

#### *Kilder til strategiske fordeler*

Det er vanlig å skille mellom kilder til lønnsomhet og kilder til strategiske fordeler. Å analysere kildene til strategiske fordeler innebærer at jeg behøver årlige detaljer omkring egenkapitalrentabiliteten for bransjen Ekornes befinner seg i. Siden disse ikke er lett tilgjengelige velger jeg kun å gi en kort kommentar om denne biten.

Nettsiden [www.largestcompanies.no](http://www.largestcompanies.no) opplyser om en del nøkkeltall for de største bedriftene i Norden.<sup>36</sup> Der finner jeg egenkapitalrentabiliteten til alle børsnoterte selskaper innenfor møbelindustrien i Norden for årene 2006 og 2008. Tallene for Ekornes samsvarer ikke helt med de jeg har regnet ut, så jeg kan kun benytte de til en kvalitativ sammenligning. Det som imidlertid kommer fram er at de ti børsnoterte møbelprodusentene i Norden har en gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet i 2006, 2007 og 2008 på henholdsvis 23%, 15% og 19%. I samme periode kan Ekornes i følge siden framvise en egenkapitalrentabilitet på henholdsvis 43%, 33% og 45%. Dette underbygger mine funn om at Ekornes har en høy egenkapitalrentabilitet og superrentabilitet, og samtidig forteller de at Ekornes gjør det bedre enn bransjen som helhet. Dette antyder igjen at Ekornes er i besittelse av en strategisk fordel.

---

<sup>36</sup> Largest Companies, Eid av Nordic Netproducts, [http://www.largestcompanies.no/default\\$/lev2-AboutEkolitt/lev2Desc-Om\\_oss/AdPageId-100/](http://www.largestcompanies.no/default$/lev2-AboutEkolitt/lev2Desc-Om_oss/AdPageId-100/) (17.12.09)

Hvorvidt bransjen som sådan gjør det bedre enn markedet har jeg ikke nok informasjon til å si noe om.

#### *Kilder til lønnsomhet*

Denne dekomponeringen fokuserer på skillet mellom drift og finansiering. I første omgang skilles det mellom netto driftsrentabilitet og virkningen av finansiell gearing. Sammenhengen mellom egenkapitalrentabiliteten og nettodriftsrentabiliteten vises i formelen:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) \times nfgg$$

*Nfgr* er netto finansiell gjeldsrente og *nfgg* er netto finansiell gjeldsgrad. Ligningens siste ledd er virkningene av finansiell gearing, det vil si virkningen bruk av netto finansiell gjeld har på egenkapitalrentabiliteten. Det finnes et ledd i formelen som henviser til minoritetsinteresser. Siden Ekornes ikke har noen minoriteter utelater jeg den.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Tidsvektet	Krav
ndr	22.4%	18.8%	21.6%	17.6%	15.3%	17.7%	18.8%	8.0%
+ virkning finansiell gearing	-1.6%	-1.2%	-0.7%	-0.3%	1.2%	2.4%	0.1%	
ekr	20.9%	17.6%	20.9%	17.3%	16.5%	20.1%	18.9%	8.1%

Tabell 37: Dekomponering egenkapitalrentabilitet

Medianen for Netto driftsrentabilitet for alle bedrifter på Oslo Børs var i årene 1999-2007 på 4.9%, mens den for industribedrifter var 5.3%. Som vi ser er derfor driften i Ekornes svært lønnsom og den som står for bortimot hele egenkapitalrentabiliteten. Den finansielle gearingen er bortimot helt nøytral. På grunn av at virkningen av den finansielle gearingen på egenkapitalrentabiliteten er så liten velger jeg ikke å analysere denne biten noe lengre enn dette.

#### Netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendeler

Netto driftsrentabiliteten viser avkastningen til netto driftskapitalen. Den kan videre dekomponeres i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Netto driftsmarginen, *ndm*, måler evnen bedriften har til å generere netto driftsresultat per omsatte krone, mens omløpet til til netto driftseiendeler måler evnen til å skape driftsinntekter per krone investert.

$$ndr = ndm \times onde$$

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Tidsvektet
Netto driftsmargin	16.6%	14.7%	15.7%	13.2%	12.1%	14.8%	14.5%
X Omløpet til nde	1.35	1.28	1.38	1.34	1.26	1.19	1.30
Netto driftsrentabilitet	22.4%	18.8%	21.6%	17.6%	15.3%	17.7%	18.8%

Tabell 38: Dekomponering Nettodriftsrentabilitet

Medianen for netto driftsmargin på Oslo Børs i årene 99-07 var på 3.6%. Som vi ser ligger Ekornes høyt over dette.

Omløp til netto driftseiendeler kan dekomponeres ytterligere. Jeg velger imidlertid ikke å gjøre dette da jeg informasjonen i årsrapportene ikke er detaljerte nok.

Omløp til NDK hadde en median på 1.453 i den samme perioden. Ekornes ligger litt under denne. Det vil si at kapitalbruken ikke er like effektiv som et typisk selskap på Oslo børs. Det er imidlertid vanskelig å trekke noen konklusjoner om dette så lenge man ikke kjenner kapitalstrukturen til det typiske selskapet.

#### Common size resultat

Et common size resultat uttrykker alle størrelser i prosent av driftsinntektene. Som det framkommer av vedlegg 2 er de fleste poster relativt stabile. Varekostnadene har imidlertid vært litt stigende i løpet av perioden. Dette kan henge sammen med oppkjøp av Johan Tynes Trevare som var en råvareintensiv underleverandør. Ellers har andre driftskostnader gått noe opp i trailingåret og netto betalt utbytte noe ned. Dette henger trolig sammen med virkninger fra finanskrisen.

#### Vekstanalyse

Analyse av vekst fokuserer på om virksomheten har evne til vekst, i tillegg til å se på underliggende kilder til vekst. Dette er svært viktig siden framtidig vekst er en verdidriver. Det er vanlig å se på vekst både i kapital og i resultat. I tillegg er veksten i driftsinntekter av stor betydning. Veksten kan også deles inn i vekst på kort sikt og vekst på lang sikt.



Innsikt i den langsiktige økonomiske veksten får man gjennom generell makroøkonomisk analyse. Gjennomsnittlig årlig vekst i BNP i Norge i perioden 1970 til 2008 er på 3.2%<sup>37</sup>. Gjennomsnittlig årlig prisvekst er i samme periode 5.2%.<sup>38</sup> På grunn av sentralstyring har imidlertid prisveksten ligget på kun 2.1% de siste ti årene. På lang sikt kan dermed ikke veksten være større enn den forventede realvekst pluss inflasjon. Det vil si en vekst på 5.3%.

På kort sikt avhenger Ekornes vekst av bransjens vekst og Ekornes egne ressurser. Selve møbelbransjen ser ikke ut til å ha all verdens vekst. Ekornes har imidlertid stort vekstpotensiale i utlandet gjennom å ta over markedsandeler. I hjemmemarkedene i Skandinavia synes vekstmulighetene å ha stoppet ganske mye opp.

### **Kapitalvekst**

Siden skal veksten benyttes for å predikere framtidstall er den normaliserte egenkapitalveksten den som er mest relevant. Det vil si at man må trekke ut unormal rentabilitet, utbytte, og kapitalinnskudd.

Med tanke på utbytte har Ekornes en uttalt policy om å betale ut minst 30-50% av konsernets resultat. I alle år i analyseperioden har utbytteandelen imidlertid vært på om lag 80-90% med unntak av i 2008. Da var den i under 40%. I følge årsrapporten for 2008 var dette et grep som var gjort på grunn av de dystre markedsutsiktene. Siden alt tyder på at situasjonen har snudd nå anser jeg 2008 utbyttet som et unntak, og forventer at den normale utbytteandelen er den gjennomsnittlige mellom 2003 og 2007. Over 80% utbytteandel er for øvrig svært høyt. I all hovedsak skyldes dette Ekornes evne til å levere rentabilitet som er større enn bransjens rentabilitet.

Dette gir følgende egenkapitalvekst.

---

<sup>37</sup> Statistisk sentralbyrå,

[http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default\\_FR.asp?Productid=09.01&PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/MenuSelP.asp&SubjectCode=09](http://statbank.ssb.no/statistikkbanken/Default_FR.asp?Productid=09.01&PXSid=0&nvl=true&PLanguage=0&tilside=selecttable/MenuSelP.asp&SubjectCode=09), (05.12.09)

<sup>38</sup> Statistisk sentralbyrå, <http://www.ssb.no/vis/kpi/kpiregn.html>, (05.12.09)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Snitt
Vekting	14%	15%	17%	18%	16%	20%	
Norm utbytteandel	84.8%	84.8%	84.8%	84.8%	84.8%	84.8%	84.8%
Norm tilbakeholdsgrad	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
ekr	20.9%	17.6%	20.9%	17.3%	16.5%	20.1%	18.9%
<b>Norm ek vekst</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.9%</b>

Tabell 39: Egenkapitalvekst

Denn veksten i egenkapital er lavere enn den normalisert veksten på Oslo børs i perioden 99-07. I all hovedsak skyldes dette Ekornes høye utbytteandel. Den er også i samsvar med at veksten ikke kan overstige den langsiktige økonomiske veksten på 5.3%.

### Resultatvekst

Et trendresultatregnskap viser utviklingen i inntekter, kostnader og alle resultater over hele analyseperioden med første år som basisår. Dette kan ses i vedlegg 3.

Som det kommer fram i diagrammet er det jevnt over en liten vekst i alle resultatene. I forhold til kostnadene ser vi at spesielt avskrivninger og andre driftskostnader har økt mye. I enkelte år har det vært noe dårligere driftsresultater. Dette henger sammen med finanskrisen og ekspansjoner i utlandet. Det unormale finansresultatet, agio/disagio, gjør at FNRE er noe ustabil.

Veksten i driftsinntekter er en viktig budsjettdriver.

	2004	2005	2006	2007	2008	Snitt
Vekst DI	10.68%	1.94%	9.00%	2.61%	3.79%	5.60%

Tabell 40: Vekst i driftsinntekter

Som vi ser svinger denne endel. Dette henger sammen med at største årsaken til vekst er nye markedsandeler i utlandet. Det har kommet nye markedsandeler jevnlig de siste årene, men det har gått i rykk og napp.

### Oppsummering

Vi ser at Ekornes har en lavere egenkapitalvekst enn bransjen. Dette henger sammen med den høye utbytteandelen. Veksten i driftsinntekter er noe ustabil og henger sammen med at videre vekst for Ekornes består av nye markedsandeler i utlandet og at de kommer med ujevne mellomrom.

## 6. Fremtidsregnskap

Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet baserer seg på resultatene fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen. Fremtidsregnskapet består av to perioder, en budsjettperiode og en framskrivningsperiode. Budsjettperioden er et bindeledd mellom dagens omgrupperte og justerte finansregnskap, og det tidspunkt man antar at selskapet befinner seg i en steady state situasjon. Verdien av Ekornes avhenger av utviklingen sju underliggende verdidrivere<sup>39</sup>, og framtidsregnskapet er avbildningen av hvordan denne utviklingen antas å se ut.

### 6.1 Valg av budsjettthorisont

I perioden før budsjettthorisonen budsjetterer man alle verdidriverne, mens i perioden etter foretar man en enkel framskrivning. Budsjettthorisonen avhenger av to ting. Det ene er når man antar at selskapets vekst går over over fra å være i endring til å bli konstant. Det andre er kvaliteten på regnskapsføringen. Jo nærmere de regnskapsførte verdiene ligger til de virkelige verdiene, jo kortere budsjettperiode.

BUS425 foreslår lengde på budsjettperiode avhengig av type regnskapsføring. IFRS består av virkelige verdier og en del historisk kost. Jeg har videre justert noen tall mot historisk kost og noen få mot virkelige verdier. Regnskapet som benyttes til verdsettelsen består i stor grad av historisk kost tall. BUS425 foreslår en budsjettperiode på 5-8 år ved korrekt historisk kosstregnskap.

Ekornes har som jeg har vært inne på tidligere, opplevd vekst i de internasjonale markedene de senere årene. Finanskrisen ser ut til kun å ha vært en midlertidig brems, og jeg antar at denne veksten kommer til å ta seg opp igjen. Det virker derfor naturlig å velge en budsjettperiode i bakre del av forslaget fra BUS425. Jeg velger derfor en budsjettperiode på 7 år.

---

<sup>39</sup> Egentlig ni forskjellige, men Ekornes har ingen minoritetsinteresser, så da faller to av de bort.

## 6.2 Budsjettering til budsjetthorisonten

Teorien foreslår at utviklingsbanen fram til budsjetthorisonten kan være enten dårligere enn forventet, som forventet, eller bedre enn forventet. Den mest sannsynlige er at den er som forventet, og jeg tar kun for meg denne utviklingen i verdsettelsen.

Jeg benytter meg av metoden som presenteres i BUS425 og budsjetteringen blir gjort gjennom fem steg og ved hjelp av de sju budsjettdriverne. Det er utviklingen av budsjettdriverne som anslås med bakgrunn i den strategiske regnskapsanalysen.

De fem stegene er som følger:

1. Budsjettere driftsinntekter ved hjelp av *veksten i driftsinntektene*.

$$DI_t = (1 + \text{vekst}DI_t) \times DI_{t-1}$$

2. Budsjettere netto driftseiendeler ved hjelp av *omløpet til netto driftseiendeler*.

$$NDE_t = DI_t / \text{onde}_t$$

3. Budsjettere netto driftsresultat ved hjelp av *netto driftsmargin*.

$$NDR_t = NDR_t \times \text{ndm}_t$$

4. Budsjettere netto finansiell gjeld ved hjelp av *finansiell gjeldsdel* og *finansiell eiendelsdel*

$$FG_t = fgd_t \times NDE_t$$

$$FE_t = fed_t \times NDE_t$$

$$NFG_t = FG_t - FE_t$$

5. Budsjettere netto finanskostnad ved hjelp av *finansiell gjeldsrente* og *finansiell eiendelsrentabilitet*.

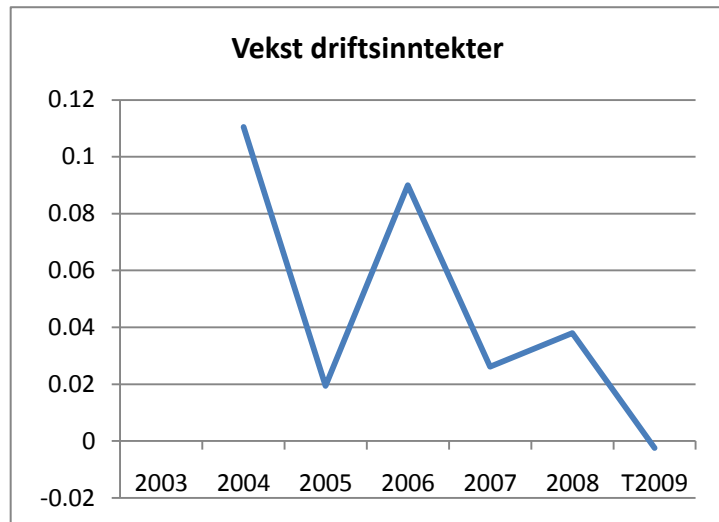
$$NFK_t = fgr_t \times FG_{t-1}$$

$$NFI_t = fer_t \times FE_{t-1}$$

## 6.2.1 Driftsinntekter

Figur 19: Vekst driftsinntekter

Som vi ser i figuren har veksten i driftsinntekter vært noe ustabil de siste årene. Siden det verste ser ut til å være over i forhold til finanskrisen antar jeg den negative veksten i 2009 kommer til å snu. Det første året tror jeg det kommer til å være en moderat vekst siden markedene er på vei



tilbake. Det andre året tror jeg veksten kommer til å bli større siden jeg tror Ekornes kommer til å ta nye markedsandeler på de internasjonale markedene. På lang sikt kan ikke Ekornes ha en vekst som er høyere enn den globale veksten i økonomien. Som jeg var inne på i vekstanalysen i kapittel 5.6.2 er den beregnet til å være på 5.3%.

Jeg antar en vekst på 3.5% i 2010 og 7,5% i 2011. Denne forutsettes så å falle lineært mot 5.3% i 2017. For å få inn den noe ustabilitet i anslaget velger jeg et tilfeldig år, 2013, der veksten bryter med lineariteten og kun er på et tilfeldig valgt tall, 5.2%. Det gir følgende tall:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter t-1	2667	2760	2967	3179	3344	3558	3772	3986	4198
Vekst	93	207	212	165	214	215	214	211	222
<b>Driftsinntekter</b>	<b>2760</b>	<b>2967</b>	<b>3179</b>	<b>3344</b>	<b>3558</b>	<b>3772</b>	<b>3986</b>	<b>4198</b>	<b>4420</b>

Tabell 41: Framtidsregnskap, driftsinntekter

## 6.2.2 Driftseiendeler

Ut fra figuren kan vi lese at *onde* har vært jevnt fallende de siste årene. Dette tror jeg henger sammen med at det satses mye i nye markeder og kapitalbehovet derfor er relativt større nå. Jeg tror imidlertid også at Ekornes blir mer effektive når de får stabilisert seg i de nye markedene. Summen av dette blir en antakelse om at trenden kommer til å snu.

I alle år jeg har sett på har Ekornes alltid hatt en *onde* under medianen på Oslo Børs. Det tror jeg vil være tilfelle også i steady state. Dette fordi Ekornes er relativt kapitalintensiv og derfor har en naturlig lavere *onde*.

Figur 20: Onde

Jeg antar at den negative trenden kommer til å snu og at *onde* i 2017

kommer til å ligge på rundt 1,3. Dette gir følgende netto driftseiendeler i budsjettperioden:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2760	2967	3179	3344	3558	3772	3986	4198	4420
Onde	115.0%	110.0%	114.0%	121.0%	125.0%	128.0%	129.0%	130.0%	130.0%
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>2400</b>	<b>2697</b>	<b>2788</b>	<b>2763</b>	<b>2846</b>	<b>2947</b>	<b>3090</b>	<b>3229</b>	<b>3400</b>

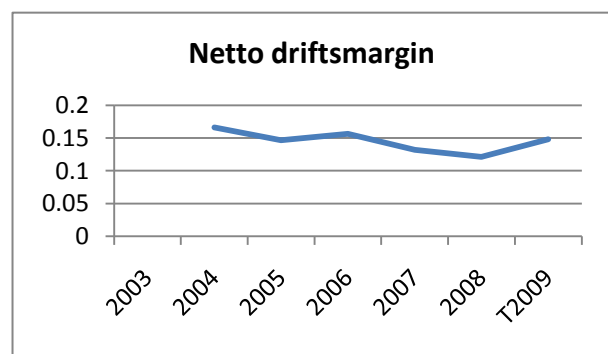
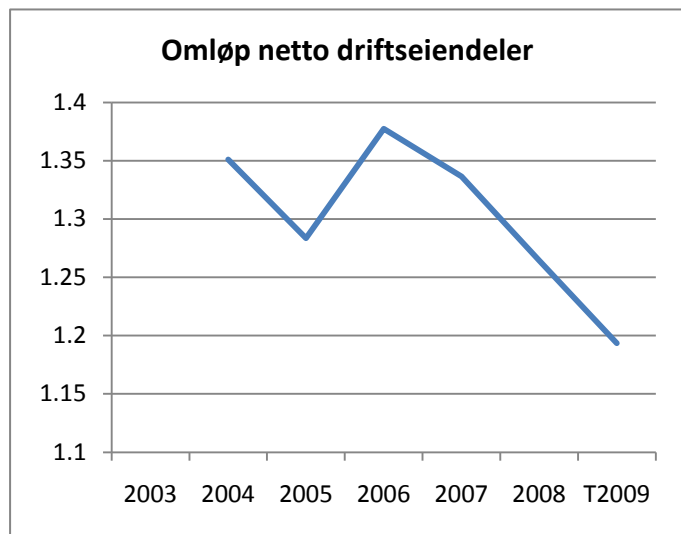
Tabell 42: Framtidsregnskap, netto driftseiendeler

### 6.2.3 Netto driftsresultat

Figur 21: Netto driftsmargin

Ekornes netto driftsmargin ligger høyt over medianen på Oslo børs. Jeg tror dette henger mye sammen med at Ekornes jobber veldig bevisst med kostnadseffektivisering i tillegg til at de er ledende på automatisering og altså effektiv møbelproduksjon. Ekornes kommer

nok til å være i førerretet i en tid framover i forhold møbelproduksjonen også, men det ligger i sakens natur at konkurrentene kommer til å ta de igjen etterhvert. Jeg tror imidlertid at merkenavnet til Ekornes vil medføre at bedriften vil fortsette å ha en relativt høy netto driftsmargin. Den kan likevel neppe holdes like høy som den har vært til nå når steady state kommer.



Jeg antar en netto driftsmargin som er lineært fallende ned til 10.5% i 2017. Det gir følgende netto driftsresultater:

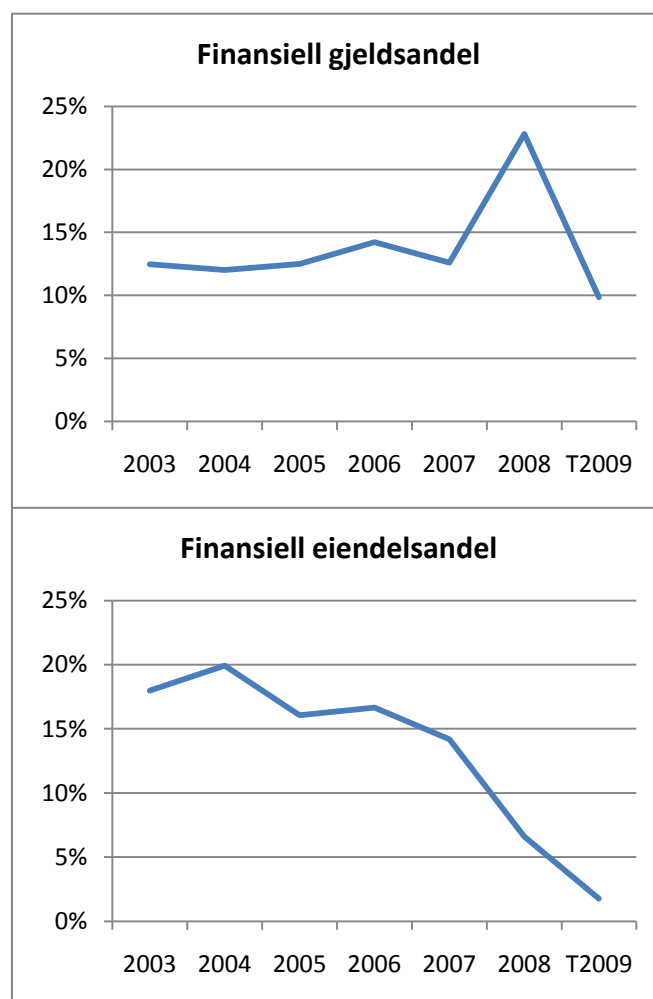
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2760	2967	3179	3344	3558	3772	3986	4198	4420
Netto driftsmargin	14.2%	13.7%	13.1%	12.6%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.5%
Netto driftsresultat	392	405	417	421	429	434	437	441	464

Tabell 43: Framtidsregnskap, netto driftsresultat

## 6.2.4 Netto finansiell gjeld

Figur 22: FG andel og FE andel

Gjennom analyseperioden ser vi at den finansielle gjeldsandelen har vært relativt jevn. Unntaket er i 2008 da den skjøt i været. Dette skyldes i all hovedsak at kronekursen var svært svak rundt årsskiftet, spesielt i forhold til de flere av de store valutaene<sup>40</sup>, og at dette påvirket valutasikringskontraktene i negativ retning. Dette kan også skje i framtiden, men det vil i fall være unntak da også. Jeg forventer at den finansielle gjeldsandelen ligger på omtrent samme nivå i budsjettperioden som den gjorde i perioden før 2008.



Den finansielle eiendelsandelen har vært synkende de siste årene. En betydelig lavere kontantbeholdning er hovedårsaken til dette, noe som igjen mest sannsynlig skyldes

<sup>40</sup> DnBNor, [https://www.dnbnor.no/markets/valuta\\_og\\_renter/valutakurser/historiske/2008.html?WT.ac=merinfo\\_Historiske%20valuta\\_kurser%20-%20hovedvalutaer](https://www.dnbnor.no/markets/valuta_og_renter/valutakurser/historiske/2008.html?WT.ac=merinfo_Historiske%20valuta_kurser%20-%20hovedvalutaer), (15.12.09)

finanskrisen og nedleggelsen av anlegget på Stranda. Dette tror jeg vil bygge seg opp gradvis opp igjen til et nivå på der de var rundt 2006.

Da får jeg disse anslagene for netto finansiell gjeld:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftseiendeler	2400	2697	2788	2763	2846	2947	3090	3229	3400
Finansiell gjeldsandel	12.0%	12.5%	12.0%	11.3%	12.8%	13.0%	12.5%	12.7%	12.7%
Finansiell gjeld	288	337	335	312	364	383	386	410	432
Netto driftseiendeler	2400	2697	2788	2763	2846	2947	3090	3229	3400
Finansiell eiendelsandel	5.0%	6.5%	10.0%	13.7%	14.5%	15.6%	15.8%	16.0%	16.0%
Finansielle eiendeler	120	175	279	379	413	460	488	517	544
Netto finansiell gjeld	168	162	56	-66	-48	-77	-102	-107	-112

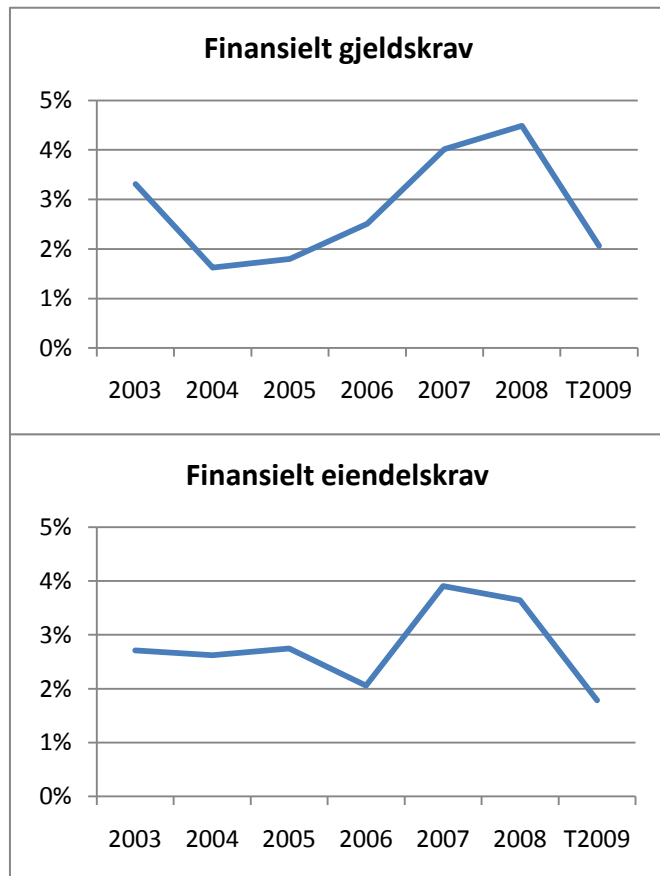
Tabell 44: Framtidsregnskap, netto finansiell gjeld

## 6.2.5 Netto finanskostnad

Figur 23: Finansielt gjelds- og eiendelskrav

Dersom man har et velfungerende kapitalmarked og dersom netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi, så vil netto finansiell rente være lik netto finansielt gjeldskrav (Penman 2004). Kapitalmarkedet i Norge må kunne sies å være velfungerende, og i justeringene i kapittel fem ble de finansielle postene justert mot virkelig verdi. Jeg antar derfor at netto finansiell rente er lik netto finansielt gjeldskrav. På kort sikt vil det riktignok svinge, men over tid vil denne antakelsen være rimelig.

Dermed finner jeg netto finanskostnad ved:





	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Finansiell gjeld	288	337	335	312	364	383	386	410	432
Finansiell gjeldsrente	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
Netto finanskostnad	7	12	14	13	15	16	16	17	18
Finansielle eiendeler	120	175	279	379	413	460	488	517	544
Finansiell eiendelsrentabilitet	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
Netto finansinntekt	3	6	10	14	15	17	18	19	20
<b>Netto finanskostnad</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>

Tabell 45: Framtidsregnskap, netto finanskostnad

## 6.2.6 Oppsummering budsjett drivere

I figuren under vises utviklingen til budsjett driverne i budsjettperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vekst driftsinntekter	3.5%	7.5%	7.1%	5.2%	6.4%	6.0%	5.7%	5.3%	5.3%
Omløp netto driftseiendeler	115.0%	110.0%	114.0%	121.0%	125.0%	128.0%	129.0%	130.0%	130.0%
Netto driftsmargin	14.2%	13.7%	13.1%	12.6%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.5%
Finansiell gjeldsandel	12.0%	12.5%	12.0%	11.3%	12.8%	13.0%	12.5%	12.7%	12.7%
Finansiell eiendelsandel	5.0%	6.5%	10.0%	13.7%	14.5%	15.6%	15.8%	16.0%	16.0%
Finansiell gjeldsrente	2.4%	3.4%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
Finansiell eiendelsrentabilitet	2.5%	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%

Tabell 46: Budsjett drivere

Etter budsjett horisonten i 2016 er antakelsen at Ekornes befinner seg i steady state. Verdidriverne og kravene kan derfor framskrives med den langsiktige og vedvarende veksten i verdensøkonomien på 5.3%.

## 6.3 Presentasjon av fremtidsregnskap

Da er alle utregningene gjort og jeg kan framvise fremtidsregnskapet som skal brukes til selve verdsettelsen.

### 6.3.1 Resultatregnskap

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsinntekter	2760	2967	3179	3344	3558	3772	3986	4198	4420
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>392</b>	<b>405</b>	<b>417</b>	<b>421</b>	<b>429</b>	<b>434</b>	<b>437</b>	<b>441</b>	<b>464</b>
Netto finansinntekter	3	6	10	14	15	17	18	19	20
<b>Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>395</b>	<b>411</b>	<b>427</b>	<b>435</b>	<b>443</b>	<b>451</b>	<b>455</b>	<b>460</b>	<b>484</b>
Netto finanskostnad	7	12	14	13	15	16	16	17	18
<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>388</b>	<b>400</b>	<b>414</b>	<b>422</b>	<b>429</b>	<b>435</b>	<b>439</b>	<b>443</b>	<b>466</b>
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>388</b>	<b>400</b>	<b>414</b>	<b>422</b>	<b>429</b>	<b>435</b>	<b>439</b>	<b>443</b>	<b>466</b>
Netto betalt utbytte	433	96	217	324	364	306	271	299	289
Endring EK	-45	303	197	97	65	129	168	143	177

Tabell 47: Framtidsregnskap, resultatregnskap

### 6.3.2 Balanse, sysselsatt kapital

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftseiendeler	2400	2697	2788	2763	2846	2947	3090	3229	3400
+ Finansielle eiendeler	120	175	279	379	413	460	488	517	544
<b>= Sysselsatte eiendeler</b>	<b>2520</b>	<b>2872</b>	<b>3067</b>	<b>3142</b>	<b>3259</b>	<b>3407</b>	<b>3578</b>	<b>3745</b>	<b>3944</b>
Egenkapital	2232	2535	2732	2830	2895	3024	3192	3335	3512
+ Finansiell gjeld	288	337	335	312	364	383	386	410	432
<b>= Sysselsatt kapital</b>	<b>2520</b>	<b>2872</b>	<b>3067</b>	<b>3142</b>	<b>3259</b>	<b>3407</b>	<b>3578</b>	<b>3745</b>	<b>3944</b>

Tabell 48: Framtidsregnskap, balanse, sysselsatt kapital

### 6.3.3 Balanse, netto driftskapital

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>= Netto driftseiendeler</b>	<b>2400</b>	<b>2697</b>	<b>2788</b>	<b>2763</b>	<b>2846</b>	<b>2947</b>	<b>3090</b>	<b>3229</b>	<b>3400</b>
Egenkapital	2232	2535	2732	2830	2895	3024	3192	3335	3512
+ Netto finansiell gjeld	168	162	56	-66	-48	-77	-102	-107	-112
<b>= Netto driftskapital</b>	<b>2400</b>	<b>2697</b>	<b>2788</b>	<b>2763</b>	<b>2846</b>	<b>2947</b>	<b>3090</b>	<b>3229</b>	<b>3400</b>

Tabell 49: Framtidsregnskap, balanse, netto driftskapital

### 6.3.4 Fri kontantstrømsoppstilling

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Netto driftsresultat	392	405	417	421	429	434	437	441	464
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i netto driftseiendeler	-77	297	91	-25	83	101	143	139	171
<b>= Fri kontantstrøm fra netto driftskapital</b>	<b>469</b>	<b>108</b>	<b>326</b>	<b>446</b>	<b>346</b>	<b>333</b>	<b>294</b>	<b>302</b>	<b>293</b>
+ Netto finansinntekter	3	6	10	14	15	17	18	19	20
+ Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i finansielle eiendeler	76	55	104	100	34	47	28	28	27
<b>= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>396</b>	<b>58</b>	<b>233</b>	<b>359</b>	<b>327</b>	<b>303</b>	<b>283</b>	<b>292</b>	<b>285</b>
- Netto finanskostnad	7	12	14	13	15	16	16	17	18
- Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Økning i finansiell gjeld	44	49	-3	-22	52	19	3	24	22
<b>= Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>433</b>	<b>96</b>	<b>217</b>	<b>324</b>	<b>364</b>	<b>306</b>	<b>271</b>	<b>299</b>	<b>289</b>

Tabell 50: Framtidsregnskap, kontantstrømsoppstilling

## 6.4 Fremtidskrav

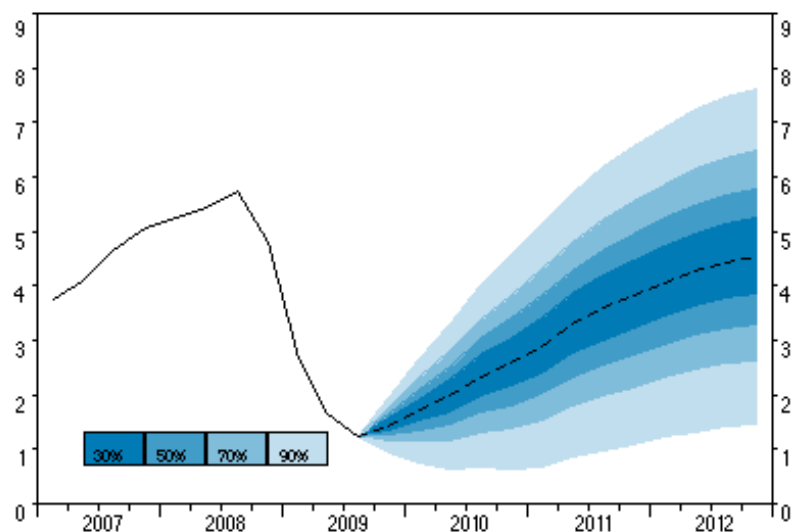
For å kunne verdsette på bakgrunn av framtidsregnskapet er det nødvendig å estimere avkastningskravene som skal ligge til grunn. I forholdstallsanalysen ble avkastningskravene estimert med bagrunn i historiske tall, mens det denne gangen blir gjort framover i tid. Fremgangsmåten er i hovedsak den samme, men vektingen blir basert på inngående kapital framfor gjennomsnittlig kapital. Avkastningskravet er for øvrig også det som blir brukt som diskonteringsrente for nåverdiberegningene.

### 6.4.1 Forberedelse

#### Risikofri rente

Figur 24: Styringsrente

Før selve avkastningskravene kan estimeres er det behov for å gjøre en vurdering av hvordan den risikofrie renten vil utvikle seg gjennom budsjettperioden.



Til dette tar jeg utgangspunkt i Norges Banks anslag for utvikling av styringsrenten<sup>41</sup>. Det er plausibelt å forvente at den risikofrie renten vil stige i takt med styringsrenten. Norges Bank anslår renten fram til 2013. Etter det er det naturlig å anta at den risikofrie renten vil bevege seg mot det historiske gjennomsnittet. Fra data fra Norges Bank har jeg beregnet gjennomsnittlig historisk 3-måneders effektiv NIBOR-rente til å være 5.07%. På samme datagrunnlag har jeg regnet ut den gjennomsnittlige forskjellen mellom 3 måneders effektiv NIBOR rente og styringsrenten til å være i prosentpoeng

$$5.07 - 4.48 = 0.59 \approx 0.6$$

Dette gir følgende antakelse om 3 måneders effektiv NIBOR fram til 2017

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Første kvartal	2	3.25	4.25				
Andre kvartal	2.25	3.5	4.4				
Tredje kvartal	2.5	3.75	4.5				
Fjerde kvartal	2.75	4	4.5				
Gjennomsnittlig styringsrente	2.375	3.625	4.4125				
+ Forskjell	0.6	0.6	0.6				
3 mnd eff NIBOR	3.0	4.2	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1

Tabell 51: Framtidig Nibor-rente

### *Utbytteskatt*

I 2006 ble det innført utbytteskatt på 28% utover en bestemt skjermingsgrense. På grunn av denne skjermingsregelen og betydelig tilpasning før loven trådte i kraft er den effektive utbytteskatten mye mindre enn 28%. Jeg forutsetter en linær utvikling på den effektive utbytteskatten fra 2% i dag til 7% i 2016.

### *Andre forutsetninger*

Utover dette forutsetter jeg at illikviditetspremie og risikopremien i markedet i framtiden er de samme som de historiske.

<sup>41</sup>Norges Bank, [http://www.norges-bank.no/templates/article\\_48208.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article_48208.aspx), (17.12.09)

## 6.4.2 Egenkapitalkrav

Siden jeg tar utgangspunkt i Miller Modigliani 1 kan man si at beta til netto driftskapital er konstant over tid. Da kan jeg regne meg fram til egenkapitalbetaen hvert år.

Beta til den sysselsatte kapitalen regnes ut med utgangspunkt i den historiske gjennomsnittsbetaen til EK og er på 0.61.

Vi ser at EK betaen er stabil rundt 0.6 og 0.65

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Beta EK	0.66	0.65	0.64	0.62	0.60	0.61	0.60	0.60	0.60
EK/NDK	0.92	0.93	0.94	0.98	1.02	1.02	1.03	1.03	1.03
Beta NFG	0.10	0.13	0.20	0.30	0.28	0.29	0.31	0.31	0.31
NFG/NDK	0.08	0.07	0.06	0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03
<b>Beta NDK</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>	<b>0.61</b>

Tabell 52: Beta EK og NDK

Med dette i boks har jeg grunnlag til å beregne de årlige framtidige kravene til egenkapitalen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
3 mnd eff NIBOR	3.0	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1
- Risikotillegg 10%	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
= Risikofri rente før skatt	2.7	3.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6
- 28% skatt	0.7	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
= <b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>1.9</b>	<b>2.7</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>
+ Beta EK	0.66	0.65	0.64	0.62	0.60	0.61	0.60	0.60	0.60
x Risikopremie etter skatt	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
+ Illikviditetspremie	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
= EK krav før eus	7.6	8.4	8.9	8.8	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
Effektiv utbytteskattesats	2.0	2.8	3.7	4.5	5.3	6.2	7.0	7.0	7.0
/ (1-effektiv utbytteskattesats)	0.98	0.97	0.96	0.96	0.95	0.94	0.93	0.93	0.93
<b>EK krav</b>	<b>7.8</b>	<b>8.7</b>	<b>9.2</b>	<b>9.2</b>	<b>9.2</b>	<b>9.3</b>	<b>9.4</b>	<b>9.4</b>	<b>9.4</b>

Tabell 53: Avkastningskrav EK

### 6.4.3 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

For å verdsette etter netto-driftskapitalmetoden og sysselsattkapital-metoden er det nødvendig å finne kravet til kapitalene. Disse avhenger igjen av kravet til netto finansiell gjeld og kravet til finansiell gjeld.

#### *Krav til netto finansiell gjeld*

Kravet til netto finansiell gjeld finner man ved å vekte kravene til finansiell gjeld og til finansielle eiendeler.

Det finansielle avkastningskravet avhenger av risikofri rente etter skatt, finansiell gjeldsbeta, risikopremien til markedet samt kredittrisikopremien på bedriften. Jeg har allerede estimert risikofrirente etter skatt, og jeg har antatt at den finansielle gjeldsbetaen er null samt at risikopremien i markedet antas å være lik det historiske gjennomsnittet. Kredittrisikopremien på bedriften baserer seg på den syntetiske ratingen. I hele analyseperioden har Ekornes hatt en A. Jeg går ut fra at dette vil holde seg i framtiden også. Det gir følgende avkastningskrav til den finansielle gjelden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	1.93	2.74	3.25	3.26	3.26	3.27	3.28	3.29	3.29
+ Finansiell gjeldsbeta	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
x Risikopremien til markedet	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90
+ Premie for kredittrisiko	0.48	0.68	0.81	0.81	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
<b>kfg etter skatt</b>	<b>2.41</b>	<b>3.42</b>	<b>4.06</b>	<b>4.07</b>	<b>4.08</b>	<b>4.09</b>	<b>4.10</b>	<b>4.11</b>	<b>4.11</b>

Tabell 54: Avkastningskrav FG

Kravet til de finansielle eiendelen finner man ved å vekte kravene til kontanter, fordringer og investeringer. Jeg tar her utgangspunkt i at fordelingen mellom disse er lik snittet gjennom analyseperioden. Det gir disse kravene til de finansielle eiendelene.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
andel kontanter	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76
x risikofri rente	1.93	2.74	3.25	3.26	3.26	3.27	3.28	3.29	3.29
+ andel fordringer	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
x krav finansiell gjeld	2.41	3.42	4.06	4.07	4.08	4.09	4.10	4.11	4.11
+ andel aksjer	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
x markedskrav	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90
<b>kfe etter skatt</b>	<b>2.55</b>	<b>3.20</b>	<b>3.62</b>	<b>3.62</b>	<b>3.63</b>	<b>3.63</b>	<b>3.64</b>	<b>3.65</b>	<b>3.65</b>

Tabell 55: Avkastningskrav FE

Når avkastningskravene til både finansielle eiendeler og finansiell gjeld er funnet kan man regne ut kravet til netto finansiell gjeld.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
+ kfg etter skatt	2.41	3.42	4.06	4.07	4.08	4.09	4.10	4.11	4.11
x FG/NFG	1.22	1.71	2.08	6.00	-4.71	-7.53	-5.00	-3.79	-3.85
- kfe etter skatt	2.55	3.20	3.62	3.62	3.63	3.63	3.64	3.65	3.65
x FE/NFG	0.22	0.71	1.08	5.00	-5.71	-8.53	-6.00	-4.79	-4.85
<b>= knfg</b>	<b>2.38</b>	<b>3.58</b>	<b>4.54</b>	<b>6.30</b>	<b>1.51</b>	<b>0.22</b>	<b>1.36</b>	<b>1.90</b>	<b>1.88</b>

Tabell 56: Avkastningskrav NFG

### *Krav til netto driftskapital*

Avkastningskravet til netto driftskapital finner man nå som det vektete snittet av egenkapitalkravet og netto finansiell gjeld.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
+ ekk	7.8	8.7	9.2	9.2	9.2	9.3	9.4	9.4	9.4
x EK/NDK	0.92	0.93	0.94	0.98	1.02	1.02	1.03	1.03	1.03
+ knfg	2.38	3.58	4.54	6.30	1.51	0.22	1.36	1.90	1.88
x NFG/NDK	0.08	0.07	0.06	0.02	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03
<b>= NDK krav</b>	<b>7.4</b>	<b>8.3</b>	<b>8.9</b>	<b>9.1</b>	<b>9.4</b>	<b>9.5</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>	<b>9.6</b>

Tabell 57: Avkastningskrav NDK

### *Krav til sysselsatt kapital*

Avkastningskravet til sysselsatt kapital finner man som det vektete snittet av egenkapitalkravet og finansiell gjeld

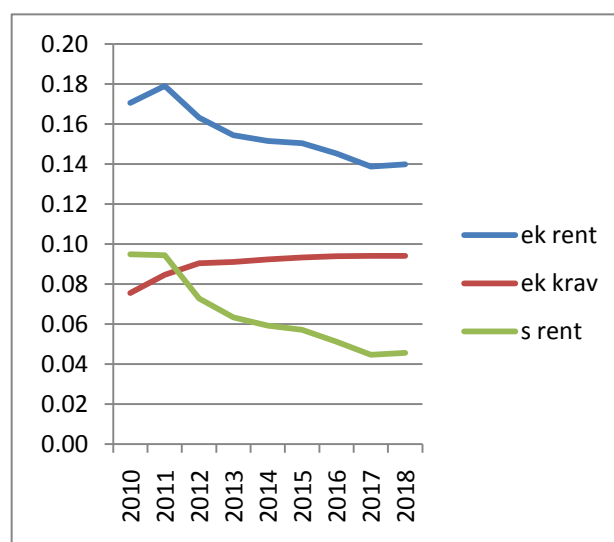
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
+ ekk	7.81	8.66	9.21	9.20	9.22	9.32	9.40	9.40	9.40
x EK/SK	0.90	0.89	0.88	0.89	0.90	0.89	0.89	0.89	0.89
+ kfg	2.41	3.42	4.06	4.07	4.08	4.09	4.10	4.11	4.11
x FG/SK	0.10	0.11	0.12	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11
= SK krav	7.3	8.1	8.6	8.6	8.7	8.7	8.8	8.8	8.8

Tabell 58: Avkastningskrav SK

#### 6.4.4 Framskrivning av krav og verdidrivere etter budsjettthorisonen

Når Ekornes er antatt å være i steady state, altså etter budsjettthorisonen, må verdidriverne framskrives. Fra og med 2017 er derfor veksten i verdidriverne antatt å være konstante.

Dette gir en superrentabilitet etter budsjettperioden på rundt 4%. Dette stemmer samsvarer med min antakelse om at Ekornes har et varig konkurransefortrinn i med sitt merkenavn. Vi ser for øvrig at superrentabiliteten er avtakende fram til da. Det samsvarer med at Ekornes er ledende på automatiseringsteknologi nå, men at konkurrentene kan kopiere dette og ta det i bruk i framtiden.



Figur 25: Superrentabilitet



## 7. Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse har to tilnæringsmåter (Penman 2004). Man kan enten verdsette egenkapitalen direkte gjennom egenkapitalmetoden, eller man kan verdsette den indirekte gjennom selskapskapitalmetoden. Fokus i sistnevnte metode er vanligvis sysselsatt kapital eller netto driftskapital.

Det er også flere ulike modeller som er aktuelle for både direkte og indirekte verdsetting. Alle bygger på det budsjetterte fremtidsregnskapet og de tilhørende avkastningskrav (Penman 2004).

1. **Utbyttmodellen** verdsetter egenkapitalen gjennom å diskontere forventede framtidige kontantstrømmer til eierne.
2. **Fri kontantstrømmodellen** diskonterer framtidig fri kontantstrøm til nåverdi.
3. **Superprofittmodeller** tar utgangspunkt i diskontert framtidig superprofitt og legger dette til nåværende balanseført egenkapital.
4. **Superprofittvekstmodellen** kapitaliserer nettoresultatet til egenkapitalen ett år fram i tid, og legger til nåverdien av endring i framtidig superprofitt.

Utbyttmodellen fungerer beste når utbyttet er direkte knyttet opp mot verdiskapningen i selskapet, vanligvis gjennom en fast utbytteprosent. Fri kontantstrømmodellen fungerer best når kontantstrømmene vokser relativt konstant over budsjettperioden. Superprofittmodellene har et kortere krav til horisont fordi de finner verdiene før de kontantstrømbasertemodellene.

Jeg velger å verdsette Ekornes gjennom fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen. Verdsettelsen foretas i to steg for alle verdsettelsesmetodene. Det første som gjøres er å diskontere alle størrelsene fra budsjettperioden. Deretter fremskrives horisontleddet med konstant og evig vekst.

## 7.1 Direkte verdsettelse av egenkapitalen

Direkte verdsettelse av egenkapitalen gjøres ved å benytte seg av egenkapitalmetoden. Det forutsettes at veksten er konstant gjennom hele framskrivningsperioden og at egenkapitalveksten etter framskrivningsperioden er lik den historiske veksten i verdensøkonomien på 5.3%.

### 7.1.1 Fri kontantstrømmodell

Ved bruk av fri kontantstrømmodellen kan verdien av egenkapitalen uttrykkes slik:

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

Der det første leddet representerer summen av nåverdiene til kontantstrømmene gjennom budsjetteringsperioden, mens det andre leddet representerer verdien av kontantstrømmene etter at Ekornes har kommet i Steady State.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm til EK	433	96	217	324	364	306	271	299	289
/ Diskonteringsfaktor	1.08	1.17	1.28	1.40	1.53	1.67	1.82	2.00	
= NV over budsjettperioden	401	82	169	232	238	183	148	150	
Total NV over budsjettperioden	1605								
+ NV horisontverdi	3539								
= Verdi av EK	5144								
/ Antall aksjer	36827								
= <b>Verdiestimant</b>	<b>139.7</b>								

Tabell 59: EK, frikontantstrømmodell

### 7.1.2 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen tar utgangspunkt i balanseført egenkapital og forutsetter også konstant vekst etter budsjettthorisonen.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Balanseført EK	2277									
Nettoreultat EK		388	400	414	422	429	435	439	443	466
- ekk t		0.078	0.087	0.092	0.092	0.092	0.093	0.094	0.094	0.094
X EK t-1		2277	2232	2535	2732	2830	2895	3024	3192	3335
= Superprofitt EK		211	206	180	170	168	165	155	143	153
/ Diskonteringsfaktor		1.08	1.17	1.28	1.40	1.53	1.67	1.82	2.00	
= NV over budsjettperioden	999	195	176	141	122	110	99	85	72	
Balanseført EK	2277									
+ NV horisontverdi	1868									
= Verdi EK	5144									
Antall aksjer	36827									
= Verdiestimat	139.7									

Tabell 60: EK, superprofittmodellen

## 7.2 Indirekte verdsettelse av egenkapitalen

Fremgangsmåten når man verdsetter egenkapitalen indirekte er å verdsette totalkapitalen først, for deretter å trekke fra verdi av gjeld. I netto driftskapitalmetoden trekker man fra verdien av netto finansiell gjeld, mens man i sysselsatt kapitalmetoden trekker fra den finansielle gjelden. Jeg benytter fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen.

### 7.2.1 Nettodriftskapital metoden, fri kontantstrømmodellen

Bruk av denne modellen innebærer at man diskonterer framtidig fri kontantstrøm fra drift over budsjettperioden. Diskonteringsfaktoren er derfor denne gang avkastningskravet på nettodriftskapital i stedet for avkastningskravet på egenkapital. Etter budsjettperioden forutsettes også her konstant vekst. Til sammen gir dette oss verdien av netto driftskapital. Ved å trekke bort verdien av netto finansiell gjeld sitter vi igjen med et anslag på verdien av egenkapitalen.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_T) \times (ndk - ndv)} - NFG_0$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm fra NDK	469	108	326	446	346	333	294	302	293
/ Diskonteringsfaktor	1.07	1.16	1.27	1.38	1.51	1.66	1.81	1.99	
= NV over budsjettperioden	437	93	258	322	229	201	162	152	
Total NV over budsjettperioden	1853								
+ NV horisontverdi	3389								
- Nfg	200								
= Verdi av EK	5042								
/ Antall aksjer	36827								
= Verdiestimat	136.9								

Tabell 61: NDK, fri kontantstrømmodellen

## 7.2.2 Nettodriftskapital metoden, superprofittmodellen

Denne metoden er prinsipielt lik superprofittmodellen som brukt ved egenkapitalmetoden. Forskjellene består i at egenkapitalen er byttet ut med netto driftskapital og at avkastningskravet til egenkapitalen er byttet ut med kravet til netto driftskapital.

$$\begin{aligned}
 VEK_0 = & \sum_{t=1}^T \frac{NDK_t}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_t)} \\
 & + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) \times \dots \times (1 + ndk_T) \times (ndk - ndv)} - NFG_0
 \end{aligned}$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Balanseført NDK	2477									
Nettoresultat NDK		392	405	417	421	429	434	437	441	464
- ndk t		0.074	0.083	0.089	0.091	0.094	0.095	0.096	0.096	0.096
X NDK t-1		2477	2400	2697	2788	2763	2846	2947	3090	3229
= Superprofitt NDK		210	206	176	166	169	164	154	143	153
/ Diskonteringsfaktor		1.07	1.16	1.27	1.38	1.51	1.66	1.81	1.99	
= NV over budsjettperioden	999	195	177	139	120	112	99	85	72	
Balanseført NDK	2477									
+ NV horisontverdi	1766									
= Verdi NDK	5242									
- Nfg	200									
= Verdi EK	5042									
Antall aksjer	36827									
= Verdiestimat	136.9									

Tabell 62: NDK, superprofittmodellen

### 7.2.3 Sysselsatt kapitalmetoden, fri kontantstrømmodellen

Også denne modellen er prinsipielt lik de tidligere brukte. Her brukes sysselsatt kapital og avkastningskravet til dette i stedet for de tidligere brukte krav og kapitaler, mens verdien av egenkapitalen finnes ved å trekke fra finansiell gjeld.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKS_t}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_t)} + \frac{FKS_{T+1}}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_T) \times (skk - skv)} - FG_0$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm fra SK	396	58	233	359	327	303	283	292	285
/ Diskonteringsfaktor	1.07	1.16	1.26	1.37	1.49	1.62	1.76	1.91	
= NV over budsjettperioden	369	50	185	263	220	187	161	153	
Total NV over budsjettperioden	1588								
+ NV horisontverdi	4229								
- fg	244								
= Verdi av EK	5572								
/ Antall aksjer	36827								
= Verdiestimat	151.3								

Tabell 63: SK, fri kontantstrømmodellen

### 7.2.4 Sysselsatt kapitalmetoden, superprofittmodellen

Som de øvrige metodene og modellene er denne tilpasset sysselsatt kapital.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SK_0}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_t)} + \frac{SPD_t}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + skk_1) \times \dots \times (1 + skk_T) \times (skk - skv)} - FG_0$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Balanseført SK	2521									
Nettoresultat SK		395	411	427	435	443	451	455	460	484
- skk t		0.073	0.081	0.086	0.086	0.087	0.087	0.088	0.088	0.088
X SK t-1		2521	2520	2872	3067	3142	3259	3407	3578	3745
= Superprofitt SK		212	208	180	169	170	166	155	144	154
/ Diskonteringsfaktor		1.07	1.16	1.26	1.37	1.49	1.62	1.76	1.91	
= NV over budsjettperioden	1023	197	179	143	124	114	103	88	75	
Balanseført NDK	2521									
+ NV horisontverdi	2277									
= Verdi SK	5821									
- fg	244									
= Verdi EK	5577									
Antall aksjer	36827									
= Verdiestimat	151.4									

Tabell 64: SK superprofittmodellen

## 7.3 Verdiestimat

Da har jeg framskaffet tre forskjellige verdiestimat ved hjelp av fundamental verdsettelse. De forskjellige modellene innad i hver metode gir alltid samme svar så fremt man har regnet riktig. De er derfor en kontrollsjekk på hverandre. Det som er årsaken til at de forskjellige metodene produserer forskjellige verdiestimater, er at avkastningskravene er vektet på basis av budsjetterte vekter og ikke på virkelig verdi. Av kapitalene som er i bruk, er det kun de finansielle som er til virkelige verdier. Dersom også egenkapitalen, netto driftskapital og sysselsatt kapital hadde vært til virkelig verdi, ville jeg fått en verdi som ligger i nærheten av disse på alle metodene.

Metode	Fri	Sup	Snitt
Egenkapitalmetoden	139.7	139.7	<b>139.7</b>
Netto driftskapitalmetoden	136.9	136.9	<b>136.9</b>
Sysselsatt kapitalmetoden	151.3	151.4	<b>151.4</b>
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>142.6</b>	<b>142.7</b>	<b>142.7</b>

Tabell 65: Verdiestimat

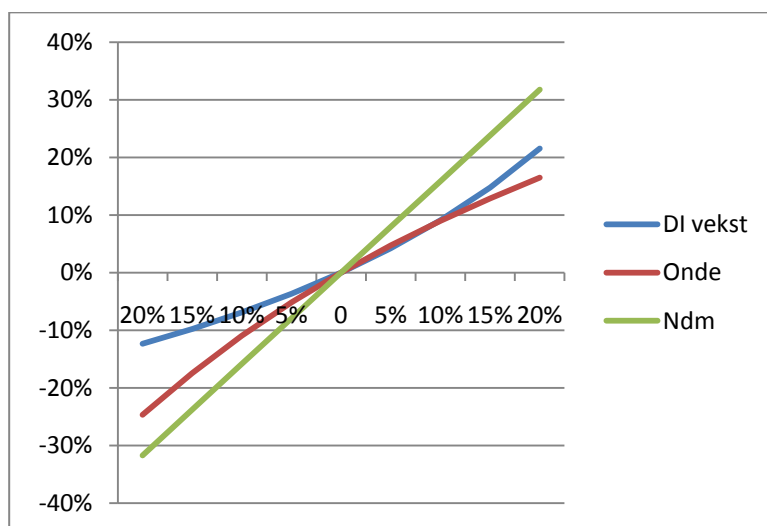
For å komme med en tilnærming til dette velger jeg å bruke gjennomsnittet av disse tre metodene. Det gir et verdiestimat på 142,70 NOK per aksje.

## 7.4 Sensitivitetsanalyse

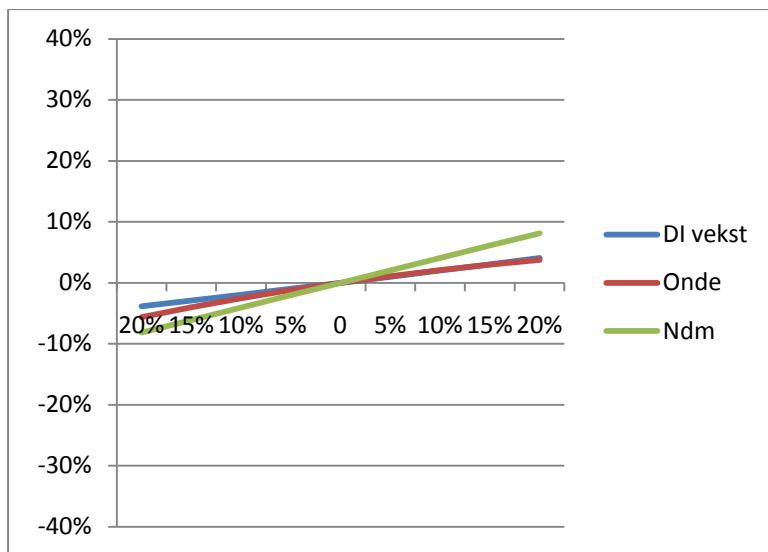
Det blir sagt at det å verdsette en bedrift er vel så mye kunst som kunnskap. I det ligger det at det ikke finnes noen fasit på alle de forutsetninger, og heller ikke de vurderinger og antakelser som gjøres. En annen verdsettelse, med like kvalifiserte begrunnelser som denne, kunne godt ha endt opp med et annet verdiestimat enn det jeg har gjort.

En sensitivitetsanalyse viser hvilken effekt endring av kritiske verdidrivere har på verdiestimatet. Jeg velger å fokusere mest på faktorer knyttet til driften, da det er den som bidrar mest til rentabiliteten i Ekornes. Faktorene som er oppe til vurdering er derfor driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, og omløpet til netto driftseiendeler.

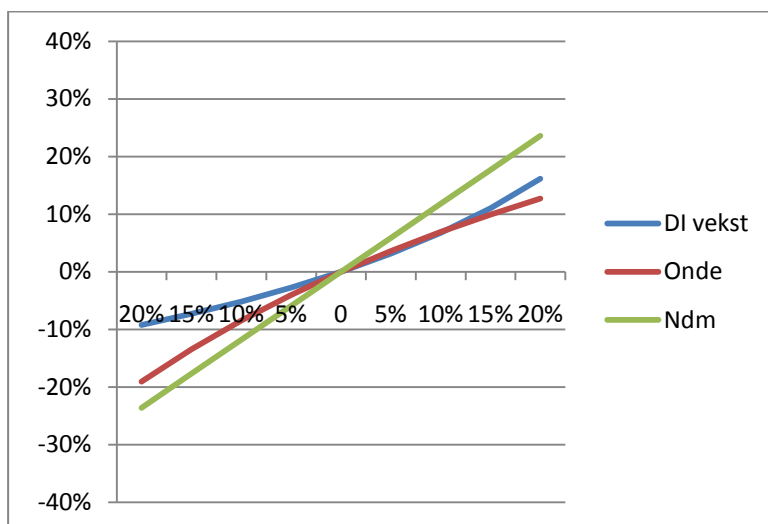
I figurene kan man se hvordan endringer i disse driverne påvirker verdiestimatet. Figur 26 viser hvordan verdien endres dersom verdidriveren er større både gjennom hele budsjetteringsperioden og i steady state. Figur 27 viser kun om driveren er større gjennom budsjetteringsperioden, mens figur 28 viser kun i steady state.



Figur 26: Sensitivitet 1



Figur 27: Sensitivitet 2



Figur 28: Sensitivitet 3

Vi ser her at dersom driverne kun endres på kort sikt mens steady state forventningen er like, er verdiestimatet relativt stabilt. Dersom verdidriverne blir større på lang sikt har det desto større betydning. Dersom den endres i begge periodene kan verdiestimatet bevege seg opp mot +/- 35% dersom Netto driftsmargin er den som endres.

Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er meget følsomt for endringer i driverne, og dermed at mitt verdiestimat er relativt usikkert.



## 8. Oppsummering og Handlestrategi

Mitt verdiestimat er på 142.70 NOK per aksje. Aksjekursen per 31. august 2009 var på 92 kr, mens den 17. desember var på 131.50 NOK. Mitt verdiestimat antyder dermed at Ekornes er noe underpriset.

Det som er greit å ha i bakhodet er at jeg riktignok har jobbet med tallene fra kvartalsrapport for andre kvartal. Disse skulle kanskje tilsi at mitt anslag ville komme noe nærmere augustkursen. I løpet av semesteret har imidlertid både Norge generelt, og Ekornes spesielt, startet på veien ut av finanskrisen. Dette har nok påvirket mine forutsetninger og vurderinger noe.

På bakgrunn av analysen i denne oppgaven er derfor min anbefaling til handlestrategi å kjøpe Ekornesaksjen.

### 8.1 Råd til videre studier

Denne oppgaven er basert på offentlig tilgjengelig informasjon fra Ekornes sin hjemmeside. Dette har vært ønskelig med tanke på at jeg skulle innta posisjonen som en rådgiver for en vanlig investor. For videre studier kan det være en ide å forsøke å skaffe interne data.

Jeg har i analysen ikke benyttet meg av komparative virksomheter, verken bedrifter eller bransjer. Dersom man skal gå mer grundig til verks bør dette trolig være noe som skal prioriteres høyt.

En annen måte å kontrollere verdiestimatet på kan være å gjennomføre simuleringer gjennom å gjøre kritiske verdidrivere til stokastiske variabler.

## Litteraturliste

### Referanser:

Porter, M.E., Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors, New York, The Free Press (1980)

Hill C.W.L & Jones G.R., Strategic Management Theory, An integrated Approach, Houghton Mifflin (2001)

Jacobsen, E.W og Lien, L.B, Ekspansjon, Gyldendal Akademisk (2001)

Brealey, Myers & Allen, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 8th ed, (2006)

Penman S.H., Financial Statement analysis and security valuation, McGraw-Hill (2004)

### Forelesningsnotater:

Kinserdal, Finn: BUS425 – Regnskapsanalyse og verdsettelse (2008)

Knivsflå, Kjell H.: BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse (2009)

### Nettsteder:

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

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

[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

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

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

# Vedlegg 1

Syntetisk rating

Syntetisk rating basert på fire forholdstall				
Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter 28% skatt)	Egenkapitalprosent (i forhold til totalkapital)	Netto driftsrentabilitet
	lg1	rdg	ekp	ndr
AAA	11.600	16.900	0.940	0.350
	<b>8.900</b>	<b>11.600</b>	<b>0.895</b>	<b>0.308</b>
AA	6.200	6.300	0.850	0.266
	<b>4.600</b>	<b>4.825</b>	<b>0.755</b>	<b>0.216</b>
A	3.000	3.350	0.660	0.166
	<b>2.350</b>	<b>2.755</b>	<b>0.550</b>	<b>0.131</b>
BBB	1.700	2.160	0.440	0.096
	<b>1.450</b>	<b>1.690</b>	<b>0.380</b>	<b>0.082</b>
BB	1.200	1.220	0.320	0.068
	<b>1.050</b>	<b>1.060</b>	<b>0.270</b>	<b>0.054</b>
B	0.900	0.900	0.220	0.040
	<b>0.750</b>	<b>0.485</b>	<b>0.175</b>	<b>0.026</b>
CCC	0.600	0.070	0.130	0.012
	<b>0.550</b>	<b>-0.345</b>	<b>0.105</b>	<b>-0.002</b>
CC	0.500	-0.760	0.080	-0.016
	<b>0.450</b>	<b>-1.170</b>	<b>0.030</b>	<b>-0.030</b>
C	0.400	-1.580	-0.020	-0.044
	<b>0.350</b>	<b>-1.995</b>	<b>-0.100</b>	<b>-0.058</b>
D	0.300	-2.410	-0.180	-0.072

Knivsflå 2008

## Vedlegg 2

### Commonsize analyse

Ekornes-konsernet (Tall i NOK 1000.000)	2004	2005	2006	2007	2008	T2009
Salgsinntekter	0.999	1.000	0.999	0.999	0.999	0.999
+ Andre driftsinntekter	0.001	0.000	0.001	0.001	0.001	0.001
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>
- Varekostnad	0.230	0.239	0.229	0.251	0.253	0.252
- Lønn og sosiale kostnader	0.270	0.273	0.271	0.269	0.273	0.267
- Avskrivninger	0.037	0.038	0.036	0.037	0.040	0.041
- Andre driftskostnader	0.246	0.258	0.251	0.258	0.264	0.281
<b>= Driftsresultat</b>	<b>0.216</b>	<b>0.193</b>	<b>0.213</b>	<b>0.184</b>	<b>0.170</b>	<b>0.159</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	0.067	0.060	0.066	0.057	0.053	0.049
<b>= Netto driftsresultat</b>	<b>0.149</b>	<b>0.133</b>	<b>0.147</b>	<b>0.127</b>	<b>0.118</b>	<b>0.110</b>
+ Virkning Leasing	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
+ Virkning FoU	0.008	0.007	0.005	0.004	0.004	0.003
+ Virkning Markedsføring	0.008	0.006	0.004	0.001	-0.001	0.035
<b>= Netto driftsresultat justert</b>	<b>0.166</b>	<b>0.147</b>	<b>0.157</b>	<b>0.132</b>	<b>0.121</b>	<b>0.148</b>
+ Netto finansinntekt	0.001	0.001	0.002	0.002	0.002	0.001
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>0.167</b>	<b>0.148</b>	<b>0.158</b>	<b>0.134</b>	<b>0.123</b>	<b>0.149</b>
- Netto finanskostnad	0.001	0.001	0.001	0.001	0.003	0.002
- Virkning Leasing, renter etter skatt	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>0.166</b>	<b>0.146</b>	<b>0.157</b>	<b>0.132</b>	<b>0.120</b>	<b>0.146</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	-0.002	-0.006	-0.009	-0.002	0.002	0.006
+ Virkning justering utsatt skatt	0.003	-0.001	-0.006	0.004	-0.015	0.014
- Virkning pensjonssmoothing	0.000	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001
+ Unormalt netto finansresultat	0.004	-0.009	-0.030	0.017	-0.076	-0.013
+ Virkning andre aksjer	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>0.172</b>	<b>0.128</b>	<b>0.109</b>	<b>0.150</b>	<b>0.029</b>	<b>0.152</b>
- Netto betalt utbytte	0.105	0.116	0.111	0.102	0.103	0.048
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>0.067</b>	<b>0.012</b>	<b>-0.001</b>	<b>0.048</b>	<b>-0.074</b>	<b>0.104</b>

## Vedlegg 3

### Trendresultatregnskap

<b>Ekornes-konsernet (Tall i NOK 1000.000)</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>T2009</b>
Salgsinntekter	1.000	1.020	1.116	1.145	1.189	1.186
+ Andre driftsinntekter	1.000	0.536	1.057	1.124	1.212	1.212
<b>= Driftsinntekter</b>	<b>1.000</b>	<b>1.020</b>	<b>1.116</b>	<b>1.145</b>	<b>1.189</b>	<b>1.186</b>
- Varekostnad	1.000	1.059	1.114	1.253	1.310	1.302
- Lønn og sosiale kostnader	1.000	1.028	1.116	1.141	1.199	1.171
- Avskrivninger	1.000	1.037	1.088	1.143	1.260	1.314
- Andre driftskostnader	1.000	1.068	1.136	1.201	1.276	1.353
<b>= Driftsresultat</b>	<b>1.000</b>	<b>0.908</b>	<b>1.099</b>	<b>0.972</b>	<b>0.938</b>	<b>0.870</b>
- Driftsrelatert skattekostnad	1.000	0.908	1.099	0.972	0.938	0.870
<b>= Netto driftsresultat justert</b>	<b>1.000</b>	<b>0.899</b>	<b>1.051</b>	<b>0.909</b>	<b>0.866</b>	<b>1.059</b>
+ Netto finansinntekt	1.000	0.980	1.582	2.181	1.671	0.724
<b>= Netto resultat til sysselsatt kapital</b>	<b>1.000</b>	<b>0.900</b>	<b>1.055</b>	<b>0.918</b>	<b>0.872</b>	<b>1.056</b>
- Netto finanskostnad	1.000	1.419	1.548	1.789	3.191	3.088
<b>= Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1.000</b>	<b>0.896</b>	<b>1.052</b>	<b>0.913</b>	<b>0.859</b>	<b>1.046</b>
+ Unormalt netto driftsresultat	1.000	3.306	5.263	1.065	-1.077	-3.882
+ Unormalt netto finansresultat	1.000	-2.174	-7.767	4.532	-21.174	-3.658
<b>= Fullstendig nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1.000</b>	<b>0.761</b>	<b>0.710</b>	<b>0.996</b>	<b>0.201</b>	<b>1.048</b>
- Netto betalt utbytte	1.000	1.130	1.179	1.108	1.172	0.547
<b>= Endring i egenkapital</b>	<b>1.000</b>	<b>0.183</b>	<b>-0.023</b>	<b>0.820</b>	<b>-1.316</b>	<b>1.831</b>