

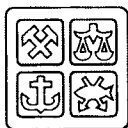
Kristofer Lehmkuhl Forelesning 1985

LØNNSOMHETSKRAV – STRATEGI FOR LØNNSOM VEKST SETT FRA DYNO INDUSTRIER A.S' SIDE

Av

RAGNAR HALVORSEN

Administrerende direktør



Norges Handelshøyskole

LØNNSOMHETSKRAV – STRATEGI FOR LØNNSOM VEKST SETT FRA DYNO INDUSTRIER A.S' SIDE

Av
RAGNAR HALVORSEN
Administrerende direktør

Kristofer Lehmkuhl Forelesning
Norges Handelshøyskole

Bergen 26. september 1985

INNHold

	Side
1. PROFITMAKSIMERING CONTRA RIMELIG LØNNSOMHET	8
2. ØKONOMISKE MÅLSETTINGER	9
Soliditet	10
Aksjonærpolitikk	11
Lønnsomhet	12
3. «ECONOMIC VALUE» – NYTT BEGREP FOR VERDIBEREGNING	13
4. HOVEDPUNKTER I DYNO INDUSTRIERS STRATEGI FOR BEDRET LØNNSOMHET	15
4.1 Sanering – 1. ledd i omstillingsprosessen	16
4.2 «Høstings»-filosofien	18
4.3 Nye produkter – forretningsområder	21
4.4 Internasjonalisering	23
5. OPPKJØP AV BEDRIFTER	24
SLUTTORD	29
BILAG 1	31
BILAG 2	32

Statsråd

KRISTOFER LEHMKUHL

(1855–1949)

var en utrettelig forkjemper for Norges Handelshøyskole. Kanskje mer enn noen annen har han æren av at NHH ble opprettet, og helt til sin død fulgte han virksomheten med en aldri sviktende interesse. Han er derfor med rette blitt kalt «Høyskolens far».

Norges Handelshøyskole har villet hedre Kristofer Lehmkuhls minne ved å knytte hans navn til den forelesning, som fra 1958 har vært holdt ved Høyskolens kandidatfest.

Fra 1968 har høyskolekollegiet besluttet fortrinnsvis å henlegge forelesningen til Kristofer Lehmkuhls fødselsdag den 26. september.

LØNNSOMHETSKRAV – STRATEGI FOR LØNNSOM VEKST SETT FRA DYNO INDUSTRIER A.S' SIDE

I september 1945, som fersk student ved den gamle Handelshøyskolen på Muséplass, var jeg så heldig å oppleve Kristofer Lehmkuhls tale til de nye studenter. Det var en tale som ikke var preget av akademiske resonnementer eller bedriftsøkonomiske teorier. Den dreiet seg vesentlig om hva studentene burde foreta seg utenom studiene. Særlig viktig var det etter Lehmkuhls mening å drive med passende sportslige aktiviteter som tennis, roing og – jeg tror han også nevnte – golf. I dag, 40 år etter, har jeg æren av å holde en forelesning til minne om den gamle statsråd fra 1905. Da har det gått like lang tid siden Kristofer Lehmkuhl var med på unionsoppløsningen og til jeg møtte ham på NHH.

I 1945 var Høyskolen ennå på et prøvestadium. Siviløkonomtitte-len var ikke oppfunnet, i stedet ble vi kalt handelskandidater. Bedriftsøkonomien var sterkt orientert om regnskapsvesen og kostnadsregning og preget av tyske Handelshochschulen. Sosialøkonomien var basert, selvfølgelig, på Keynes og Ragnar Frisch. Nasjonalregnskap og nasjonalbudsjett var nye og uprøvde brikker i planøkonomisk teori. Den skulle anvendes til å skape etterkrigsforhold uten 30-årenes store problem, arbeidsledighet. Studentene var «Dis» med lærerne, og alle gikk med slips til tross for klesrasjoningering.

Til tross for forskjellen fra dagens forhold var det også fundamentale likheter. De går på kravene til akademisk skoling og idéen om at de enkelte bedrifter og forvaltningen kan drives mest effektivt jo mer utbredt og jo dypere kunnskapene er om bedrifts- og samfunnsøkonomi. Sett fra næringslivets side er formålet med Handelshøyskolen uendret: Å utdanne folk som kan bidra til å drive bedrifter rasjonelt og lønnsomt. Og dermed er jeg kommer over på det tema som i alle år siden jeg gikk ut av Handelshøyskolen har vært av sentral interesse, og i realiteten en overordnet ledesnor for alt som foretas innenfor en bedrift – hvordan gjøre bedriftene mest mulig lønnsomme?

Temaet er uoppslitelig, og er og vil bli behandlet fra en uendelig rekke av innfallsvinkler og av en tall-løs skare skribenter og forelesere. Mitt bidrag til floraen av skrifter vil begrense seg til en del synspunkter som jeg som praktiker mener er viktige og som er basert på egne erfaringer, særlig fra nær 25 års virke i Dyno Industrier.

1. PROFITMAKSIMERING CONTRA RIMELIG LØNNSOMHET

Profitmaksimering er i mange kretser fortsatt et belastet ord. Når ordet kan byttes ut med uttrykk som «det er nødvendig å ha en god lønnsomhet» eller «man må sørge for å få en akseptabel avkastning på investert kapital», svekkes imidlertid de negative forestillingene. Diskusjonen går ikke lenger så mye på det hensiktsmessige i at en bedrift tjener penger, men på oppfatningen av hva som er et rimelig og nødvendig fortjenestenivå.

Heldigvis klarer vi oss her i landet med et behagelig lavt presjonsnivå når vi snakker om lønnsomhet. Så lenge man unngår å definere hva som er rimelig, synes det å herske en alminnelig konsensus om at bedriftene bør være rimelig lønnsomme. Politikere, fagforeningsmedlemmer, arbeidstagere og eiere er alle enige om at lønnsomhet er nødvendig for bedriftenes fortsatte virksomhet og vekst, for opprettholdelse av lønns- og utbytteevne og for å trygge arbeidsplassene.

En ting er imidlertid enighet om selve målet, en annen ting er enighet om virkemidlene for å nå målet. Ikke minst ser vi dette der hvor det er nødvendig å gjennomføre drastiske tiltak for i det hele tatt å opprettholde en bedrift. Den klassiske motsetning mellom arbeidstager og arbeidsgiver kommer da hurtig til syne. Det er nok å bruke Sydvaranger som eksempel. Men heldigvis er det en stigende forståelse for nødvendigheten av å gjennomføre omstruktureringer i bedrifter som ikke er tilstrekkelig lønnsomme. Vi ser at de ansattes styremedlemmer og medlemmer i bedriftsforsamlinger er med på å vedta omlegninger som kan gå sterkt ut over sysselsettingen i en bedrift og ramme deres egne arbeidskamerater.

Arbeidet med å gjøre en bedrift lønnsom skjer på alle plan i organisasjonen. Selv om mange kan bidra i form av høyest mulig

personlig produktivitet og effektivitet, ligger hovedutfordringen hos bedriftens toppledelse. I norske børsnoterte selskaper som kan sies å være store etter våre forhold, vil det si den gruppe personer som danner den daglige ledelse, – administrasjon, konsernledelse o.l. og ikke styret eller bedriftsforsamlingen. Det er denne gruppe koordinert av topplederen som staker ut kursen for virksomheten, bestemmer produktvalg, investeringenes retning og omfang og som innenfor de lagte planer styrer bedriften mot de fastlagte mål. Det blir helt avgjørende for bedriftens fremgang og suksess at toppledelsen treffer gode avgjørelser på disse bestemmende områder. Når jeg derfor skal snakke om lønnsomhet og tiltak som kan opprettholde og bedre lønnsomheten, vil jeg holde meg til den del av oppgaven som ligger hos toppledelsen og som i hovedsak dreier seg om fastleggelse av målsettinger og utarbeidelse av handlingsplaner på det strategiske området. Dette vil jeg gjøre i tilknytning til erfaringer vesentlig fra Dyno Industrier, som jeg har gitt en kort beskrivelse av i vedlegg til foredraget.

2. ØKONOMISKE MÅLSETTINGER

I utgangspunktet er alle enige om at privateide bedrifter må drive lønnsomt. Dette vil si at bedriften må gi en forrentning av den investerte kapital, som minst er på høyde med annen alternativ anvendelse av kapitalen.

I Dyno Industrier er dette krav nedfelt i konsernets overordnede målsetting, hvor det bl.a. heter

Selskapets overordnede målsetting er å oppnå en lønnsomhet som

- sikrer konsernet handlefrihet til å videreutvikle eksisterende virksomhet og investere i nye forretningsområder
- bidrar til å sikre stabile og økonomisk sunne arbeidsplasser
- setter konsernet i stand til å betjene aksjonærene slik at Dyno fremstår som et interessant investeringsalternativ for risikovillig kapital.

Viktigere enn den generelle formulering er kvantifiseringer av målene som brukes i den økonomiske planlegging og løpende oppfølging. For Dyno er det utarbeidet kvantifiserte målsettinger og policies for:

	Målsetting
– soliditet	: 27 – 30%
– aksjonærpolitikk	: å gi aksjonærene en avkastning som er konkurransedyktig med annen alternativ anvendelse av kapitalen
– rentabilitet	: 16% totalrentabilitet

Soliditet

En bedrifts handlefrihet vil i stor grad være avhengig av dens soliditet. Soliditeten måles tradisjonelt som bokført egenkapital i prosent av totalkapitalen. For Dyno har soliditeten i senere år ligget i området 20–25%. Selv om dette nivå sammenlignet med gjennomsnittet for norsk industri kan sies å være tilfredsstillende, er den for lav i internasjonal sammenheng hvor egenkapitalandelen ofte ligger på 40–60%.

I fremtiden bør det legges øket vekt på soliditeten i norske bedrifter for bedre å kunne bære øket forretningsmessig risiko ved hyppigere konjunktursvingninger, en akselererende teknologisk utvikling og kortere livssyklus for produktene. Målsettingen om en øket internasjonalisering av norsk næringsliv vil også stille økede krav til soliditeten.

For Dyno er målsettingen for selskapets soliditet basert på bokført verdi av egenkapitalen fastlagt til minimum 27–30%. Tar man hensyn til de skjulte reserver i selskapet, gir dette en egenkapital basert på reelle verdier på 40–45%.

For Dynos finansielle planlegging legger vi følgende rettesnor til grunn for å sikre soliditeten:

1. Kapitalbehov til løpende virksomhet i form av arbeidskapital og investeringer i faste anlegg bør i hovedsak dekkes gjennom inntjening fra driften.

2. Større nye prosjekter bør i sterkere grad finansieres ved bruk av aksjemarkedet. Det er mitt syn at kursen ved nyemisjoner i større grad enn tidligere bør reflektere markedsverdien av aksjer slik at man unngår utvanning. Med det internasjonale omfang Dynos virksomhet har fått, vil det være naturlig også å bruke de utenlandske kapitalmarkeder som kilde for risikokapital.
3. Kapitalfrigjøring ved salg av aktiver/virksomheter som ikke gir en tilfredsstillende forrentning av substansverdiene. Kapitalfrigjøring kan være spesielt hensiktsmessig å gjennomføre i perioder med samtidig ekspansjon på andre områder i bedriften.

I løpet av 1985 er Dynos soliditet bedret betydelig gjennom en rettet emisjon av aksjer til Norsk Hydro. Emisjonen ble foretatt til kurs kr 600 pr. gammel aksje, hvilket lå betydelig over markedsverdien og høyere enn beregnet substansverdi pr. aksje. Emisjonen var en del av en større samarbeidspakke og bragte soliditeten godt over det målsatte nivå på 30%.

Aksjonærpolitikk

Avgjørende for et selskaps evne til å hente inn ny risikokapital fra markedet er dets evne til å betjene aksjonærene på en tilfredsstillende måte gjennom utbytte og verdistigning på aksjene.

Målet for Dyno er over sikt å skaffe aksjonærene minimum 17% årlig avkastning før skatt. Denne målsetting er basert på et generelt rentenivå på 13% for risikofrie investeringer og en premie på 4% for den risiko som er knyttet til Dyno-aksjen. Bare en liten del av den målsatte avkastning kan sikres ved utbytte som vil ligge på 2,5–3% av aksjens markedsverdi. De resterende ca. 14% bør sikres gjennom en årlig verdistigning på Dyno-aksjen. Dette vil igjen si at det kreves en tilsvarende gjennomsnittlig vekst i fortjenesten pr. aksje sett over en lengere periode.

For 1984 ga Dyno for øvrig som alternativ til kontantutbytte aksjonærene anledning til å ta ut utbytte i form av utbytteaksjer til en kurs som lå ca. 20% under markedskursen ekskl. utbytte. Dette tilbudet ble godt mottatt av aksjonærene.

Ved vurderingen av Dynos aksjonærpolitikk som for øvrig er gjengitt i konsernets årsberetning for 1984, er jeg klar over at enkelte særlig her på NHH bl.a. har satt et spørsmålstegn ved det rasjonelle i å dele ut et skattbart utbytte det ene året for så året etter å legge ut nye aksjer for salg i markedet. I teorien er dette et synspunkt som kan lett forsvares. Feilen ved denne teoretisk baserte oppfatning er at man forutsetter at alle investorer tenker og handler rasjonelt, m.a.o. at man har med «the economic man» å gjøre. Virkeligheten er imidlertid en annen. I det norske aksjemarked med et flertall av investorer som ønsker å motta løpende inntekter i form av utbytter på sin ofte passive aksjeportefølje har ikke bedriftene noe valg, men må følge aksjonærenes ønsker. Lave utbytter oppfattes som en lite aksjonærvennlig handling.

Lønnsomhet

En tilfredsstillende lønnsomhet er avgjørende for selskapets evne til å sikre en akseptabel soliditet og evne til å betjene aksjonærene og derved sikre det finansielle grunnlag for ekspansjon. Hva er så tilfredsstillende lønnsomhet og hvordan bør en norm for tilfredsstillende lønnsomhet bygges opp?

I Dyno har vi som andre arbeidet meget med disse problemstillinger.

For vårt vedkommende har vi som nevnt fastlagt en målsetting for lønnsomheten uttrykt ved totalrentabiliteten på 16%. Med totalrentabilitet menes resultatet før finanskostnader og ekstraordinære poster i forhold til gjennomsnittlig bokført totalkapital.

Utgangspunktet for målsettingen er at selskapet må oppnå en rentabilitet som overstiger konsernets kapitalkostnad. Konsernets kapitalkostnader er en funksjon av tre elementer, nemlig

- selskapets egenkapitalkostnad
- selskapets kostnader på fremmedkapitalen
- gjeldsandel/egenkapitalandel

Dynos egenkapitalkostnad er satt lik det krav aksjonærene antas å sette til forrentning av sine kapitalinnskudd i Dyno. Ved beregning av verdien av aksjonærenes kapitalinnskudd må den reelle verdi av

konsernets egenkapital legges til grunn. Dersom Dyno ikke klarer å forrente den reelle verdi av egenkapitalen som inkluderer skjulte reserver, vil aksjonærene komme bedre ut ved oppsplitting og salg av konsernets aktiva enn ved fortsatt drift. Selv om dette kan synes vel teoretisk er det dette resonnement som ligger bak oppkjøp av og eventuell «green-mailing» av selskaper med en betydelig forskjell mellom markedsverdi av aksjen basert på inntjening og beregnet substansverdi pr. aksje.

Ved bruk av den velkjente kapitalverdimodellen gjengitt i bilag til foredraget, fremkommer egenkapitalkostnad for Dyno på 15,7% beregnet på basis av den *reelle* verdi av egenkapitalen. Basert på de *bokførte* verdier av egenkapitalen tilsvarer dette et krav til nominell avkastning på egenkapitalen på 21%.

I konsernets økonomiske planlegging og oppfølging legges imidlertid ikke egenkapitalrentabilitet men totalrentabilitet til grunn for måling av konsernets og virksomhetens lønnsomhet. Hensyn tatt til konsernets gjennomsnittlige kostnad på fremmedkapital, egenkapitalandel, antatt skatt og en kostnad på bokført verdi av egenkapitalen på 21%, fremkommer en kostnad på bokført total kapital på 14%. Beregningen er vist i vedlegg til foredraget.

Konklusjonen er således at dersom Dyno gjennom inntjening skal kunne tilfredsstillе aksjonærenes krav til forrentning, må konsernets lønnsomhet målt ved totalrentabiliteten før skatt minst være 14%. Dette er imidlertid et minimum. Ut fra bl.a. en vurdering av fremtidig inntjeningspotensiale har vi som nevnt fastlagt målsettingen for konsernets totalrentabilitet til 16%.

Jeg har behandlet Dynos økonomiske målsettinger såpass inngående fordi disse er avgjørende for å kunne drive en målrettet planlegging og styring av bedriften.

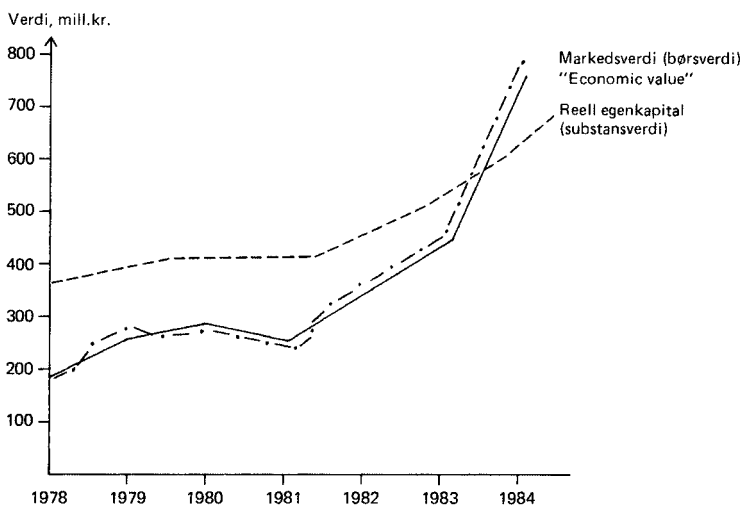
3. «ECONOMIC VALUE» – NYTT BEGREP FOR VERDIBEREGNING

De tradisjonelle begreper for et selskaps verdi har alle sine svakheter. Dette gjelder ikke minst bokførte verdier. Verdien av et selskap uttrykt gjennom børskurser reflekterer heller ikke alltid de reelle

verdier i selskapet. Det er heller ikke lett når vi kommer til et tredje begrep, substansverdi, som krever inngående kjennskap til selskapet for i det hele tatt å kunne beregnes med noen grad av nøyaktighet.

I samråd med konsulenter fra McKinsey har vi i Dyno benyttet et fjerde begrep, som er kalt selskapets «economic value». For oss har det vært av betydning å finne ut hvordan selskapets «economic value» har utviklet seg i forhold til substansverdi og markedsverdi. Kort fortalt fremkommer selskapets «economic value» ved å kapitalisere selskapets inntjening med selskapets reelle kapitalkostnad. Beregningen av Dynos kapitalkostnad har jeg gjennomgått ovenfor. Av særlig betydning har det vært å få fastslått hvordan selskapets «economic value» basert på inntjeningsevnen har utviklet seg i forhold til selskapets substansverdi og børsverdi. Hvordan utviklingen har vært i disse verdier er vist i nedenstående diagram.

Diagrammet viser bl.a. at i årene t.o.m. 1982 lå selskapets «economic value» til dels vesentlig lavere enn substansverdien. Årsaken til denne forskjell ligger i at selskapets forrentning av den reelle egenkapital lå lavere enn selskapets beregnede kapitalkost-



nad. I 1983 og i 1984 ser vi imidlertid en annen utvikling. Inntjeningen er bedret og følgelig er selskapets «economic value» stigende, og har i 1984 ligget godt over substansverdien.

Vi ser for øvrig av diagrammet at selskapets børsverdi har utviklet seg noenlunde i takt med utviklingen av «economic value». Det ser derfor ut som om markedet i sin prising av Dyno-aksjen har reflektert den reelle økonomiske verdi av konsernet.

I vår tilstandsanalyse av Dyno har vi også brukt «economic value»-beregningene for de enkelte hovedvirksomhetsområder og divisjoner. Vi har da fått frem i hvilken grad de enkelte virksomhetsområder har gitt positive eller negative bidrag til konsernets samlede «economic value». Av en slik analyse kommer klart frem at selskapets «economic value» og dermed også verdien på aksjonærens hånd kan økes ved frigjøring av aktiviteter som gir en lavere forrentning enn selskapets kapitalkostnad.

Ut fra våre erfaringer vil jeg fremheve nytten av disse analyser hvor verdien av de ulike virksomheter i et konsern kvantifiseres. Slike verdianalyser klargjør og poengterer sterkere de økonomiske problemstillinger enn verbale, generelle vurderinger, og er særlig nyttige som del av selskapets strategiske planlegging for lønnsom vekst.

4. HOVEDPUNKTER I DYNØ INDUSTRIERS STRATEGI FOR BEDRET LØNNSØMØET

Analyse, planlegging og gjennomføring av tiltak for å bedre en bestående bedrifts lønnsomhet har hverken begynnelse eller slutt. Disse virksomheter går over i hverandre, foregår simultant og skjer ofte med de samme medarbeidere. Imidlertid er det stadier i utviklingen hvor én aktivitet får større oppmerksomhet enn de øvrige. I Dyno var vi i 1981–82 spesielt opptatt av analysefasen, mens vi i de senere år har brukt flere ressurser på planlegging og gjennomføring.

Av det jeg har gjengitt fra analysefasen foran, ser vi at lønnsomheten i Dyno ikke var tilfredsstillende i 1981/82. Hovedpunktene i den plan som ble utarbeidet for å bedre forholdene ble konsentrert om følgende:

1. Sanering av produkter/virksomheter med manglende lønnsomhet.
2. «Harvesting» av produkter med tilfredsstillende lønnsomhet, men med generelt sett liten vekst.
3. Utvikling av nye produkter eller engasjementer i nye forretningsområder med vekst- og lønnsomhetspotensial.
4. Etablering av nye markeder gjennom øket internasjonalisering på områder hvor Dyno har spesiell kompetanse.

I tillegg til disse punkter kommer et omfattende arbeid med å informere i mange ledd fra de styrende organer til bedriftsutvalg om nødvendigheten av å iverksette lønnsomhetsforbedrende tiltak, hvorav mange av radikal art, som f.eks. nedleggelse av fabrikker. En gjennomgang av konsernets topporganisasjon hører også med i dette bildet.

4.1 Sanering – 1. ledd i omstillingsprosessen

Næringslivets historie har mange eksempler på bedrifter som ikke har omstilt seg i tide og som derfor er sanert og likvidert gjennom skifteretten. Og selv om mange har unngått skifteretten, ser vi gang etter gang at bedrifter har kommet opp i alvorlige problemer fordi ledelsen ikke har hatt vilje eller kraft til å gjennomføre en saneringsprosess i tide. I mange tilfeller behøver det ikke være skort på kunnskaper om situasjonen som har ført til slike utsettelse, men en manglende vilje til å ta konsekvensen av selv de tydeligste varslere i form av røde tall fra regnskapene.

Situasjonen for Dyno Industrier har ikke på noe tidspunkt vært spesielt dramatisk. Men vi har stått overfor endringer i teknologi, ikke minst innenfor sprengstoffer, som kan karakteriseres som epokegjørende. Stort sett har imidlertid problemene vært av samme slag som for de fleste andre norske bedrifter og som i stor grad er forårsaket av et generelt høyt kostnadsnivå og et lite hjemmemarked. Innenfor plastområdet har vi dessuten hatt et selvforskyldt spesialproblem ved at man beholdt for lenge en målsetting som ble formulert i slutten av 60-årene. Den gikk ut på at Dyno skulle skape en stor og rasjonell industri innenfor plastbransjen ved å kjøpe opp

og slå sammen en rekke plastbedrifter. Enkelte av disse sto på kjellerstadiet, mens andre igjen var veletablerte og etter norske forhold store bedrifter.

Men hos oss, som i mange andre bedrifter, har det imidlertid ikke vært tilstrekkelig sterk vilje til å gjennomføre radikale endringer for å skape bedre lønnsomhet. Ett av problemene har vært en tendens til å stole for ukritisk på optimistiske prognoser om markedsutviklingen og på evnen til å gjennomføre rasjonaliseringer. Men det kan også sies at man noe for lett har gitt etter for en vanlig iboende motstand mot å gjennomføre omstillinger, som måtte føre til oppsigelser. Den psykologiske faktor som har vært på ferde her er en ikke uvesentlig del av forklaringen på at omstillinger har kommet for sent. Våre erfaringer fra vår plastvirksomhet kan i så måte være lærerike, og jeg vil derfor oppholde meg spesielt ved denne side av Dynos virksomhet.

Efter en periode i 1960- og 70-årene med oppkjøp av virksomheter, besto konsernets plastvirksomhet i 1981 av 14 fabrikker fordelt på 5 land med en samlet omsetning på 410 mill. kr, en bokført kapital på 260 mill. kr og et underskudd på 16 mill. kr. Årsaken til dette var å finne i

- for mange produkter og for mange forskjellige produksjonsteknologier
- et høyt kostnadsnivå bl.a. som resultat av en urasjonell produksjonsstruktur med for mange og for små produksjonsenheter
- produkter med for lav teknologihøyde som ga sterk konkurranse fra «kjellerbedrifter» med lave overheadkostnader og små uttellingene til produktutvikling
- generelt sett for lav effektivitet i produksjon og administrasjon.

En radikal omlegging av strategien fra ekspansjon til sanering og konsolidering var derfor nødvendig. Følgende plan ble utarbeidet og iverksatt for perioden 1982-84:

1. Sanering av produktspekteret med satsing på produkter med større krav til teknologi særlig innenfor bilindustrien, elektronikkindustrien og produkter til distribusjonssystemer. Betydelig opptrapping av ressurser til produktutvikling.

2. Konsentrasjon mot færre produksjonsenheter ved avhendelse, sammenslåing eller nedleggelse av flere produksjonsbedrifter. I alt 6 bedriftsenheter med 230 ansatte ble berørt av dette.
3. Omfordeling av produkter mellom produksjonsstedene for å oppnå et mer rasjonelt produksjonsopplegg.
4. Kjøp eller bytte av produkter med andre produsenter.
5. Etablering av joint ventures med andre produsenter for å styrke markedsposisjonen og oppnå skalafordeler i produksjonen.
6. Et omfattende program for produktivetsforbedringer rettet mot arbeidskraft og kapitalforbruk.

Resultatet av disse tiltakene har vært at underskuddet i 1981 på 16 mill. kr ble snudd til et overskudd allerede i 1983. For 1985 regnes med et overskudd etter kapitalkostnader på ca. 30 mill. kr. Rentabiliteten overstiger nå konsernets kapitalkostnad, slik at konsernets plastvirksomhet gir et positivt bidrag til konsernets økonomiske verdi.

4.2 «Høstings»-filosofien

I hele etterkrigstiden og frem til oljekrisen i 1973/74 har industrien med få unntak stått overfor en situasjon med stigende efterspørsel og markeder som bare ble større og større. Det synes ikke å være en grense for hvor kraftig industrien kunne ekspandere og likevel finne lønnsom avsetning for produktene. I midten av 1970-årene våknet man så opp til en ny situasjon med liten eller ingen generell markedsvekst og lønnsomhets-problemer innen en rekke industri-bransjer. Disse var i virkeligheten i stor grad skapt av industrien selv gjennom overinvesteringer og ved at man ikke i tide tok konsekvensene av mange lett synlige, negative markedsutsikter. Før oljekrisen la mange bedrifter mer vekt på å ekspandere enn planmessig å innrette investeringene mot de områder som ga høyest avkastning på kapitalen. I åttiårene er man imidlertid i en periode hvor det først og fremst er tale om å utnytte allerede foretatte investeringer. Målsettingen er langt mer konsentrert om bedret cash flow og økt avkastning på den kapital som allerede er plassert i bedriften.

Nyinvesteringer begrenses til vedlikehold og rasjonaliseringsprosjekter med kortest mulig pay-back tid. Man har fått en mer klargjørende og skarpere formulert filosofi: om det hensiktsmessige for bedriften å drive «harvesting» fremfor å drive med pløying.

Mange bedrifter med tradisjonelle produkter og lite vekstpotensiale innenfor konkurranseutsatte områder står nettopp i denne stilling i Norge. Ekspansjon videre i Norge er ikke økonomisk forsvarlig. Alternativet blir derfor internasjonalisering som kan gi muligheter for fortsatt beståen og en tilfredsstillende avkastning på kapitalen.

For bedrifter med en god markedsmessig og teknologisk posisjon innen stagnerende produktområder kan en fornuftig strategi være å kjøpe markedsandeler gjennom internasjonalisering. Dette skjer ut fra den filosofi at skal man overleve i et stagnerende marked med en skjerpet konkurranse, må man sikre seg en posisjon som en av de ledende bedrifter innenfor et internasjonalt definert marked. Det mest ønskelige ville selvfølgelig være å bli ledende world wide selv om produktområdet måtte være sterkt begrenset. Et godt eksempel på dette er for øvrig Nycos posisjon på området røntgenkontrastmidler og Dynos posisjon på området sprengstoffer, som jeg skal gå litt nærmere inn på.

I begynnelsen av 1980-årene kom storparten av Dyno-konsernets inntjening fra sivile sprengstoffer og formaldehydbaserte kjemiske produkter som industrilim og andre kunstharpikser. Markeds-situasjonen for disse produktgrupper var preget av høye markedsandeler i Skandinavia og et begrenset vekstpotensiale da salget av disse produkter i stor grad var avhengig av aktiviteten innen bygge- og anleggsbransjen. For disse produkter ble det lagt opp til en strategi som var en kombinasjon av

- «harvesting» for å sikre inntjeningen fra virksomheten i Skandinavia
- ny vekst gjennom oppkjøp av bedrifter med en sterk markedsposisjon i andre, modne markeder og etablering av nye bedrifter i markeder som er i en tidlig vekstfase.

For konsernets sivile sprengstoffer ble følgende plan lagt til grunn:

1. Radikal omlegging av distribusjonsapparatet i Norge for å tilpasse Dyno til et fallende marked for nitro-glyserinholdige sprengstoffer. Dette har gitt en betydelig kapitalfrigjøring.
2. Nedleggelse av vår fabrikk for sivile sprengstoffer på Ski gjennom overføring av produksjonen til vår hovedfabrikk for sivile sprengstoffer ved Drammen. Fabrikken på Ski beskjeftiget ca. 120 mann. Isolert sett var fabrikken den mest lønnsomme enhet innen Dyno-konsernet. Sett fra de ansattes side var det til å begynne med liten forståelse for at nettopp denne enheten skulle nedlegges. Vi hadde her et typisk eksempel på at det ble foretatt en suboptimalisering av virksomheter. Man så bort ifra at i et konsern er det sluttresultatet som teller og ikke resultatet for de enkelte enheter. For øvrig vil jeg fremheve at man her har et eksempel på at omstruktureringen ble planlagt og gjennomført lenge før det var økonomisk påtrengende å foreta omstruktureringen. Ved å planlegge i tide, oppnådde man å komme til enighet med de berørte ansatte. Ved å gjennomføre omstruktureringen mens man var økonomisk sterk, hadde man også midler til å gi en særdeles god økonomisk løsning på de problemer som omstruktureringen ville medføre for de ansatte.
3. Iverksettelse av produktivitetsfremmende tiltak med vekt på omlegging av organisasjonen og rasjonaliseringsinvesteringer. Bemanningen ble gjennom de iverksatte tiltak redusert med ca. 250 personer.
4. Sterk satsing i verdens største sprengstoffmarked, USA, ved at Dyno overtok Ireco Incorporated, som er USA's ledende selskap for slurry-sprengstoffer i 1984. I 1985 ble så den sivile sprengstoffvirksomhet fra Hercules Incorporated overtatt. Det dreier seg her om investeringer på i alt 800 mill kr. Disse akkvisisjoner utfyller hverandre markeds- og produktmessig, og de gjør Dyno til USA's største sprengstoffprodusent og ett av verdens ledende sprengstoffselskaper. Vi ønsker å være store i USA, som ligger i fremste rekke hva utvikling av ny sprengstoffteknologi angår og som også gir Dyno en god posisjon for engasjementer i andre deler av verden.

For en annen viktig produktgruppe, industrilim og andre kunsthar-pikser, har vi lagt opp den samme strategi som for sivile sprengstof-fer. Vi har foretatt nyetableringer i vekstområder som Pakistan, Indonesia og Australia og har under vurdering et øket engasjement i USA. Særlig er konseptet rundt den besluttede investering i Australia interessant. Her skal Dyno etablere en produksjon for lim som et 50–50 joint venture med en australsk storforbruker. Derved sikres bedriften en betydelig avsetning av produksjonen allerede fra star-ten av. Dette er et mønster Dyno har fulgt med hell også i Finland og Danmark.

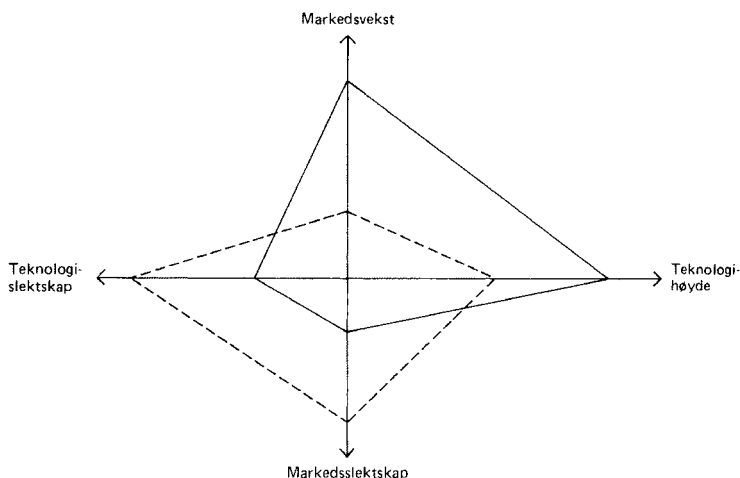
4.3 Nye produkter – forretningsområder

En av norsk industris store svakheter er manglende produktforny-else ved at det anvendes for lite ressurser til produkt- og teknologi-utvikling. I nasjonalbudsjettet har regjeringen i samarbeid med NTNF utpekt fire vekstbransjer som vil nyte godt av offentlig bi-stand. I formuleringen av den fremtidige industripolitikk og de vekstbransjer det skal satses spesielt på, må man ikke glemme at det dog er i underskogen av norsk industri engasjert i et vidt spekter av tradisjonelle bransjer at storparten av verdiskapningen og der-ved sysselsettingen fortsatt vil ligge. Det er også i disse bransjer et behov for økede ressurser til produktfornyelse gjennom vide-reutvikling av de produkter man allerede har. Selv om beslutningen og ansvaret for ressursallokering til produktutviklingen i hovedsak må ligge i den enkelte bedrift, er det viktig at myndighetene gjen-nom en aktiv industripolitikk bidrar til å legge forholdene til rette for produktfornyelse også innen de tradisjonelle bransjer.

I Dynos strategiske plan har øket ressursinnsats til produkt- og teknologiutvikling høy prioritet. I tillegg til vår egen F- og U-virksom-het har vi i lengre tid hatt et høyst fruktbart samarbeid med SINTEF og andre statlige forskningsinstitusjoner. Viktige virkemidler for å sikre seg tilgang til nye produkter og teknologi utviklet av andre har også vært lisensavtaler, joint ventures og oppkjøp av bedrifter. I en strategi for lønnsom vekst inngår således en systematisk utvikling og søken etter nye produkter og forretningsområder som et viktig

element. Hvordan vi har angrepet dette, vil jeg illustrere ved å beskrive en modell som brukes i Dynos Kjemidivisjon.

Divisjonens situasjon er preget av at flere av dens produkter nok har passert toppen av vekstfasen i sin livssyklus. Man har derfor for lengst startet en omfattende og systematisk søken etter nye forretningsområder. Divisjonens situasjon og plan for leting etter nye forretningsområder kan illustreres ved følgende diagram:



Divisjonens produktspekter i dag ligger i hovedsak innenfor den stiplede kvadranten med høy slektskap hva marked og teknologi angår, men med gjennomgående lav markedsvekst og middels teknologihøyde. Strategien går ut på å bygge opp en produktportefølje som ligger innenfor den heltrukne kvadranten. Siktemålet er å finne forretningsområder med en større teknologihøyde og større vekstpotensial om nødvendig ved å redusere kravet til teknologi- og markedslektskap. Viktige nye produktområder er monodisperse polymere partikler som på ikke-fagspråket kan beskrives som plastkuler av størrelse 1/1000 til 1/100 mm og som har et betydelig anvendelsesområde innen diagnostikk, legemidler, fotokopiering,

elektronisk display mv. Andre produkter er oljekjemikalier, ekspanderbar polystyren, fenolbasert isolerskum og spesielle biokjemiske produkter. Som ledd i produktfornyelsen er det besluttet å investere betydelige midler i rekruttering og videre utdanning av teknisk personale og bygging av et forskningscenter. Siktemålet er overskuddsmaksimering på lang sikt fremfor oppnåelse av kortsiktige gevinster t.eks. gjennom kostnadsreduksjoner og tilbakeholdenhet med ansettelse av nye folk.

4.4 Internasjonalisering

Norge har to vesentlige ulemper sammenlignet med større industrinasjoner – et lite hjemmemarked og en geografisk plassering i periferien av de store markedsområder. Mulighetene for omstilling og vekst for den konkurranseutsatte industrien ligger derfor hovedsakelig i en øket internasjonalisering.

I erkjennelsen av dette startet Dyno sin internasjonalisering allerede i slutten av 1960-årene, – med etablering av limproduksjon i Singapore. Senere har vi etablert produksjon i 16 land samtidig som eksporten fra Norge er øket betydelig. I 1985 vil nær 70% av konsernets driftsinntekter komme fra eksport eller bedrifter utenfor Norge.

I vår internasjonalisering bygger vi på følgende retningslinjer:

- etablering av virksomheter skal fortrinnsvis skje på produktområder hvor Dyno har en teknologisk grunnkompetanse
- investeringer kan gjerne skje på joint venture basis med en lokal partner eller et større internasjonalt foretak med erfaringer fra området
- den lokale ledelse bør få delta med eierinteresser i bedriften.

Internasjonaliseringen av Dyno kunne ha vært et emne for en egen forelesning. Den har skapt mange muligheter, men medfører også nye og større risikoer for selskapet. Det er mange erfaringer vi har høstet fra denne prosess og fra mange land. Her vil jeg nøye meg med å nevne følgende:

1. Tilgangen på risikobærende kapital er ikke stor nok til å kunne ta vare på de muligheter som åpner seg utenfor Norge.

Myndighetenes planer om etablering av et «oljefond», som kan bidra til finansieringen av en øket internasjonalisering av norsk næringsliv, er det derfor grunn til å hilse velkommen. Velrenomerte bedrifter har imidlertid ikke problemer med å reise lånekapital til finansiering av gode prosjekter i utlandet. Hovedproblemet er å finne en rimelig risikokapital. De finansielle virkemidler som tenkes tatt i bruk bør derfor utformes spesielt med dette problem for øye. En vesentlig del av de offentlige midler bør derfor nyttes i form at aksjeinnskudd eller ansvarlig lånekapital gjerne knyttet til en rentebelastning som gjøres avhengig av resultatet.

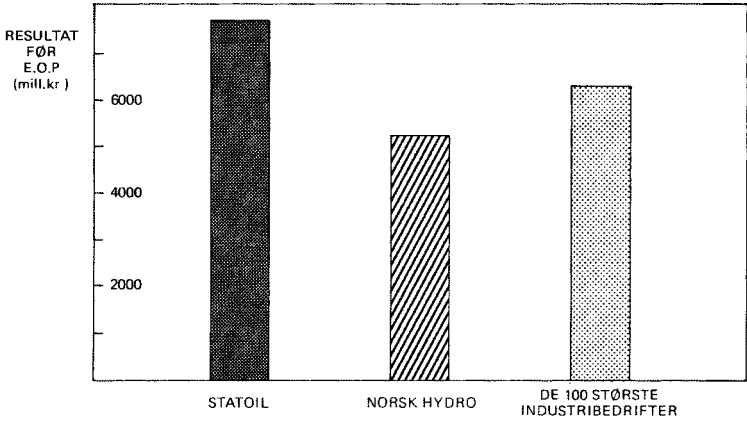
2. Vi har vanskeligheter med å finne nordmenn med de rette kvalifikasjoner og med erfaring fra internasjonalt arbeid. Selv om forholdene er under bedring, er dette en knapphetsfaktor som burde føre til langt mer radikale tiltak fra det offentliges side enn hva vi hittil har sett. For øvrig noteres med glede de studietilbud som NHH har kommet med på dette område i de senere år.

5. OPPKJØP AV BEDRIFTER

Oppkjøp av andre bedrifter, enten direkte eller gjennom fusjoner, er også et viktig element i bedriftens vekststrategi. Det er spesielt aktuelt i et land som Norge hvor bedriftsenhetene internasjonalt sett er små uten tilstrekkelige ressurser til å satse på produktutvikling, forskning og fremstøt i utlandet.

Med god rett kan det sies at det bare er 2 bedrifter som hva størrelse angår teller i internasjonal sammenheng i Norge, nemlig Norsk Hydro og Statoil. I forhold til andre norske bedrifter står disse i en særstilling når det gjelder omsetning og fortjeneste. Dette er illustrert ved de nedenstående diagrammer. Her har jeg på den ene side gitt data for Norsk Hydro og Statoil og på den annen side gitt de samme data under ett for de 100 største norske industribedrifter eksklusive disse to.

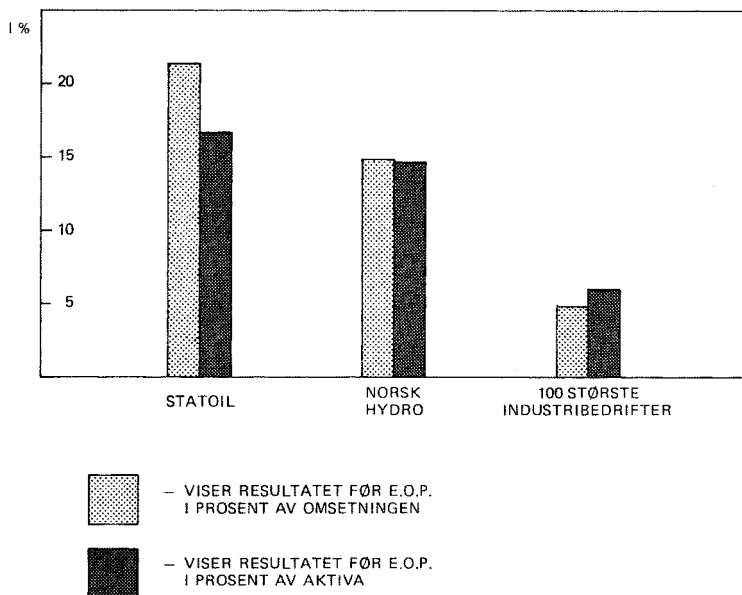
NORSK HYDRO OG STATOIL (1984)



DISSE RESULTATER BLE OPPNÅDD MED:

	OMSETNING (mill.kr)	ANTALL ANSATTE	AKTIVA (mill.kr)
STATOIL	35.644	4.993	45.965
HYDRO	35.557	19.825	35.617
100 STØRSTE INDUSTRIEDR.	131.460	167.868	107.001

NORSK HYDRO OG STATOIL (1984 forts.)



Søylen til høyre i det første diagrammet viser at de 100 største norske industribedriftene i 1984 til sammen hadde et ordinært resultat på ca. 6 milliarder kr, mens Statoil og Hydro hver for seg viste resultater på henholdsvis ca. 8 og ca. 5 milliarder kr. Det måtte med andre ord nesten 100 av Norges største industribedrifter til for å nå Hydros overskudd, og disse 100 bedriftene var ikke tilstrekkelig til å «matche» Statoil.

Tabellen under viser at industribedriftene trengte betydelig større ressurser i form av ansatte og aktiva, og nesten et 4 ganger høyere omsetningsnivå enn Statoil og Hydro for å nå sitt resultat.

Disse forhold gir seg naturligvis utslag i lønnsomheten målt ved resultat i forhold til omsetningen eller i forhold til aktiva. Dette er illustrert i neste diagram. Mens Statoil og Hydro oppnådde resultatmarginer og en totalrentabilitet på ca. 15% eller bedre, måtte industribedriftene nøye seg med en lønnsomhet på under det halve.

Selv om flere konklusjoner kan trekkes ut fra de to diagrammene, bl.a. om lønnsomheten i oljeindustrien kontra landbasert industri, endrer det ikke mitt poeng: I Norge har bare Statoil og Hydro en størrelse som teller i internasjonal sammenheng. For norsk industri generelt sett er det en svakhet at landet ikke har flere store industribedrifter. På den annen side er ikke størrelse i seg selv en garanti for lønnsom drift. Det viser erfaringene fra oppkjøp/sammenlutning av bedrifter i Norge i 60–70 årene. En av de negative erfaringene er at dannelse av konglomerater ikke viser seg å være noen patentmedisin for å skape bedret lønnsomhet. Jeg minner i den sammenheng om Incentive A/S som ble dannet av 10 store norske selskaper i 1968 og som bl.a. kjøpte opp skipsverft, syltetøyfabrikk, fabrikk for fremstilling av lysarmaturer og også en andel av en legemiddelfabrikk og som etter få år endte opp med et tap på ca. 35 mill. kr.

Mange innenfor industrien hadde i 60-årene og begynnelsen av 70-årene en overdreven tro på at lønnsomheten i egne bedrifter lett kunne bedres gjennom vekst i form av oppkjøp av bedrifter. Men det viste seg ikke alltid å være tilfellet. Det har vi også erfaring for innenfor Dyno Industrier. Årsakene til dette er mange:

1. Mangelfull forberedelse av oppkjøpet av en ny bedrift, ikke minst på områdene markeds- og produktvurdering, men også en undervurdering av kapitalbehov.
2. Troen på at fagkunnskap om prosesser, produkter og markeder ikke er så viktig som det å ha gode generelle ledere, som mente å kunne lykkes i nær sagt hvilken som helst bransje.
3. Undervurdering av den tid som trenges for å smelte sammen forskjellige bedriftsorganisasjoner og kulturer.
4. Manglende engasjement fra toppledelsens side, ofte forårsaket ved at den ikke hadde tid til å engasjere seg sterkt nok i de nødvendige omlegninger av de overtatte bedrifter.

Negative erfaringer i 70-årene med oppkjøp av bedrifter har naturlig nok ført til endrede holdninger til spørsmålet om hvordan en bedrift bør ekspandere for å bedre lønnsomheten. I 80-årene

er vi inne i en periode hvor det sterkere enn før betones at vellykket ekspansjon gjennom oppkjøp/fusjoner ikke kan ventes uten at forutsetningen er til stede for dannelse av en felles bedriftskultur. Oppkjøp og fusjoner bør derfor ikke skje uten at dette vilkåret tilfredstilles. Viktigere enn å skape konglomerater blir derfor å skape produkt- eller markedssamhørige bedrifter, uavhengig av landegrensener. Men bildet er ikke entydig. På tross av vektleggingen på produktsamhørighet og felles bedriftskultur skjer det fortsatt oppkjøp av bedrifter og dannelse eller utvidelse av norske konglomerater. Det er nok å nevne Hafslunds oppkjøp av Actinor, Norcem's oppkjøp av Nordenfjeldske eller Kosmos' overtagelse av Saugbrugsforeningen.

Norsk næringslivs beskjedne investeringer gjennom flere år med unntak for clienæringene, kombinert med aksjeemisjoner, har ført til en radikalt bedret likviditet for mange bedrifter. Når man så får noen år med sterk bedring i inntjeningen, er forutsetningen lagt for en økende appetitt på nye gressganger. Da ser man at interessen forsterkes for kjøp av veletablerte bedrifter, til tross for manglende bransjesamhørighet og til tross for høye børskurser i forhold til substansverdi og inntjening. Hafslunds kjøp av aksjer i Actinor kommer i denne kategori og har ønsket om å komme inn i nye bransjer som det bærende motiv. At Hydro sikrer seg 50% av aksjene i Dyno, er imidlertid annerledes motivert. Hydro produserer viktige råvarer for Dyno både for sprengstoffer og for industrilim. På råvaresiden har Hydro en posisjon som teller i verdenssammenheng og de har en klar strategi om ytterligere å ekspandere på disse områder internasjonalt. Det var derfor naturlig for Hydro å øke sin posisjon i Dyno for nettopp å kunne finne nok en måte å utvide sitt internasjonale engasjement.

Inntil de siste 2–3 årene kan man si at det norske aksjemarked ikke har hatt en særlig viktig funksjon når det gjelder omstrukturering av norsk næringsliv. Situasjonen er imidlertid nu en annen. Nu utnyttes aksjemarkedet langt mer aktivt med sikte på omstruktureringer. En konsekvens av dette er at veletablerte børsnoterte sel-

skaper kjøpes opp i sin helhet og forsvinner fra markedet som selvstendig noterte selskaper. Dette gir et tynnere aksjemarked. På den annen side er tilgangen av nye selskaper på børsen voksende. Denne vekst vil etter min oppfatning bare øke i årene fremover. En faktor i denne sammenheng vil være en økende bruk av fisjone-ringsteknikken. Borregaards etablering av Stabburet/Nora Mat kan ses på som et ledd i en slik utvikling. Jeg gir meg her selvfølgelig ut på en gjetning. Men poenget er at det sammensluttede selskap Stabburet/Nora Mat er av en slik størrelse at det burde være velegnet til en notering på Oslo Børs. Andre selskaper som kan sies å komme i samme kategori er til eksempel Norweld A/S innenfor Actinor.

SLUTTORD

Med utgangspunkt i det nyttige i å formulere kvantifiserte målsettinger for bedriften, har jeg forsøkt å beskrive en del av de faktorer som inngår i Dynos strategi for å oppnå bedret lønnsomhet. Det sier seg selv at økte lønnsomhetskrav også fører til større krav til organisasjonens effektivitet enn tidligere. Dette er krav som i første rekke gjelder bedriftens ledersjikt, som i denne relasjon kan omfatte mange personer. Det forventes av disse at de skal være med på å gjennomføre radikale endringer som følger med en omstillingsprosess. En aksentuering av lønnsomhetskravene har sitt motstykke i en organisering av bedriften som konsekvent vil bli bygget opp etter «profit center»-teorien. Det essensielle i denne vil være en vidtgående delegering av ansvar og myndighet og en styring av bedriften etter klart definerte lønnsomhetskriterier. Jo sterkere en bedrift styres etter lønnsomhetskriterier, desto hurtigere og tydeligere registreres hvilke ledere som ikke holder mål. Det oppstår behov for raskere å skifte ut ledere eller forflytte ledere fra linjejobber til stabsjobber eller til jobber med mindre omfattende arbeidsoppgaver. Men en slik omlegging er heller ikke uten fordeler for de ledere som må flyttes på fordi de ikke makter å møte dagens lønnsomhetskrav. En plassering i annen virksomhet kan føre til mindre stress og

gi en betydelig personlig avlastning. Når man skal legge opp en fullstendig strategi for bedret lønnsomhet, må denne også omfatte en plan for organisasjon og personalutvikling som er tilpasset de nye og skjærpede målsettinger.

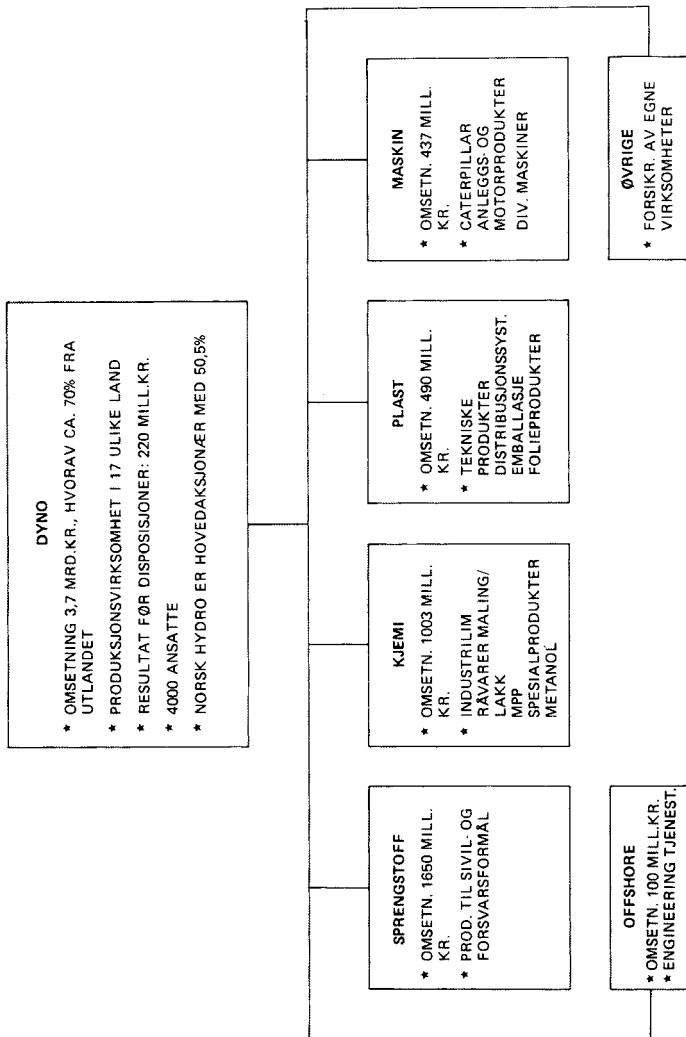
I Dyno Industrier som i næringslivet for øvrig er vi blitt mer og mer lønnsomhetsbevisste. Det er stor forskjell på forholdene nu og bare for noen få år siden. Dette gjelder selvfølgelig i første rekke ledelsen av bedriften. Men den samme bevissthet finner vi igjen i høy grad hos «folkene på gulvet» og i fagforeningene. Jeg tror at det eksisterer noe nær consensus om at bedriften må lønne seg og den må lønne seg godt og at dette er den eneste reelle og varige garantien for opprettholdelse av arbeidsplassene.

Den endrede holdning til nødvendigheten av å skape tilstrekkelig lønnsomhet gjør at man med de ansattes tilslutning lettere kan gjennomføre selv radikale strukturendringer. Jeg tror også at det dermed er skapt bedre muligheter for at man i Norge kan danne flere og større slagkraftige enheter, og da spesielt innen industrien som jeg er opptatt av. I årene fremover vil en av hovedoppgavene for industrilederne være å dra nytte av det endrede klima slik at man får flere bedrifter med evne til å vokse, ikke minst utenfor landets grenser. Det er gjennom økt internasjonalisering at man ser de største og de fleste vekstmuligheter for norsk industri.

Når jeg nå befinner meg på NHH, må jeg si at i den fremtidige utviklingen av norsk industri er det fortsatt stort behov for kandidater fra denne institusjonen. Jeg kan heller ikke slutte forelesningen her uten å komme med noen blomster til Høyskolen. Vi i Dyno Industrier har i mange år rekruttert unge mennesker fra NHH. Det er glede å kunne si at vi i disse rekrutter har funnet folk med gode kunnskaper og med en bakgrunn som har gjort dem vel skikket for et virke i næringslivet. Det synes derfor som om Kristofer Lehmkuhls sterke anmodning til studentene av 1945 om å engasjere seg sterkt i sportslige sysler ikke har fått noen merkbar langsiktig negativ effekt på studentenes ervervelse av også de rette faglige kvalifikasjoner.

BILAG 1

INTRODUKSJON TIL DYNO INDUSTRIER A.S 1985



BILAG 2

Kapitalkostnad – Dyno Industrier A.S

Kostnad egenkapital

Kravet til avkastning på egenkapitalen kan finnes ved hjelp av kapitalverdimodellen:

$R_{EK} = R_F + (R_M - R_F)\beta$, hvor

R_{EK} = investors krav til avkastning som igjen er lik Dynos egenkapitalkostnad

R_F = avkastning på risikofrie investeringer

$(R_M - R_F)$ = forventet risikopremie for en portefølje bestående av samtlige verdipapirer i markedet.

β = mål på i hvilken grad avkastningen på aksjen beveger seg i samsvar med aksjemarkedet.

Faktoren $(R_M - R_F)$ gir uttrykk for markedets krav til risikopremie ved å investere i norske aksjer generelt, hvilket er satt til 4%. Den systematiske eller spesielle risikofaktor knyttet til Dyno-aksjen, dvs. Dynos β er blant annet ut fra analyser gjort ved NHH satt til 1, dvs. markedet oppfatter risikoen ved Dyno-aksjen på nivå med gjennomsnittet for markedet. Gitt en forrentning på risikofrie investeringer (statsobligasjoner) på 13% og en skattesats på investors hånd på 10%, fremkommer en egenkapitalkostnad etter skatt for Dyno på 15,7% og da beregnet på den reelle egenkapital.

Analysen av konsernets skjulte reserver ga grunnlag for en oppvurdering av konsernets bokførte egenkapital med 35% for dette beregningsformål. Konsernets egenkapitalkostnad beregnet på den bokførte egenkapital ble derfor satt til $15,7 \times 1,35 = 21,0\%$.

Krav til totalrentabilitet

I konsernets økonomiske planlegging og oppfølging legges totalrentabiliteten til grunn for måling av lønnsomheten. For praktisk bruk i

den økonomiske styring av foretaket ble konsernets totale kapitalkostnad før skatt på bokførte verdier beregnet ut fra følgende modell:

$$R_{\text{TOT}} = R_{\text{EK}} \cdot \frac{1}{1-t_i} \cdot \frac{\text{EK}}{\text{TK}} + i \cdot \frac{\text{GR}}{\text{TK}} + O \cdot \frac{\text{GIR}}{\text{TK}}, \text{ hvor}$$

t_i = samlet effektiv skattesats for bedriften og aksjonærene

i = rentekostnad på rentebærende gjeld

EK = egenkapital

TK = totalkapital

G_R = rentebærende gjeld

G_{IR} = ikke rentebærende gjeld

Med en justeringsfaktor på 1,35, en gjennomsnittlig skattesats på 20% for konsernet og 10% for aksjonærene, en beregnet rentekostnad på 11,5% og en finansieringsstruktur på 30% egenkapital, 50% rentebærende gjeld (G_R) og 20% rentefri gjeld (G_{IR}), ble Dynos totale kapitalkostnad beregnet til 14,0%.

Tidligere KRISTOFER LEHMKUHL FORELESNINGER:

- 1958 *Sjur Lindebrække*: Kapitalbehov, kredittrestriksjoner og forretningsbankenes utlånspolitikk med forord av rektor, professor Rolf Waaler og en biografi over Kristofer Lehmkuhl av prof. dr. Anton Mohr.
- 1959 *O.T. Jarlsby*: Perspektiver og problemer i papirindustrien.
- 1960 *Frithjof Bettum*: Hvalfangstens utvikling og dens hovedproblem i dag.
- 1961 *Fredrik Vogt*: Vannkraftens plass i vår økonomi.
- 1962 *Harald Throne-Holst*: Aktuelle problemer i forbindelse med omsetning av næringsmidler.
- 1963 *S. Walter Rostoft*: Samarbeidet mellom staten og næringslivet.
- 1964 *E. Wærenskjold*: Noen tanker om administrativ ledelse i dag og i morgen.
- 1965 *Erling D. Næss*: Tankfartens problemer og utsikter.
- 1966 *Aage W. Owe*: En industribedrift blir til. Erfaringer fra oppbyggingen av A/S Årdal og Sunndal Verk.
- 1967 *Rolf Østbye*: Strukturproblemer og industriforpliktelser.
- 1968 *O.R. Norland*: Bankenes rolle i det internasjonale penge- og kapitalmarked.
- 1969 *Arne Skaug*: Noen refleksjoner om norsk utenriksrepresentasjonsarbeide i utlandet for norsk næringsliv.
- 1970 *Nils Astrup*: Noen tanker om utviklingen i Norsk skipsfart og Norsk industri i 1970-årene.
- 1971 *Hilmar Reksten*: Noen ideer om konkurransevillje og risikomomenter under strukturendringene i norsk tankskipsfart.
- 1972 *Knut Getz Wold*: Norges Banks samarbeid med statsmaktene, bankene og utlandet.
- 1973 *Onar Onarheim*: Tanker omkring norsk verkstedsindustri. Perspektiver og forutsetninger for utvikling.
- 1974 *Knut Hagrup*: SAS og den internasjonale luftfart.
- 1975 *Kjell B. Langballe*: Kværnerkonsernet – oppbygging og egenart.
- 1976 *Oscar Strugstad*: Noen tanker om det private næringslivs rolle i overføringen av teknologi til utviklingslandene.
- 1977 *Johs. Mageli*: A/S Moelven Brug – Karakteristika og synspunkter.
- 1978 *Johan Melander*: Oversikt over Den norske Creditbank's organisasjon og virksomhet.
- 1979 *Finn Lied*: Statlig forretningsdrift.
- 1980 *Egil Abrahamsen*: Kreativitet, innovasjon og konkurranseevne.
- 1981 *Toralv Maurstad*: Tanker om norsk teater og scenekunst.
- 1982 *Tor Halvorsen*: Inntektspolitikken sett med Landsorganisasjonens øyne.
- 1983 *Gerhard Heiberg og Jan Tore Odgaard*: Internasjonalisering av norsk industri.
- 1984 *Aase Gudding Gresvig*: Kvinner og lederrollen.

*Teksten tastet på Tekstsenteret NHH,
overført via modem (telefon) til
Reklametrykk Grafisk A.s – Bergen*

*Satt med 9 pkt. Helvetica
Trykt på 120 g matt Kremfarget offsett
Omslaget 185 g grå satienrt kartong*

*Trykt ved midler fra
Det Bergenske Dampskibsselskabs Handelshøyskolefond*