



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2009

**Masterutredning i fordypnings-/spesialfagsområdet: Økonomisk styring Veileder:
Professor Frode Sættem**

Strategisk Regnskapsanalyse og Verdsettelse av Yara International ASA

av Ulrik Ytterstad

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Jeg har i denne oppgaven gjort en strategisk regnskapsanalyse og en verdsettelse Yara International ASA. Verdsettelsen er en fundamental verdsettelse basert på total kapitalmetoden. Målet med oppgaven var å finne et verdiestimat på Yara – aksjen.

Verdsettelsen er gjort ved at jeg har foretatt en strategisk analyse av Yara. Deretter har jeg analysert historiske trender med utgangspunkt i konsernregnskapet. På grunnlag av disse to analysene har jeg laget en prognose som ble bruk som basis i verdsettelsen.

Som resultat kommer jeg fram til at Yara – aksjen er verdt 225 kroner. Markedsverdien på samme tidspunkt var 208,50 kroner. Jeg konkluder i kapitel ti med at det er vanskelig å komme med noen konkret handelsstrategi da sensitivitetsanalysen avdekker at det er for stor usikkerhet knyttet til fundamentale forhold i verdsettelsen.

1. Forord

Masterutredningen er et selvstendig arbeid som er obligatorisk for masterstudiet ved Norges Handelshøgskole. Hensikten med oppgaven er å gi studentene mulighet for å praktisere den kunnskap de har opparbeidet seg i løpet av studietiden. Jeg har valgt fordyping innenfor økonomisk styring med hovedfokus på fagområdet finansiell informasjon. For meg var det derfor naturlig å velge en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse. Jeg føler selv at jeg under arbeidet med denne oppgaven har fått brukt kunnskap fra flere forskjellige fagretninger innenfor økonomistudiet.

Til denne oppgaven har jeg fått hjelp av flere. Jeg vil spesielt rette en stor takk til min veileder Frode Sættem. Han har underveis kommet med nyttige innspill og vært til stor hjelp.

Oslo, 16.06.09

Ulrik Ytterstad

Innhold

Sammendrag	2
1. Forord.....	3
2. Yara International ASA.....	12
2.2 Kort om Yara	12
2.2 Yara International ASA – visjon, strategi og tankegang.....	12
2.2.3 Seks pilarer	13
Nummer 1 i verden på ammoniakk.....	13
Nummer 1 i verden på nitrater	13
Nummer 1 i verden på NKP	13
Nummer 1 i verden på spesialgjødsel	13
Nummer 1 i verden på nitrogengjødsel	13
Nummer 1 i verden på markedsføring og distribusjon	13
2.2.4 Yaras forretningsmodell og selskapsstruktur	14
Oppstrømsegmentet	14
Nedstrømsegmentet.....	15
Industri.....	15
Sammenheng mellom segmentene og styrken til Yaras forretningsmodell	16
3. Verdsettelse og verdsettelsesteori	18
3.1 Ulike modeller for verdsettelse	18
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	18
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	19
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	19
3.2 Valg av verdsettelses teknikk.....	19

3.2.1	Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	20
3.2.2	Totalkapital metoden.....	21
4.	Gjødselindustrien	23
4.1	Gjødsel.....	23
4.2	Produksjon av gjødsel	24
4.3	Markedet for gjødsel	25
4.3.1	Industrielle verdidrivere og pris på gjødsel.....	27
Etterspørselsdrivere	27	
Tilbudsdrivere	29	
4.3.2	Pris på gjødsel	30
5.	Strategisk analyse.....	31
5.1	Innledning strategisk analyse	31
5.2	Rammeverket ved strategisk analyse.....	31
5.3	SVIMA - analyse.....	32
5.3.1	Finansielle ressurser	35
5.3.2	Fysiske ressurser	35
5.3.3	Menneskelige ressurser	36
5.3.4	Organisatoriske ressurser	36
5.4	Porters Five Forces	38
5.4.1	Potensielle nyetableringer	39
5.4.2	Leverandørens forhandlingsmakt	39
5.4.3	Kundenes forhandlingsmakt.....	40
5.4.4	Substitutter	41
5.4.5	Rivalisering blant nåværende konkurrenter	41
5.5	PESTE – En makroanalyse.....	42

5.5.1 Politiske og lovmessige forhold	43
5.5.2 Økonomiske forhold	44
Finanskrisen.....	45
5.5.3 Sosiokulturelle og Samfunnsmessige forhold	46
5.5.4 Teknologiske forhold	46
5.6 Oppsummering Strategisk analyse	47
6. Historiske trender i regnskap og nøkkeltall	49
6.1 Normalisering av historiske resultater	50
6.1.1 Normalisert EBITDA.....	50
Avskrivninger/nedskrivninger	52
Pensjoner.....	52
Råvarebaserte derivater gevinst/tap.....	52
Andre inntekter	53
Tap på krav.....	53
Forskning og utvikling	54
Engangsutbetalig til ny konsernsjef.....	54
Nedskrivninger varelager	55
Nedskrivninger kundefordringer.....	55
6.1.2 Normale driftsinvesteringer	56
6.1.3 Normal endring i arbeidskapital	57
6.2 Historiske trender og nøkkeltall.....	58
6.2.1 Driftsinntekter/omsetning	60
6.2.2 Kostnader til råvarer, energi og frakt	65
6.2.3 Marginene	66
6.2.4 Lønn og lønnsavhengige kostnader	67
6.2.5 Andre kostnader.....	67

6.2.6 Driftsinvesteringer	67
6.2.7 Arbeidskapital	68
7. Prognose	69
7.1 Prognosens oppbygning	69
7.2 Prognose for driftsposter	70
7.2.1 Driftsinntekter/ Omsetning	70
7.2.2 Råvarer, energikostnader og frakt	72
7.2.3 Lønn og lønnsavhengige kostnader	73
7.2.4 Andre kostnader	74
7.2.5 Driftsinvesteringer	74
7.2.6 Endringer i arbeidskapital	74
7.2.7 Engangsinvesteringer	75
7.3.1 Eiendeler	77
Utsatt skattefordel	78
Immaterielle eiendeler	78
Varige driftsmidler	78
Tilknyttede selskaper og fellskontrollert virksomhet	79
Andre langsiktige eiendeler	79
Varebeholdninger	79
Kundefordringer	80
Forskuddsbetalte kostnader og andre omløpsmidler	80
Andre likvide midler	80
Kontanter og bankinnskudd	80
7.3.2 Gjeld	82
Pensjonsforpliktelser	82
Betalbar skatt	82

Andre langsiktige forpliktelser	83
Langsiktige avsetninger	83
Langsiktig rentebærende gjeld	83
Leverandørgjeld og annen gjeld	83
Kortsiktige avsetninger	83
Annen kortsiktig gjeld	83
Banklån og andre kortsiktig rentebærende gjeld.....	83
Første års avdrag på langsiktig lån	84
Minoritetsinteresser	84
7.4 Skatt	84
7.4.1 Fremførbare underskudd.....	84
7.4.2 Effektiv skatt på driftsresultat - investeringer	85
8. Avkastningskrav.....	87
8.1 Avkastningskrav til egenkapital.....	87
8.1.1 Risikofri rente.....	89
8.1.2 Risikopremie.....	89
8.1.3 Egenkapitalbeta.....	89
8.1.4 Uregning avkastningskrav til egenkapital	90
8.2 Avkastningskrav til gjeld	91
8.3 Utrekning WACC	92
9. Enterprise Value og verdi av egenkapital	93
9.1 Sensitivitetsanalyse	95
9.1.1 Sensitivitet for endring i EBITDA.....	95
9.1.2 Sensitivitet for endring i avkastningskrav	97
9.1.3 Sensitivitet for vekst i continuing value	98

10. Konklusjon og handlingsstrategi	99
Referanseliste.....	100
Vedlegg 1 Konsernregnskap Yara International ASA.....	103
Vedlegg 2 Utrekning beta Yara	106

Tabelloversikt

Tabell 5.1: Graderinger SVIMA – analyse

Tabell 5.2: Oppsummering SVIMA - analyse

Tabell 6.1: Justering EBITDA

Tabell 6.2: Pensjoner

Tabell 6.3: Tap på krav

Tabell 6.4: FoU

Tabell 6.5: Nedskrivninger av varer

Tabell 6.6: Nedskrivninger kundefordringer

Tabell 6.7: Investeringer

Tabell 6.8: Arbeidskapital

Tabell 6.9: Justert historisk regnskap

Tabell 6.10: Gjødsvolum i analyseperioden

Tabell 6.11: Endringer salgs – og produksjonsvolum

Tabell 7.1: Omsetning, historisk normalisert og prognose

Tabell 7.2: Råvare, energi og fraktkostnader, historisk justert utvikling og prognose

Tabell 7.3: Prognose driftsinvesteringer

Tabell 7.4: Engangsinvesteringer

Tabell 7.5: Omgruppering eiendeler

Tabell 7.6: Omgruppering av gjeld

Tabell 7.7: Tommelfingerregler skattesatser

Tabell 8.1: Kredittrisikopremie

Figurliste

Figur 2.1: Organisasjonskart Yara

Figur 2.2: Yaras foretningsmodell

Figur 4.1: Næringsstoffer for planter

Figur 4.2: Produksjonsprosses gjødsel

Figur 4.3: Forbruk av næringsstoffer

Figur 4.4: Forbruk av nitrogengjødsel

Figur 4.5: Tilgjengelig dyrkbar jord per person

Figur 5.1: Rammeverkt strategisk analyse

Figur 5.2: Verditrappen

Figur 5.3: Yaras produksjonskostnader mot bransjesnitt

Figur 5.4: Five Forces

Figur 5.5: PESTE – modellen

Figur 5.6: Historisk prisutvikling olje og gass

Figur 5.7: Teknologisk utvikling produksjonsprosses nitrogen

Figur 6.1: Gjødselpriser, USD/tonn månedlige gjennomsnitt

Figur 7.1: Omgruppering av balansen

Figur: 9.1 Aksjeverdi for endringer i EBITDA

Figur 9.2: Aksjeverdi ved endring i continuing value EBITDA

Figur 9.3 Aksjeverdi ved endring avkastningskrav

Figur 9.4 Aksjeverdi ved endring i vekstfaktor for continuing value

2. Yara International ASA

2.2 Kort om Yara

Yara International ASA er et norsk gjødsel- og kjemiselskap. Hovedvirksomheten til Yara er rundt produksjon, omsetning og distribusjon av nitrogenkjemikalier som igjen brukes hovedsakelig til mineralgjødsel.

Yara International ASA er verdens største tilbyder av mineralgjødsel. På verdensbasis har de en markedsandel på 7 prosent og er samtidig det eneste selskapet i bransjen som har etablert virksomhet i alle verdensdeler. Yara International ASA er representert i over 50 forskjellige land og driver distribusjon av sine produkter til ca 120 land. I 2007 hadde selskapet ca 8000 ansatte og omsatte for mer enn 57 milliarder NOK. Yara er notert på Oslo børs og er et av børsens største selskaper. Hovedkontoret ligger i Oslo (Yara.com 2009b).

Yara International ASA tilsvarende det som tidligere tilhørte Norsk Hydros landbruksdivisjon Hydro Agri. Hydro Agri ble den mars 2004 fisjonert ut som eget børsnotert selskap under navnet Yara. Dette var slutfasen i en lang effektiviseringssprosses Hydro Agri hadde vært igjennom siden 2000. Fisjonen som endte i Yara ble gjort fordi man mente man på denne måten ville få bedre tilgang på kapitalmarkedene, bedre muligheter for organisk vekst og i større grad posisjonere seg for å kunne møte strukturendringer i gjødselindustrien.

Yara overtok samtidig bruken av Hydros kjente logo, vikingskipet. Dette symbolet er anerkjent innenfor bransjen verden over. Navnet Yara har flere betydninger. Yara har sin opprinnelse i norrønt og det gamle germanske runealfabetet. Ordet ”jar” er forkortelsen til ordet jardar, som er knyttet til jord. Jara er det tolvte tegnet i runealfabetet og betyr året, herav i betydningen et godt år med god avling. J i jara er byttet ut med en Y for å kunne spille på flere språk. Y er også valgt for bringe assosiasjoner til det engelske ordet yeild, dvs. kaste av seg. Nettopp dette er også kjernen i Yaras virksomhet (Yara.com 2009c).

2.2 Yara International ASA – visjon, strategi og tankegang

Yara sin ønsker å være en ”industry shaper”. Med dette fremmer Yara et ønske om å sette standarden for egen industri. Dette gjelder områder som effektiv drift, lønnsom vekst og

utvikling av bedriftskultur. Videre fremhever de at de også ønsker å sette høye standarder innenfor sikkerhets- og miljøområder. Samtidig har Yara en forretningside basert på bedre avkastning. Med dette mener Yara at de ønsker å levere meravkastning både til sine aksjonærer og til brukerne av produktene sammenlignet med konkurrerende virksomheter.

For å nærme seg sin visjon og gjennomføre sin forretningside har Yara utviklet strategi som er basert på å styrke sin posisjon som bransjeleder. I strategien heter det;

”Yara vil vokse på en lønnsom og bærekraftig måte via sine seks sterke pilarer og en unik forretningsmodell”.

For å forstå mer om Yaras strategi vil jeg i det følgende presentere både de seks pilarene og Yaras forretningsmodell.

2.2.3 Seks pilarer

Nummer 1 i verden på ammoniakk

Yara ønsker å innta en lederrolle innen produksjon av råvaren ammoniakk. Dette ønsker Yara å gjøre ved storskalaproduksjon av ammoniakk i naturgassregioner med lavt kostnadsnivå.

Nummer 1 i verden på nitrater

Yara ønsker å innta en ledende markedsposisjon innen for segmentet for nitrater.

Nummer 1 i verden på NKP

Yara ønsker også å innta en ledende markedsposisjon.

Nummer 1 i verden på spesialgjødsel

Yara ønsker å være ledende på innenfor spesialgjødsel som gir høye marginer på produksjonsbasen.

Nummer 1 i verden på nitrogengjødsel

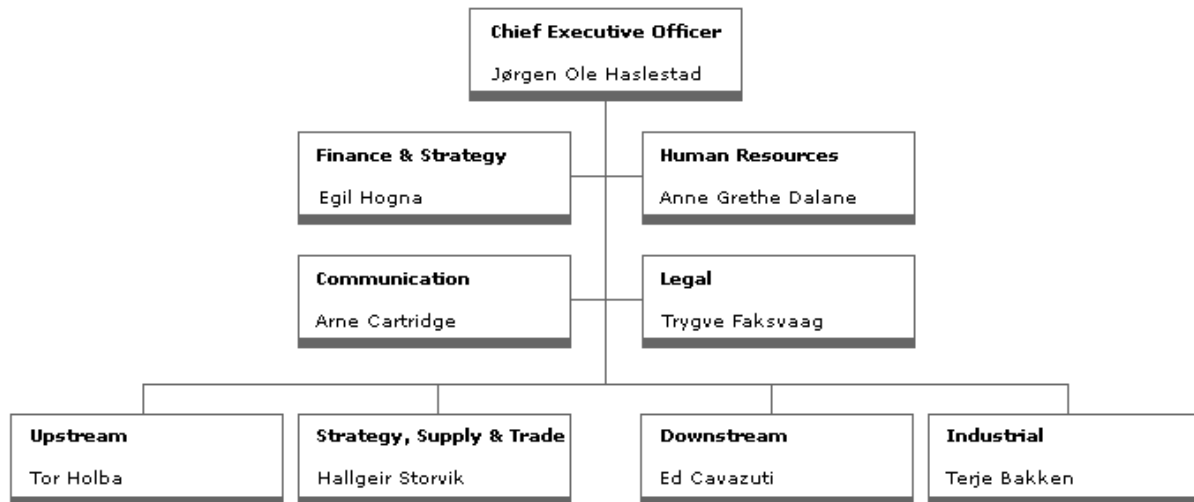
Utvikle nye bruksområder som gir høy margin fra eksisterende produksjonsbase.

Nummer 1 i verden på markedsføring og distribusjon

Bruk av globalt nettverk for markedsføring og distribusjon med stordriftsfordeler og ekspertise på alle kontinenter (Yara årsrapport 2005).

2.2.4 Yaras forretningsmodell og selskapsstruktur

Yaras virksomhet er hovedsakelig delt inn i tre segmenter. Disse segmentene er Nedstrøm, Industri og Oppstrøm. Inndelingen har ført til at Yara har organisert seg etter disse segmentene. I tillegg har de en sentral konsernledelse med tilhørende støttefunksjoner. I figuren nedenfor er organisasjonskartet illustrert.



Kilde: Yara.com, 2009a

Figur 2.1: Organisasjonskart Yara

Oppstrømsegmentet

Oppstrømsegmentet omfatter Yaras egne fabrikker for global produksjon av ammoniakk og urea i stor skal. Ammoniakk og urea brukes videre til produksjonen av nitrat- og NKP-gjødsel. Oppstrømsegmentet omfatter også global handel og transport av ammoniakk og urea. For oppstrømsegmentet er den viktigste innsatsfaktoren naturgass. Avhenging av gassprisen, vil ca 50-80 % av produksjonskostnadene være gass under produksjon av ammoniakk i Europa. Prisen på nitrogengjødsel og relaterte produkter er sterkt knyttet til prisene på ammoniakk og urea. Resultatene i Oppstrømsegmentet er derfor sterkt avhenging gjødselpriser og råvarekostnader. Lønnsomheten i Oppstrømsegmentet er derfor eksponert mot for konjunktorene i gjødselindustrien. Fra 2007 rapporteres det om en produksjon på 14 mill tonn, en omsetning på 23.659 mill NOK og en EBITDA på 3.843 mill NOK (Yara årsrapport 2007).

Nedstrømsegmentet

Nedstrømsegmentet omfatter Yaras globale salgs- og markedsføringsenheter. I tillegg består dette segmentet av regional produksjon i Europa og Brasil som betjener disse hjemmemarkedene. I Europa har Nedstrømsegmentet fem forretningsenheter. Utenfor Europa har Nedstrømsegmentet fire forretningssegmenter. Disse er lokalisert i Nord-Amerika, Latin-Amerika, Asia og Afrika.

Disse anleggene videreforedler halvfabrikata som ammoniakk, kalium og fosfat til ferdige gjødselprodukter klare til bruk. En ting viktig faktor her er Nedstrømsegmentets globale markedsføringsorganisasjon, infrastruktur og regionale tilstedeværelse. Dette muliggjør at transport og salg av gjødsel, og at volumet hele tiden er optimalt tilpasset et stadig skiftende marked.

Nedstrømsegmentet er i stor grad marginbasert. Det er her meget stor sammenheng mellom produksjonskostnader og sluttproduktpriser. Det er derfor mulig å overføre endringer i råvarekostnadene til sluttbruker. På den måten vil dette segmentet ikke være like konjunkturutsatt som Oppstrømsegmentet.

Fra 2007 rapporteres det om en omsetning på 41.418 mill NOK og en EBITDA på 3.035 mill NOK (Yara årsrapport 2007).

Industri

Industrisegmentet markedsfører nitrogenkjemikalier og industrigasser produsert ved fabrikkene innen Oppstrøm og Nedstrøm samt eksterne leverandører. Verdiskapningen her skjer gjennom å utvikle og selge kjemiske produkter utenfor gjødselindustrien. Industri består av fire enheter. Disse er CO₂, industrigasser, N-kjemikalier og Nitrater.

Under produksjonen av ammoniakk oppstår CO₂. Som en stor produsent av ammoniakk er derfor Yara også en stor produsent av flytende CO₂. Viktige kunder her er for eksempel bryggereier, matvarebransjen og transportbedrifter.

Forretningsenheten Industrigass leverer en rekke industrielle gasser for flere bruksområder til industrien. Av produktporteføljen kan det nevnes nitrogen, oksygen og flere spesialblandinger.

N-kjemikalier inkluderer produkter som ammoniakk, salpetersyre og urea. Yara er ledende leverandør for disse produktene kjemiske industriene i Europa.

I nitratindustrien har Yara en sterk global profil. Denne delen dekker også teknisk ammoniakknitrat som brukes til gruvedrift og anlegg samt kalsiumnitrat til forskjellige bruksområder.

Fra 2007 rapporteres det om en omsetning på 8.563 mill NOK og en EBITDA på 1.645 mill NOK.

På samme måte som Nedstrømsegmentet, er også Industri i stor grad marginbasert, og det er også her en stor sammenheng mellom produksjonskostnader og sluttproduktpriser. Industri er dermed i likhet med Nedstrømsegmentet lite konjunkturutsatt da det også her er mulig å overføre endringer i råvarekostnadene til sluttbruker (Yara årsrapport 2007).

Sammenheng mellom segmentene og styrken til Yaras forretningsmodell

Yaras forretningsmodell bygger på at de ulike segmentene, Oppstrøm, Nedstrøm og Industri, har ulike risikoprofil som gir komplementære styrker. Oppstrømsegmentets styrke er effektive produksjonsenheter med energi som hovedråstoff. Yaras ledende rolle innenfor produksjon av ammoniakk, urea, nitrater og NKP-gjødsel skyldes i hovedsak at Yara har flyttet produksjonen til regioner med rimelig tilgang på naturgass. I tillegg har Yara også skarpt fokus på kontinuerlige forbedringer innen produktivitet og prosesser. Videre er det slik at alle produkter fra Oppstrøm selges via Nedstrøm og Industri. Nedstrøm og Industri bidrar med en ekstra verdiøkning da dissen enhetene videreforedler produkter fra Oppstrøm og tilpasser disse til ulike nisjemarkeder og slik ønsker Yara å muliggjøre ekstra tilleggsmarginer. Yara vil også gjennom en slik forretningsmodell søke å samarbeide med andre nøkkelaktører. I sum gir dette muligheter for Yara til å kombinere lokal og regional markedskunnskap med strategisk plasserte produksjons-, lagrings- og distribusjonsenheter. På denne måten vil Yara optimalisere produktstrømmen etter som markedsforsholdene endrer seg. Dermed mener Yara at de vil stå sterkere mot konjunktursvingninger sammenlignet med andre aktører i bransjen.

I sum vil en slik forretningsmodell kunne være avgjørende for fremtidige finansielle resultater. Nedenfor er Yaras forretningsmodell sammen med strategien illustrert.



Kilde: Yara årsrapport 2005

Figur 2.2: Yaras foretningsmodell

3. Verdsettelse og verdsettelsesteori

Det finnes flere ulike metoder og modeller for å estimere verdi på selskaper. Jeg ønsker å innlede denne delen av oppgaven med å forklare kort de ulike hovedtypene av modeller for verdsettelse.

3.1 Ulike modeller for verdsettelse

Det finnes tre hovedkategorier av verdsettelsesteknikker. Disse er;

1. Fundamental verdsettelse
2. Komparativ verdsettelse
3. Opsjonsbasert verdsettelse

Disse kan brukes hver for seg, men er ofte vil bruk av alle sammen skape en mer helhetlig verdsettelse. I min oppgave vil jeg avgrense meg og kun benytte meg av fundamental verdsettelse. Dette har sammenheng med at jeg har begrenset tid til rådighet samt at oppgaven må holdes innenfor en viss størrelse. Det er også denne verdsettelsesteknikken som har vært hovedfokus i BUS425. Jeg ønsker likevel å påpeke at det beste vil være å bruke alle tre.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Verd en fundamental verdsettelse gjør man en verdivurdering av selskapet basert på en strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av prognosetall. Prognosetallene utgjør et fremtidsregnskap. Ut fra hvordan dette fremtidsregnskapet ser ut vil man så lage et verdiesestimater. Det er vanligst å gjøre dette ved å beregne verdien ut i fra ulike typer diskonterte kontantstrømmer. Disse kan være;

1. Dividende modellen
2. Enterprise value / total kapital
3. Egenkapital

4. Superprofitt

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse sammenlignes prisen på et selskap med prisen på med prisen på et tilsvarende selskap eller eiendeler. Det finnes to hovedtyper av komparativ verdsettelse;

Substansverdimodellen går ut på sammenligner markedsverdien på komparative eiendeler og gjeld. Denne metoden brukes ofte av revisorer og regnskapsfolk.

Multiplikatormodellen går ut på å sammenligne nøkkeltall med børsverdien på til komparative bedrifter. Tallene justeres eventuelt for ulikheter i fundamentale forhold. Denne metoden er lite tidskrevende og brukes av analytikere. Eksempler på slike nøkkeltall kan være pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBITDA.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Ved en opsjonsbasert verdsettelse er målet å bestemme verdien av fleksibilitet. Med fleksibilitet mener man en opsjon relatert til drift eller finansiering. Dette kan for eksempel være en opsjon om nedleggelse. Et annet eksempel kan være retten til å starte opp drift i en ny gruve. En opsjonsbasert verdsettelse blir ofte brukt som et supplement til fundamental verdsettelse. Verdien av selskapet vil da bestå av en fundamental verdsettelse og nåverdien av fleksibiliteten, dvs. opsjonen (Kinserdal 2008).

3.2 Valg av verdsettelses teknikk

Ved valg av verdsettelsesteknikk er det flere faktorer som bør vurderes. Disse faktorene er hvilken type bransje selskapet operer i, i hvilken fase av livssyklusen er og om det er grunnlag for fortsatt drift.

Gjødselindustrien vokser fortsatt. Dermed er det ikke snakk om noen tilbakegang i bransjen ennå. Spørsmålet blir dermed hvor stor veksten er. Yara har eksistert i over hundre år dersom vi tar med perioden Yara var en del av Hydro. Slik sett er det med er det et modent selskap det er snakk om. Slik jeg ser det er tilgangen på regnskapstal god noe som er en forutsetning for fundamental verdsettelse.

I min oppgave har jeg derfor valgt å bruke fundamental verdsettelse. Dette har jeg tenkt å gjøre ved bruk av kapitalmetoden. Dette er også den verdsettelsesteknikken som har vært vektlangt under kurset BUS245.

3.2.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen kan deles inn i seks steg:

1. Omgruppering for analyseformål
2. Normalisering av historiske resultater
3. Analyse av selskapet
 - Historiske trender/ nøkkeltall
 - Strategisk analyse
4. Utarbeidelse av prognose - regnskap og budsjettering samt fremskrivning med utgangspunkt i funn fra analysen.
5. Fundamental verdsettelse og analyse av usikkerhet i verdiestimerer
 - Verdsettelsesteknikker
 - Avkastningskrav
6. Handlig på grunnlag av resultat
 - Peer reviews
 - Grunnlag for og vurdering av effisiente markeder

Kilde: Kinserdal 2008

Ved en fundamental verdsettelse tar man utgangspunkt i en offentlig tilgjengelig informasjon. Dette vil i stor grad være årsrapportene til selskapet. I min oppgave kommer jeg til å benytte meg av total kapital metoden. Jeg vil gå nærmere inn på hvordan den gjøres i neste avsnitt. Jeg kommer i min oppgave til å avvike noe fra rekkefølgen i oppsettet ovenfor.

3.2.2 Totalkapital metoden

Denne metoden er en retning av fundamental verdsettelse. Man tar her utgangspunkt i estimerte kontantstrømmer. Dette gjøres ved at selskapet er lik nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene selskapet genererer. Nåverdien finner man ved å diskontere kontantstrømmene med et hensiktsmessig avkastningskrav. For å kunne estimere de fremtidige kontantstrømmene må man først finne ut hva som er den normale kontantstrømmen fra driften. For å komme frem til dette vil jeg bruke følgende oppskrift:

	Driftsresultat
+	avskrivninger/nedskrivninger
=	EBITDA
-/+	justeringer for GRS
-/+	justeringer for earnings management
-/+	unormale driftsposter, slik som; engangsposter og unormale svingninger
-	normale driftsinvesteringer
-/+	normal endring i arbeidskapital
=	normal kontantstrøm fra drift

Kilde: Kinserdal 2008

Deretter trekkes skatten i fra og man har da funnet den aktuelle kontantstrømmen fra driften. Regnskapsanalysen vil sammen med den strategiske analysen danner grunnlag for å estimere de fremtidige kontantstrømmene.

Det er som regel vanskelig å estimere kontantstrømmene for all fremtid. På den annen side er det vanlig å anta at selskapet etter hvert går inn i en steady state periode, der veksten i de forskjellige regnskapspostene er konstant. Hvor lang tid det tar før et selskap når steady state

vil variere med hvor på livssyklusen selskapet er og hvilken type bransje selskapet operer i. Dette er noe jeg allerede har vært inn på i kapittel 3.2., men som jeg også vil komme nærmere inn på senere.

Etter at selskapet har kommet inn i steady state kan man finne continuing value. Dette gjøres ved bruk av Gordons formel. Dermed vil selskapets Enterprise Value (heretter forkortet til EV) være selskapets verdi funnet ved å diskontere kontantstrømmene fra drift funnet før continuing value pluss verdien av continuing value. EV kan dermed uttrykkes med følgende formel:

$$EV = \sum_i^0 \frac{CF_i}{(1 + WACC)^i} + \frac{CF_i}{WACC - g} / (1 + WACC)^i$$

I formelen står WACC for avkastningskrav, i for antall år og CF for den estimerte kontantstrømmen fra driften. Når man så har funnet selskapets EV går man videre for å finne verdien av egenkapitalen hos selskapet. Verdien på egenkapitalen finnes slik;

EV	
+	markedsverdien av non-core finansielle eiendeler som kan bli solgt
-/+	markedsverdi av finansielle eiendeler/gjeld
-/+	verdi av skatterelaterte eiendeler/gjeld. Her det som oftest snakk om verdien av fremførbare underskudd
=	Verdi på selskapets egenkapital

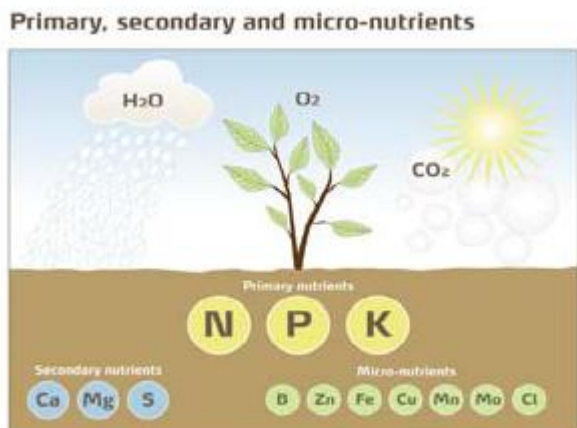
Etter at man har funnet verdien på egenkapitalen kan denne deles på antall aksjer. Dermed vil man få et estimat på aksjens verdi. Denne estimatverdien sammenlignes så med virkelig aksjekurs og man velger så handelsstrategi avhengig av sammenligningen.

4. Gjødselindustrien

4.1 Gjødsel

Gjødsel er ethvert materiale eller blanding som brukes til å tilføre en eller flere viktige næringsstoffer til planter. Hensikten med å tilføre planter gjødsel er å øke dets kvalitet og få planten til å vokse fortere og større. Gjødsel som fremstilles fra industri kalles mineralgjødsel eller kunstgjødsel. I denne oppgaven vil det fokuseres på mineralgjødsel da, det er Yaras virksomhetsområde.

Det finnes mange ulike næringsstoffer planter trenger. Men de tre viktigste er nitrogen (N), fosfor (P) og kalium (K). Vanlig mineralgjødsel består ofte av en miks av disse tre næringsstoffene og går under betegnelsen NKP-gjødsel. Nitrogen utgjør den mest betydelige ingrediensen i NKP-gjødsel.



Kilde: Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.

Figur 4.1: Næringsstoffer for planter

Nitrogen (N) er hovedkilden til proteiner for planter og er avgjørende for vekst og utvikling for enhver plante. Tilførsel av nitrogen kan bedre en plantes vekst, kvalitet og avkastning.

Fosfor (P) er viktig for plantens evne til å utvikle et sterkt rotsystem. Den bidrar også til å gjøre planten mer resistent mot tørke.

Kalium (K) er kritisk for plantens evne til å utføre fotosyntese. Kalium bidrar også til at planten blir mer resistent mot tørke og tøft klima.

I tillegg til de tre viktigste, finnes det mange mer sekundære næringsstoffer en plante trenger for vekst. Jeg kommer ikke til å gå nærmere inn på dette i denne oppgaven.

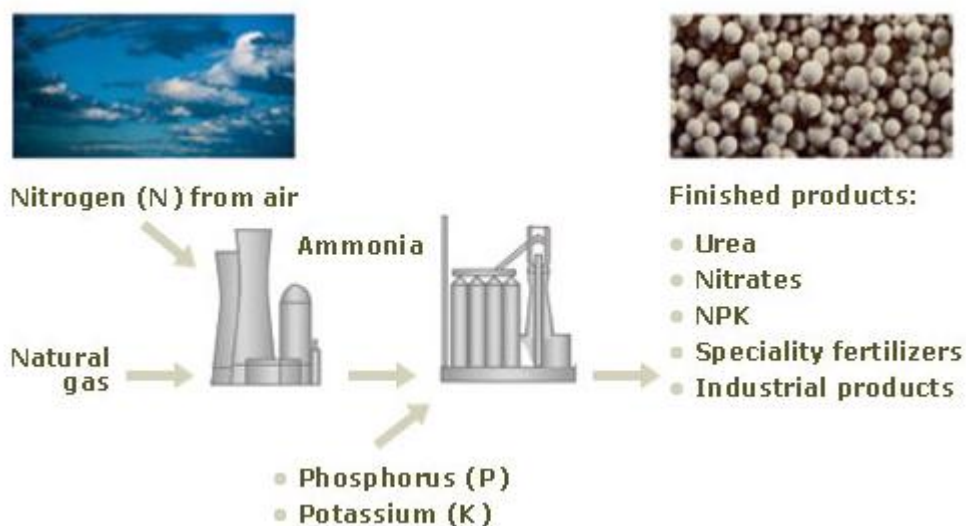
Ved å tilføre gjødsel er det mulig å få en større avling på et gitt stykke jord, sammenlignet med hva man ville fått uten bruk av gjødsel. Ved tilføring av nitrogen til hvete - produksjon er det for eksempel mulig å oppnå en netto meravkastning på opptil 500 % (Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.)

Dette er spesielt interessant siden kostnadene av å bruke mineralgjødsel er liten sammenlignet med at man får en betydelige mer effektiv produksjon. Gjødselkostnadene ved en avling sies å være rundt 30 %. Sett i sammenheng med den meravkastningen man kan oppnå, er gjødsel i dag derfor essensielt for enhver produksjon av planter.

4.2 Produksjon av gjødsel

Produksjonsprosessen i gjødselindustrien består i at man tar nitrogen fra luften og produserer ammoniakk. Ammoniakken utgjør basis for all nitrogengjødsel. Ammoniakken produseres gjennom en kjemisk prosess der man fjerner svovel og andre uønskede stoffer. Denne ammoniakksyntesen foregår under temperaturer på rundt 450 °C og et trykk på 300 atm. Denne produksjonen krever naturlig nok en god mengde energi, og gjødselindustrien bruker utelukkende naturgass i sin produksjon. Ammoniakk har også den egenskapen at den lar seg komprimere til væske. All transport av ammoniakk foregår i dag når stoffet er i flytende form.

Kalium og fosfor er naturlige mineraler som blir hentet fra gruvedrift og transformert til produkter som planten er i stand til å ta opp. Etter at råvarene, dvs. nitrogen i form av ammoniakk og kalium og fosfor er i hende blir så gjødselproduktene ferdigstilt. Sammenhengen er illustrert i figuren nedenfor.



Kilde: Yara.com 2009d

Figur 4.2: Produksjonsprosessen gjødsel

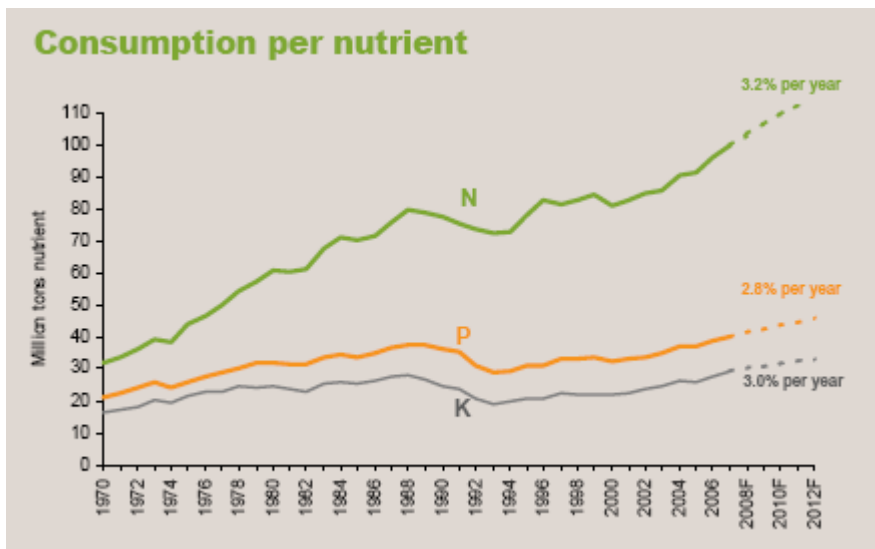
4.3 Markedet for gjødsel

Før jeg går nærmere inn på dagens marked for gjødselprodukter ønsker jeg å definere selve markedet eller bransjen. Et marked kan defineres som en gruppering av selskaper som tilbyr tjenester/produkter som er svært nære substitutter til hverandre (Hill & Jones 2004).

Gjødselindustrien er en relativt global industri. Med global industri menes her at prisen på standard - gjødsel er relativ lik uansett hvor i verden den kjøpes, hvis det justeres for transportkostnader. Det er av den grunn viktig å fokusere på globale sammenhengene i stedet for den regionale.

Markedet for mineralgjødsel har vokst jevnt lenge og det forventes også i fremtiden å vokse. En voksende verdensbefolkning og endring av dietten blir sett på som viktige drivere for dette.

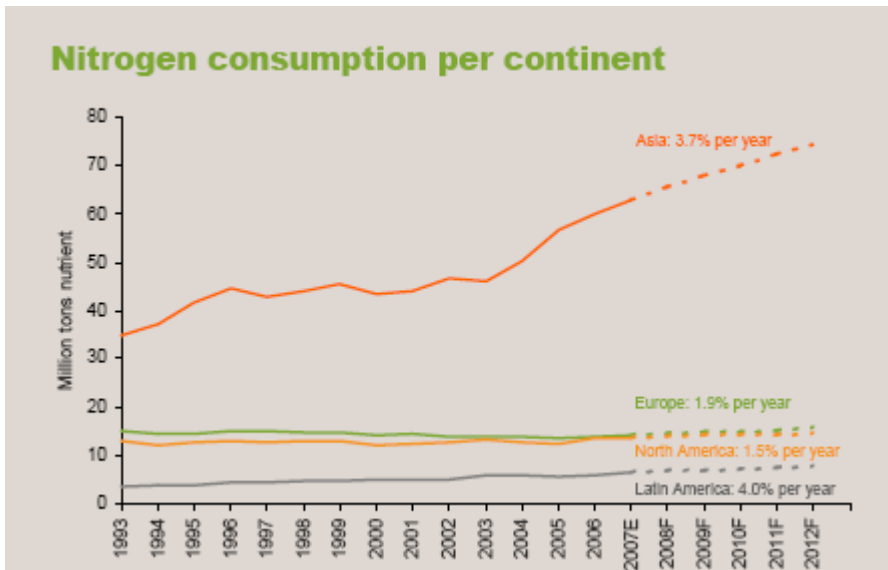
I følge IFA (The International Fertilizer Association), ventes det en jevn vekst de neste årene. Verdens forbruk av nitrogen var rundt 100 millioner tonn i 2008. Forbruket av fosfor var på rundt 40 millioner tonn, mens forbruket av kalium var på rundt 30 millioner tonn. Grafen nedenfor viser utviklingen av verdens forbruk av disse næringsstoffene, samt IFA sin prognose for de neste årene.



Kilde: Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.

Figur 4.3: Forbruk av næringsstoffer

Som tidligere nevnt anses gjødselindustrien som en global industri. Likevel er det viktig å være klar over eksisterende forskjeller i de forskjellige verdensdeler. For det første er Asia det klart største gjødselmarkedet om vi deler markedet inn etter kontinenter. Asia alene, hadde i 2007 et nitrogenforbruk tilsvarende 63 % av det totale markedet for nitrogen. Det er også forskjell i veksten i de forskjellige delene av markedet. Europa og Nord-Amerika utgjør ganske modne deler av markedet, her er veksten relativ liten, dvs. ca 1-2 % i året. Denne vekstraten ventes å fortsette i tiden fremover. Asia og Latin-Amerika har hatt en betydelig sterkere vekst de siste år. IFA regner i sine prognoser med en vekst på ca 4 % i sine markeder. Grafen nedenfor viser konsum av nitrogen per kontinent og hvilke vekstrater det regnes med i de nærmeste årene.



Kilde: Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.

Figur 4.4: Forbruk av nitrogengjødsel

4.3.1 Industrielle verdidrivere og pris på gjødsel

Generelt tenderer industrien å være tilbudsrevet når etterspørselen er lav. Likevel ser det ut til at industrien setter en naturlig minimumspris. Denne prisen ser ut til å bli satt av den regionen som har høyest priser på naturgass.

Når etterspørselen er høy er markedet etterspørselsdrevet. Prisene vil i disse periodene typisk ligge over minimumsprisene i de regionene med høyest pris på innsatsfaktorer, dvs. naturgass. Slik sett er prisene på gjødsel sykliske på samme måte som med andre råvarer. Det er typisk at det i perioder med høy etterspørsel og tilhørende gode priser, produseres for mye samt at produksjonskapasiteten utvides. Når så markedet snur vil det være for mye gjødsel på markedet. Dette vil igjen gjøre at kapasitet legges ned og produksjonen reduseres.

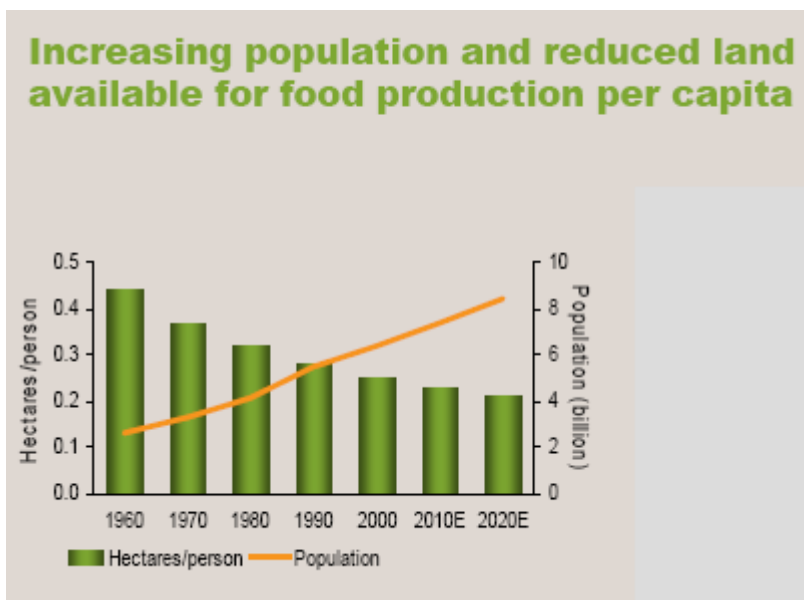
Etterspørselsdrivere

Som nevnt tidligere er etterspørselskurven etter gjødsel relativt uelastisk for endringer i prisen. Landbruksprodusenter og bønder vil ikke slutte å etterspørre gjødsel da det gir en stor meravkastning sammenlignet med hva det koster. På den annen side må landbruksprodusentene ha noen å selge sine produkter til. Hovedsakelig er derfor

etterspørselen etter gjødsel drevet av etterspørselen etter mat. Etterspørselen etter mat og matvarerelaterte produkter har over lang tid steget og er drevet av tre faktorer;

- 1 – Befolkningsvekst
- 2 – Økonomisk vekst
- 3 – Behov for biodrivstoff

Verdensbefolkningen har vært sterkt økende over lang tid og er forventet å øke kraftig de neste tiårene. I 2008 var det ca 6,7 milliarder mennesker i verden. Det er forventet at dette antallet vil vokse til ca 8,5 milliarder innen 2020. Samtidig som man ser en massiv befolkningsvekst, ser man også en nedgang i tilgangen på dyrkbart areal per person. Videre er det også slik at man, med noen få unntak, ser begrensede muligheter til å øke det dyrkbare arealet. Av figuren nedenfor ser vi denne utviklingen. Grafen viser populasjonsutviklingen, mens søylene viser tilgjengelig dyrkbar jord per person.



Kilde: Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.

Figur 4.5: Tilgjengelig dyrkbar jord per person

Den andre driveren er økonomisk vekst og den økte levestandarden den medfører. En økt levestandard medfører en endret diet. Man vil få en mer proteinrik diet, dvs. en diet bestående av mer kjøtt. En større etterspørsel etter kjøtt medfører igjen økt etterspørsel etter dyrefor, som i praksis er korn. For å produsere et kilo fjærkre trengs det 2 kilo for, for å produsere 1 kg svin trengs det 4 kg for og for å produsere 1 kg storfe trengs det 7 kg for. Altså vil etterspørselen etter korn øke betraktelig.

En økning av levestandarden vil også føre til en økt etterspørsel etter landbruksvarer med høy verdi. Forskjellen her er at disse er ikke kan produseres like effektivt som for eksempel korn. Frukt og grønnsaker har typisk eksempler på dette

Den tredje driveren er etterspørsel etter biodrivstoff. For å produsere biodrivstoff er det nødvendig med biologiske innsatsfaktorer. Eksempler på biologiske innsatsfaktorer som blir brukt kan være raps, soya og sukker. For å produsere disse effektivt er det nødvendig med tilførsel av gjødsel. Produksjonen av biodrivstoff har økt betraktelig siden 2005. Den høye oljeprisen man har sett må ta mye av skylden for dette. I fremtiden vil man sannsynligvis se et økt fokus mot alternative energikilder til olje. Biodrivstoff er et alternativ og det forventes en økning i etterspørselen fremtiden.

Tilbudsdrivere

Naturgass, andre gasser som propan og/eller olje er den viktigste innsatsfaktoren for produksjon av all nitrogengjødsel. Det er dog vanligst å bruke naturgass. Naturgass utgjør normalt mellom 70 – 90 prosent av de totale produksjonskostnader ved fremstilling av ammoniakk. Til forskjell fra olje mangler gass fysiske egenskaper som gjør den lett å transportere og lagre. Handelen med gass foregår i dag mer etter lange salgskontrakter enn ved børs-handels som ved olje. Likevel kan det se ut som utviklingen går mot at man etter hvert i større grad vil kunne handle gass på børs på lik linje med olje. Handel av gass foregår allerede på børs for eksempel i USA. Det er likevel slik at det i dagens globale marked kan oppleve forskjeller i pris på gass i forskjellige regionale markeder.

Det finnes metoder som gjør det effektivt å frakte gass. Det er mulig å kjøle den ned å gjøre den flytende. I en slik tilstand vil gassens volum reduseres 600 ganger. Gassens fraktes så i skip. Denne metoden benyttes kun dersom det er snakk om frakt over store distanser. Denne

metoden ble tatt i bruk allerede på 60-tallet. En slik frakt av gass betyr imidlertid at man får et frakttillegg i prisen. Dette gjør at det i perioder med lav gasspris er mindre lønnsomt eller rett og slett ulønnsomt med slikt å kjøpe slik gass. En slik transport av gass foregår i svært store volum og for en gjødselprodusent vil ikke slikt gasskjøp være aktuelt. Derfor vil man i praksis oppleve at noen gjødselprodusenter har tilgang på billigere gass enn andre. Alt etter hvilken beliggenhet produksjonsanleggene har.

Utviklingen går i den retning at skipsfrakt av gass blir mer og mer vanlig. Historisk sett er regionene med høyest pris på naturgass Europa og USA (Energy Charter Secretariat, 2007).

4.3.2 Pris på gjødsel

Når markedet for gjødsel er drevet av tilbudssiden, vil man ha overskuddskapasitet i produksjonen. Prisen på gjødsel bestemmes da av den marginale produsentens produksjonskostnader. Som nevnt er den viktigste produksjonskostnaden gass, ergo vil prisen på gjødsel i et tilbudsrevet marked svinge med gassprisene.

Når markedet er etterspørselsdrevet vil all produksjonskapasitet fullt ut være utnyttet. Gjødselprisene vil da stige over de marginale produsentenes produksjonskostnader til markedet igjen er i balanse. Hvor høy prisen da vil bli avhenger av hvor sterk etterspørselen er (Yara årsrapport 2007).

Markedet for gjødsel har vært gjennom en lang periode med høy volatilitet. Etter en periode med sterk etterspørselsdrevet vekst, som startet i begynnelsen av 2008, har markedet nå roet seg ned. Et sterkt inflasjonspress kombinert med en sterk reduksjon i olje og gasspriser rundt midten av 2008, førte til en sterk tilbakegang i markedet. Bønder utsatte kjøp av gjødsel grunnet forventninger om videre reduksjon av priser og trangere økonomiske tider. Dagens situasjon med nedgangskonjunktur og finanskriser har satt dempet forventning på de kortsiktige markedsforventningene.

5. Strategisk analyse

5.1 Innledning strategisk analyse

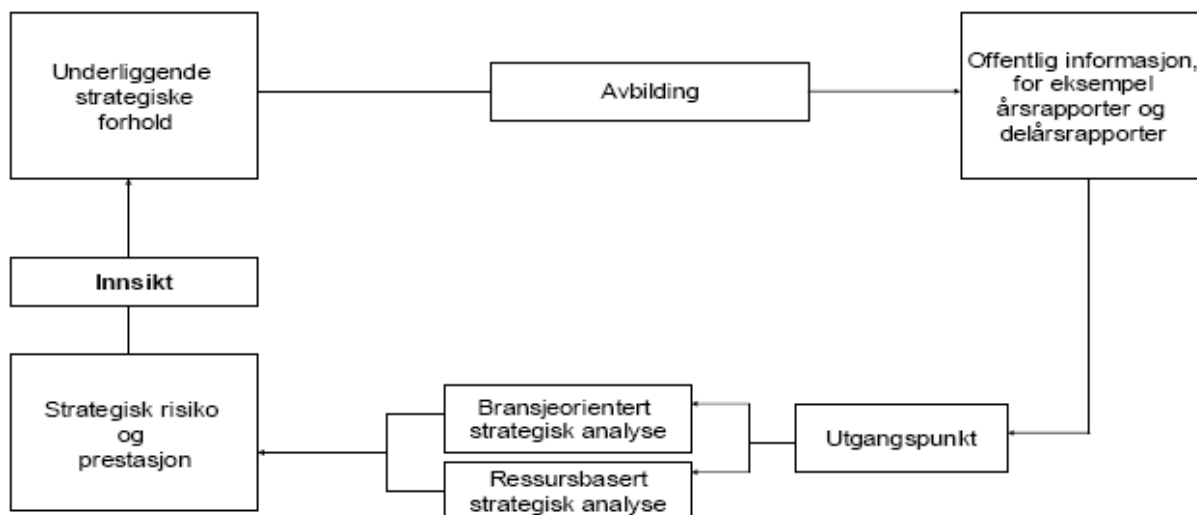
Den strategiske analysen vil sammen med diskusjonen og analysen av de historiske regnskapstallene utgjøre grunnlaget for min prognose. Før jeg går nærmere inn på hvordan jeg har tenkt å utføre den strategiske analysen, ønsker jeg utdype noen sentrale begreper. Jeg ønsker først å komme med en definisjon på hva en strategi og strategisk posisjonering er;

"En strategi er et mønster eller en plan som integreres i en organisasjons overordnede mål, politikk og hendelsesforløp som en helhet. En velformulert strategi hjelper til med å rettlede og allokere en bedrifts ressurser i en unik posisjon, basert på bedriftens interne kompetanse, antatte endringer i omgivelsene og konkurrentenes bevegelser."
(Roos en al, 1996).

Videre vil en god strategi hjelpe en virksomhet til å posisjonere seg slik at man oppnår en strategisk fordel eller et konkurransefortrinn, dvs. at man oppnår en rentabilitet som er høyere en krevd rentabilitet. Med krevd rentabilitet menes den rentabilitet som er vanlig eller gjennomsnittlig for bransjen man opptrer i. En slik strategisk fordel kalles også en superrentabilitet.

5.2 Rammeverket ved strategisk analyse

I en fundamental verdsettelse vil en strategisk analyse kunne gi innsikt og informasjon som igjen brukes når man skal utarbeide prognosen. Målet med den strategiske analysen er å kartlegge Yaras strategiske posisjon i forhold til deres konkurranseforhold. Altså om Yaras strategiske posisjon gir Yara et grunnlag for en strategisk fordel og i hvilken grad denne er sterk og vil være varig. Dette vil gjøres med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon. Nedenunder er det strategiske rammeverket som brukes i denne oppgaven skissert.



Kilde: Knivsflå 2007

Figur 5.1: Rammeverkt strategisk analyse

Ved bruk av rammeverket blir offentlig informasjon brukt til å vurdere selskapet ut i fra to perspektiver. Det første perspektivet er en bransjeorientert analysedel mens den andre består av en men analyse av selskapets tilgjengelige ressurser. Resultatene fra analysene gir så et grunnlag for å vurdere hvilken strategisk posisjon selskapets står ovenfor.

I min oppgave vil jeg i den bransjeorienterte analysedelen benytte meg av to verktøy. Jeg vil benytte av Porters Five Forces og PESTE analyse for den eksterne bransjeorienterte analysen. For den ressursbaserte analysen vil jeg benytte meg av SVIMA – ressursanalyse. Jeg vil så oppsummere den strategiske analysen og komme med min vurdering om hvorvidt Yaras strategiske posisjon gir dem grunnlag for strategisk fordel.

5.3 SVIMA - analyse

Et kjennetegn ved bedrifter som er mer lønnsomme enn gjennomsnittet i sin bransje, er at de har spesielt verdifulle ressurser som ikke så lett lar seg kopiere av konkurrenter. Disse spesielle verdifulle ressursene vil da gi grunnlag for superrentabilitet

En ressurs kan defineres som:

”Ressurser er beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedrifters evne til å iverksette produktmarkedsstrategier” (Jakobsen og Lien, 2001).

Generelt kan man si at verdier kan skapes gjennom tre strategier, disse er;

- Lavere kostnader og likeverdige produkter
- Bedre produkter og moderate kostnader
- Lavere kostnader og bedre produkter

Det kan se ut som strategien til Yara først og fremst er å produsere til lavest kostnad. Jeg har allikevel inntrykk av at Yara satser på å viderebygge merkevaren og logoen deres vikingskipet.

Jeg vil i dette kapittel analysere Yaras ressurser og se om det er grunnlag for at de kan ha en slik superrentabilitet. Dette ønsker jeg å gjøre ved hjelp av en SVIMA - analyse.

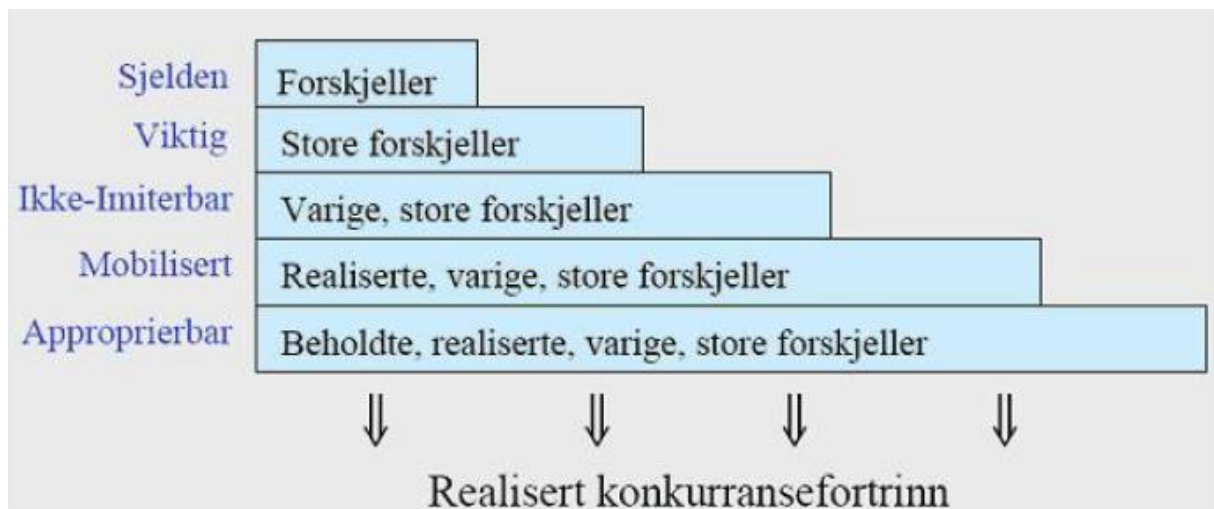
I en SVIMA – analyse vurderer man viktige ressurser etter fem betingelser. Jo flere av disse betingelsene en ressurs har, jo større sannsynlighet er det at en ressurs kan være grunnlag for superrentabilitet. De fem betingelsene er:

- Sjelden
- Viktig
- Ikke imiterbar
- Mobiliserbar
- Appropriert

Kilde: Stensaker & Ims, 2005

At en ressurs er sjelden betyr konkurrentene ikke har den/de samme ressursene i samme grad. For at en ressurs skal være viktig må ressursen bety en forskjell enten på inntekt eller på kostnadssiden. En ikke imiterbar ressurs vil si at ressursen ikke kan kopieres av konkurrentene eller erstattes på noen annen måte. At en ressurs er mobiliserbar betyr den kan lett kan omsettes til økonomiske verdier. At en ressurs er appropriert betyr at den verdi ressursen generer, føres tilbake til selskapet og ikke til andre ledd i verdikjeden.

Nedenfor er denne sammenhengen skissert i en verditrapp.



Kilde (Jakobsen og Lien, 2001)

Figur 5.2: Verditrappen

I en Svima – analyse vil man etter å ha analysert en ressurs gi den en gradering ettersom hvor mange av kravene ressursene oppfyller. Graderingene er vist i tabellen nedenfor sammen med de ulike kravene.

Tabell 5.1: Graderinger SVIMA - analyse

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobiliserbar	Appropriierbar	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt varig fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Varig, ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig, beholdt fortrinn

Kilde (Jakobsen og Lien 2001)

I min analyse har jeg valgt å kategorisere ressursene inn i følgende fire kategorier; Finansielle ressurser, fysiske ressurser og menneskelige ressurser og organisatoriske ressurser.

5.3.1 Finansielle ressurser

Under kategorien finansielle ressurser kommer faktorer som investeringer, aksjekapital, lån og økonomisk soliditet. Det kan se ut som den økonomiske situasjonen i Yara er god. Før analyseperioden har Yara vært gjennom betydelige restruktureringer. De har også gjort flere betydelige investeringer som er relatert til Yaras vekststrategi. Selskapet ser ut for meg å være svært solid. Det har levert sterke resultater i en årrekke og hatt et fornuftig veksttempo. Det virker ikke som Yara har hatt noen problemer med å skaffe seg nødvendig kapital enten gjennom lånefinansiering eller utstedelse av aksjer. Yaras finansielle ressurser er viktige, de er ikke sjeldne, kapital kan imiteres, den er mobiliserbar og finansielle ressurser kan definitivt eies. Konklusjonen blir her paritet.

5.3.2 Fysiske ressurser

Fysiske ressurser er i stor grad selskapets eiendeler. Dette kan være råvarer, produksjonsanlegg, infrastruktur og logistikk. Yara har valgt å legge sine enheter etter geografisk lokalisering. De fleste av Yaras produksjonsanlegg er lokalisert i Europa, mens nye vekstanlegg og nysatsninger legges til områder med billig innsatsfaktorer, dvs. i hovedsak naturgass. Likeledes er Yaras salgs- og distribusjonsnettverk plassert strategisk til i nærheten av nøkkelmarkeder. Salgs- og markedsføringsnettverket til Yara består av kontraktsfestet shippingkapasitet, lagerbygninger, blandingsanlegg og pakkeanlegg. Slik jeg ser det er disse ressursene viktige for Yara. At et produksjonsanlegg er sjeldent vil jeg ikke si. Det er heller sjeldent i bransjen at et selskap har en slik omfattende geografisk dekning og lokalisering av sine enheter. Det er definitivt viktig da det omfatter mesteparten av Yaras kjernevirksomhet. På sikt mener jeg derimot at denne ressursen er lett å imitere. Det vil ta noe tid for konkurrentene å bygge opp et slikt produksjons-, salgs- og distribusjonsnettverk som Yara har. Jeg vil også si at Yara er i stand til å skape økonomiske verdier ved hjelp av sine fysiske ressurser. Slik at disse ressursene er mobiliserbare. Likelieds vil jeg også si at den disse føres tilbake til Yara og dermed er approprierbare. Konklusjonen her blir at Yaras fysiske ressurser utgjør et midlertidig konkurransefortrinn.

5.3.3 Menneskelige ressurser

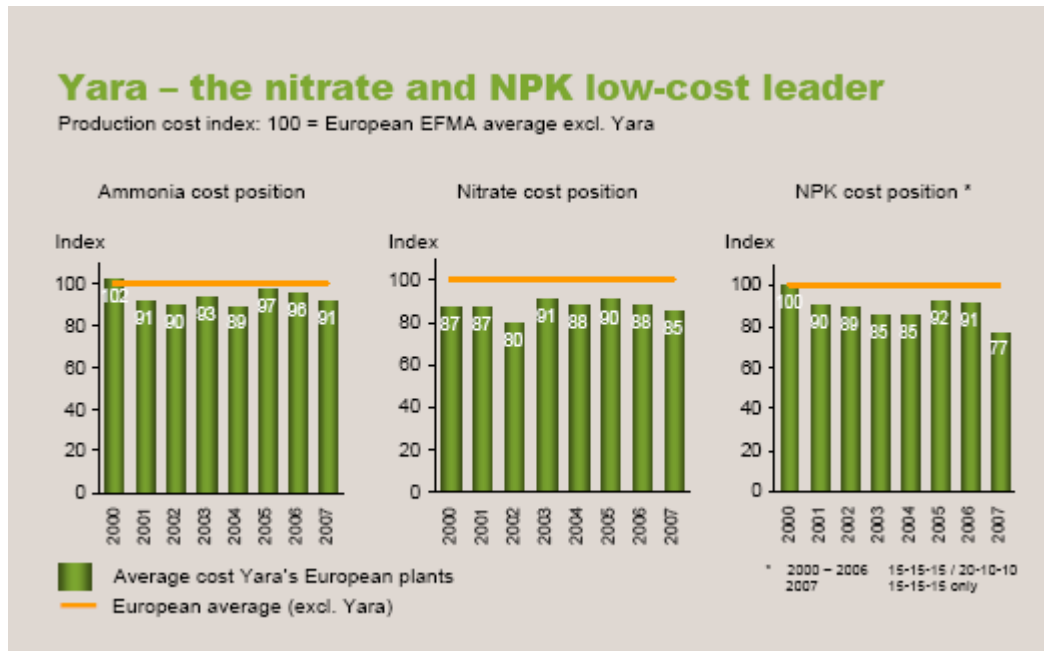
Menneskelige ressurser er erfaring, spesialkompetanse innenfor ulike felt og grad av tilfredshet hos medarbeidere. Gjennom over 100 år i gjødselindustrien er det naturlig å tro at Yara har skaffet seg kunnskap, erfaringer og dyktige medarbeidere som er i stand til å omsette dette til verdiskapning for Yara. På den annen side er det ingen grunn til å tro at konkurrentene ikke har tilsvarende. For meg vil det derfor være naturlig å vurdere i hvilken grad konkurrentene innehar like god kompetanse/erfaring som Yara. Yara er det eneste globale gjødselselskapet. Dette innebærer at Yaras medarbeidere har erfaring/kompetanse med å lede et globalt gjødselselskap. For meg kan det virke som om Yara også satser på å utvikle medarbeidernes globale kompetanse. Yara har blant annet et eget lederutviklingsprogram som spesielt satser på å utvikle forståelsen for den globale gjødselindustrien. Jeg vil absolutt si at medarbeiderne er en viktig ressurs. Om medarbeiderne er en sjelden ressurs i bransjen avhenger hva slags ressurs medarbeiderne hos konkurrentene utgjør. At Yaras medarbeidere på nåværende tidspunkt er i besittelse av en unik kompetanse og at de menneskelige ressursene til Yara derfor er sjeldne er derfor ikke umulig. Denne ressursen vil likevel være mulig å imitere. Dette kan for eksempel skje ved at Yara mister sine ansatte til konkurrenter. En annen mulighet er også at konkurrentene finner egnede medarbeidere i arbeidsmarkedet. Jeg vil allikevel tro at det vil ta konkurrentene noe tid å ansette/utvikle en tilsvarende arbeidsstokk. Og dersom vil forutsetter at Yaras menneskelige ressursene både er mobiliserbare og approprierbare vil jeg her konkludere med at Yara har et midlertidig konkurransefortrinn.

5.3.4 Organisatoriske ressurser

Organisatoriske ressurser kan være merkenavn og rykte, organisasjonskultur og relasjoner til andre aktører/ledd i bransjen. Yara er markedsleder innenfor produksjon av ammoniakk, nitrater, NKP og spesialgjødsel. De har over hundre års erfaring og kjenner bransjen svært godt. De har også utviklet en kjent merkevare og logen til Yara (som de overtok etter fisjonen fra Hydro) står sterkt i gjødselindustrien. Yara har også vært ledende i industrien innenfor forskning og utvikling. Dette har ført til at Yara gjort flere effektiviserende tiltak relatert til produksjonen samt strategiske tilpassninger.

Yara over tid vist seg å være mer effektive på sine europeiske produksjonsanlegg enn sine konkurrenter. De kan for eksempel vise til over lengre tid ha lavere kostnader under

produksjonen av ammoniakk, nitrater og NKP-gjødsel enn sine konkurrenter. I figuren nedenfor viser søylene Yaras produksjonskostnader målt mot et snitt i bransjen som er vist ved 100 som en horisontal linje.



Kilde: Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.

Figur 5.3: Yaras produksjonskostnader mot bransjesnitt

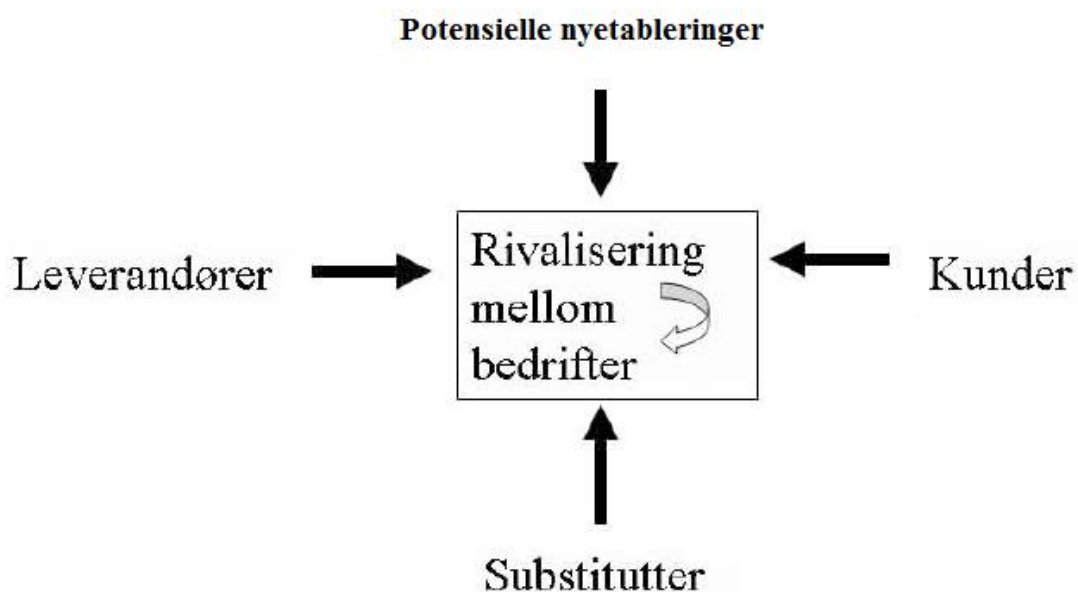
Dette tyder på at Yara her har et konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter. I hvert fall ovenfor sine europeiske konkurrenter. I følge Yara skyldes dette at Yara er blant de største aktørene på markedet og derfor kan nyte godt av stordriftsfordeler som bidrar til å senke kostnadene i produksjonen. Yara har også utviklet et salgs- og markedsføringsnettverk som tilbyr kundeservice og agronomisk støtte. Yara fokuserer på å dele kunnskap og å samarbeide med flere ledd i verdikjeden. Dette innebærer også at Yara har inngått samarbeidsavtaler med konkurrenter for på den måten å kontrollere/være representert i en større del av markedet. Yaras bruk av samarbeid og samarbeidsselskaper er også mer utbredt utenfor Europa.

Samlet sett vil storskalafordelene gi Yara et konkurransefortrinn i produksjonen av ammoniakk. Råvarer som fosfor og kalsium vil Yara delvis få billigere enn sine konkurrenter pga kjøp av store kvantum, men også pga av sitt godt utviklede salgs- og markedsføringsnettverk.

Slik jeg ser det er Yaras organisatoriske ressurser en sjelden ressurs i gjødselindustrien. Den er sannsynligvis viktig da den trolig utgjør en stor kostnadsreduksjon for Yara. Dermed vil denne ressursen også være mobiliserbare og approprierbare. Likevel vil denne ressursen etter min mening være imiterbar. Å imitere denne ressursen vil sannsynligvis kreve mye tid og ressurser fra konkurrentene. Men der samtidig viktig å huske at mange av Yaras konkurrenter er deler av store virksomheter som har tilgang på mye kapital og ressurser. Dersom de ønsker å satse hardt på gjødsel vil det trolig gå fortere for dem å ta Yara igjen. Min konklusjon blir likevel at Yaras organisatoriske ressurser gir Yara et midlertidig konkurransefortrinn.

5.4 Porters Five Forces

Porters Five Forces er en modell som brukes til å analysere en bestemt bransje. Den tar utgangspunkt i å se hvordan fem eksterne markedskrefter påvirker bransjen. Resultatene av en Five Forces analyse vil kunne si noe om hvilken/hvilke aktører som har makt i bransjen. Den vil også si noe om konkurranseintensiteten og dermed igjen si noe om hvor attraktiv bransjen er. Desto sterkere disse kreftene er, jo vanskeligere er det å skape god lønnsomhet. De fem markedskreftene som analyseres vil være; risikoen for at nye aktører etablerer seg i bransjen, leverandørenes grad av forhandlingsmakt, faren for substitutter, kundenes grad av forhandlingsmakt og den interne rivaliseringen bedriftene i bransjen imellom. I figuren nedenfor er disse og deres sammenheng skissert.



Kilde: Porter, 1987

Figur 5.4: Five Forces

5.4.1 Potensielle nyetableringer

I hvilken grad en bransje er attraktiv for nykommere avhenger av flere faktorer. Generelt kan man si at trusselen fra potensielle nyetableringer er avhengig av produktet er differensiert, hvor store etablerings- og exitkostnadene er, hvor komplisert nødvendig teknologi er og om tilgangen på nødvendige råvarer er god.

I gjødselindustrien er produksjonsteknologien ikke basert på hemmelige resepter. Den er snarere relativt kjent. Mineralgjødsel er også et lite differensiert produkt, dvs. det er lite som skiller Yaras mineralgjødsel fra konkurrentenes. Som vi har vært inne på er den viktigste innsatsfaktoren i gjødselindustrien naturgass. Tilgang på billig naturgass er derfor en den viktigste inngangsbarrieren for potensielle nyetableringer. Bransjen er også relativt kapitalintensiv. Det kreves for eksempel en god del kapital for å bygge/kjøre et produksjonsanlegg for ammoniakk. For å bli en betydelig aktør må det også mer enn et anlegg til. Dette mener jeg gjør at bransjen har relativ høye inngangsbarrierer. Den høye veksten bransjen har opplevd de siste årene, med tilhørende god marginer tilsier likevel at det kan komme nye gjødselprodusenter.

5.4.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

En leverandørs forhandlingsmakt i en bransje bestemmes av faktorer som hvor store byttekostnader leverandørene har, integreringsmuligheter bakover/fremover i verdikjeden, hvor stort volum leverandøren selger i forhold til totalomsetning og om det finnes eventuelle substitutter til leverandørens produkt.

Naturgass utgjør den viktigste innsatsfaktoren under produksjonen av ammoniakk. Dette gir i utgangspunktet leverandørene av naturgass forhandlingsmakt. Denne makten er dog noe begrenset siden naturgass på den annen side er et udifferensiert produkt.

Yara har på sin side fokusert på få og store nasjonale leverandører, med langsiktige avtaler. For eksempel har Yara en gassavtale i Qatar med løpetid på 25 år. Dette gjør at har muligheten til en hvis grad av forutsigbarhet.

Videre er det også slik at Yaras ville har store byttekostnader på sine anlegg, noe som igjen skulle tale for at leverandørene får forhandlingsmakt. På den annen side vil slike anlegg kunne bidra til stort til regioner med arbeidsplasser og økt verdiskapning. Dette kan tyde på at partene her har gjensidige interesser noe som vil kunne nøytralisere noe av denne markedsmakten.

Yara kjøper fosfor og kalium av noen få leverandører. Yara inngår vanligvis kontrakter med faste priser med en løpetid over et år av gangen. Markedet for fosfor og kalium har færre aktører, slikt at disse slik sett har relativt stor markedsmakt. Yara på sin side er en betydelig global aktør. Ved å velge mindre leverandører kan Yara redusere noe av markedsmakten til leverandørene.

5.4.3 Kundenes forhandlingsmakt

I en Five Forces analyse kan kundenes forhandlingsmakt generelt bestemmes av faktorer som kundenes byttekostnader, deres evne til å integrere bakover i verdikjeden, substituttmuligheter, produktets viktighet og dets innkjøpsvolum.

Produksjonskostnadene på gjødsel bestemmes hovedsakelig av naturgass som utgjør den største innstatsfaktoren. Prisene på gjødsel svinger dermed med prisene på naturgass. Kundene til Yara er i hovedsak nasjonale/internasjonale distributører, kooperativer og bønder. Kundene til Yara er mange i antall og ingen av disse står alene for noen stor del av salget. Kundene vil ha en lav byttekostnad siden gjødsel er en lite differensiert produkt. Yara har gjennom Nedstrømsegmentet etablert et sterkt salgs og distribusjonsnettverk. De satser også på å utvikle et tett samarbeid med sine kunder. En slik fysisk tilstedeværelse hos kunden vil kunne føre til at kunden føler en tilhørighet hos Yara. Dette vil kunne gjøre at terskelen for å bytte leverandør bli større.

Gjødsel er udifferensierte produkter og de byttekostnadene må anses som relativt små. Dette er faktorer som taler mot at kundene øker sin forhandlingsmakt. Yara har med sitt varemerke og vikinglogo gjort sitt beste for å påvirke dette noe. De kostbare inngangsbarrierene gjør sitt til at relativ små kunder vil få problemer med integrasjon bakover i verdikjeden.

5.4.4 Substitutter

Substitutter er produkter/tjenester som tilfredsstiller det samme eller lignende behov hos en kunde. Dette betyr at produktet/tjenesten vil fungere som en erstatning for bransjens egne produkter/tjenester. For mineralgjødselindustrien vil dette være produkter som har en positiv påvirkning på planters vekst. Yara har sin kjernevirksomhet rundt produksjon av nitrogenbasert mineralgjødsel. De markedsfører også en del fosfor- og kaliumgjødsel for andre produsenter. I gjødselindustrien er det slik at en type basisgjødsel for eksempel urea, vil kunne byttes ut, eller substitutter, med en annen gjødseltype som har større effekt, men til gjengjeld er mer kostbar. Yara er en global aktør og produserer, markedsfører og distribuerer flere typer spesialgjødsel gjennom nedstrømsegmentet. Dette kan være med på å dempe trusselen fra substitutter.

Organisk gjødsel kan ikke produseres effektivt nok, sammenlignet med mineralgjødsel. Det gir heller ikke like god effekt på planters vekst som mineralgjødsel. Det vil muligens være et relevant substitutt i enkelte velstandsland der fokus på økologisk mat er stort. Men i den store sammenhengen anser jeg ikke organisk gjødsel som en trussel for Yara.

5.4.5 Rivalisering blant nåværende konkurrenter

Hvor sterk rivaliseringen i en bransje er påvirker mulighetene for at aktørene kan oppnå superprofitt. Generelt er det tre forhold som påvirker rivaliseringen innad i en bransje. Disse er; konkurransestructur, etterspørselsforhold og exitbarrierer (Hill & Jones 2004).

Nitrogengjødselindustrien er lite konsolidert, og det finnes et stort antall aktører over hele verden. Imidlertid er det slik at mange av gjødselprodusentene ikke har dette som sin eneste aktivitet. På samme måte som Yara var en del av Hydro før. Det faktum at industrien er avhengig av ulike råvarer og at det finnes store variasjoner i lokal etterspørsel gjør at industrien som helhet har utviklet en rekke undersektorer. Dette gjør i sum at mange av dagens gjødselprodusenter kun er aktive i enkelte nasjonale eller regionale markeder. Som jeg allerede har vært inne på er nitrogengjødselindustrien mindre konsolidert en fosforgjødsel- og kaliumgjødselindustrien, der det finnes færre, men større aktører. På tross av at nitrogengjødselindustrien er relativt fragmentert på global basis, virker det nå som utviklingen trekker mot en mer konsolidert industri også her. I Europa og Nord-Amerika har denne industrien de siste årene gjennomgått betydelige endringer. Tendensen her, er at man nå ser større, men færre aktører. Dette fører dermed til at bransjens største aktører også nå befinner

seg i Europa og Nord-Amerika. I de senere årene har også Yara vært med på å styre denne utviklingen gjennom oppkjøp av betydelige aktører her. Det kan nevnes Keimira GrowHow i Finland 2007 og Sakferco i Canada 2008. Markedet er også i en mer moden fase i Europa og Nord-Amerika, og veksten er ikke så stor som for eksempel i Latin-Amerika og Asia.

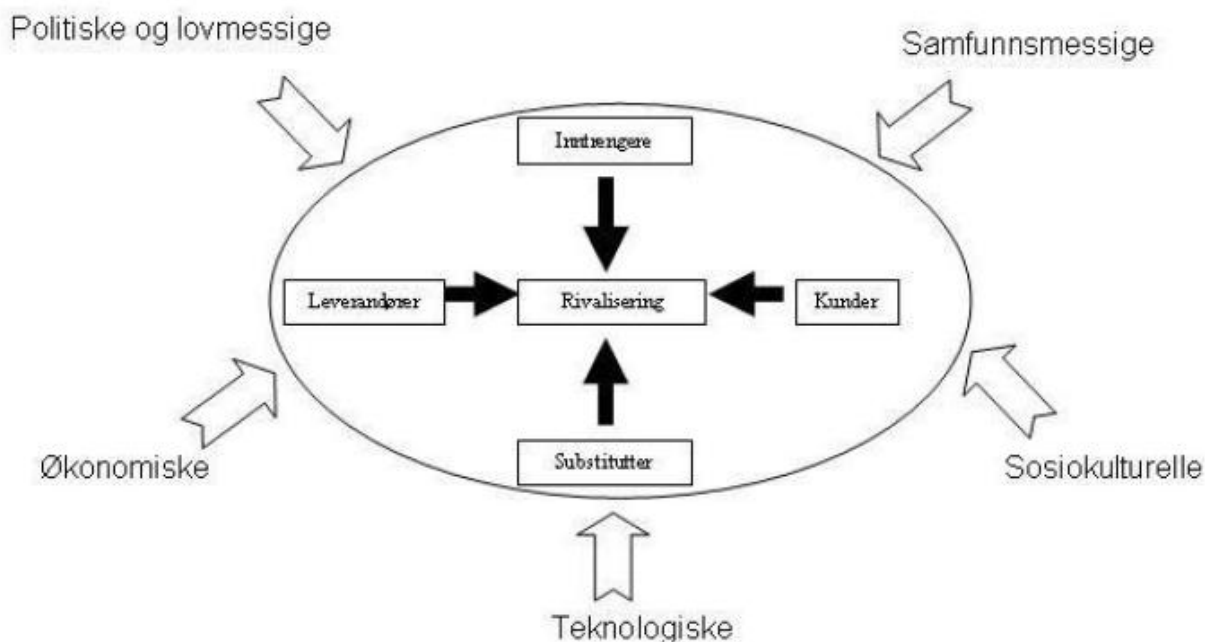
5.5 PESTE – En makroanalyse

Makroøkonomiske forhold har sterk innvirkning på et selskaps konkurransesituasjon.

Endringer i de makroøkonomiske omgivelsene kan få like store, om ikke større, konsekvenser for konkurranseklima som strategiske endringer i et selskap. Det vil derfor være svært viktig å analysere makroforhold. For å analysere disse forholdene har jeg valgt å bruke en PESTE-analyse. Betegnelsen PESTE står for de fem forhold man bør analysere;

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

Tanken bak en slik analyse er å gå utenfor bransjemessige forhold og se på makroøkonomiske forhold som påvirker en bransje. Denne sammenhengen er illustrert i figuren nedenfor, der Five-Forces modellen (som er skissert innenfor sirkelen) blir utvidet.



Kilde: Hill & Jones 2004

Figur 5.5: PESTE – modellen

5.5.1 Politiske og lovmessige forhold

Endringer påvirket av lover og politiske forhold kan påvirke og ha store konsekvenser for en bransje. Forskjellige land/regioner har ulike lover og regler som i større eller mindre grad øker/minker en bedrifts muligheter til å tjene penger. Ulike skattekrav og kostnadsnivå i et land er eksempler på dette. Politisk ustabilitet kan også få store konsekvenser.

Nasjonal og regional landbrukspolitikk samt industriell politikk og handelspolitikk vil påvirke gjødselindustrien. Subsidier, reguleringer, antidumping og importbegrensinger vil påvirke etterspørselen etter landbruksprodukter som igjen vil påvirke etterspørselen etter gjødsel. Man ser også et økt globalt politisk fokus på disse forholdene. I 2008 fikk landbrukssektoren og matvareproduksjonen stor politisk oppmerksomhet. Sterk stigning i matvareprisene og matsikkerhet sto meget høy på den politiske agendaen første halvdel av 2008. Det ble blant annet etter en konferanse holdt av FAO (FNs organisasjon for ernæring og landbruk), besluttet å øke investeringer til landbruksindustri for å håndtere den økende etterspørselen etter mat.

Miljøpåvirkninger får også stadig strengere reguleringer. I den senere tid er det spesielt global oppvarming med økt fokus på å redusere CO₂ og andre klimagasser som har vært aktuelt. I 2008 vedtok for eksempel Eurorådet en klimapakke som skal fremme fornybar energi og bekjempe klimaendringer. Gjødselindustrien er ansvarlig for utslipp i flere ledd av verdikjeden. Primært under produksjon av gjødsel, men også under transport. Fremtidige begrensninger eller økte kostnader i form av kvoter på utslipp vil kunne føre til redusert lønnsomhet for gjødselindustrien. I følge Yaras årsrapport 2008, har Yara gjennom tid vist seg å kunne produsere mer effektivt enn konkurrentene og har også satset hardt på å redusere sine utslipp.

Jeg har også tidligere vært inne på den rekordsterke oljeprisen og økt fokus på biodrivstoff. For eventuell repetisjon henviser jeg leseren til kapittel 4.3.1.

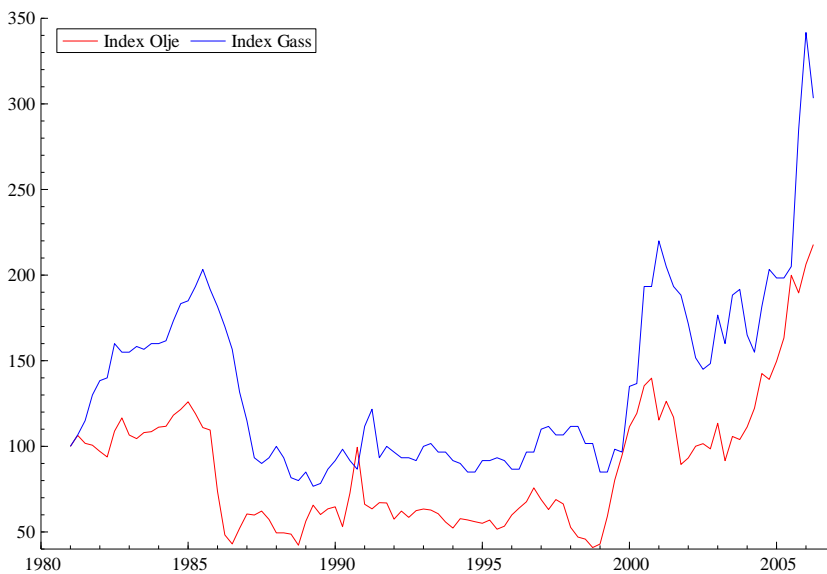
5.5.2 Økonomiske forhold

Etter mange år med sterk vekst går verdensøkonomien den siste halvdel av 2008 i en konjunkturedgang. Verdens BNP-vekst vil ifølge IMF's prognoser falle fra 5 % i 2007 til 3,7 % i 2008 og 2,2 % i 2009. BNP-veksten er deretter ventet å stige gradvis i 2010 (International Monetary Fund, 2009).

Utviklingen av økonomien påvirker hvordan renter, valutakurser, inflasjon og prisen på råvarer utvikler seg. Jeg føler selv at det vil bli for omfattende for denne oppaven å gå inn på disse forholdene her. Jeg kommer derfor til å kommentere noen av disse faktorene svært overfladisk og pensle det inn mot hvordan utviklingen av disse størrelsene påvirker gjødselindustrien. Tidligere i oppgaven har jeg allerede forklart hvordan økonomisk vekst og velstand fører til økt etterspørsel etter gjødsel, da etterspørselen etter kjøtt og avling med høy verdi øker.

Prisen på olje har etter å ha nådd rekordnivåer i 2008 falt fra en topp på 140US\$ per fat falt betydelig. I skrivende stund (april 2009) er oljeprisen rundt 50 US\$ per fat. Olje står for ca 80 % av verdens energi produksjon og har dermed en meget stor innvirkning på den økonomiske utviklingen generelt. Videre er det slik at prisene på naturgass i er meget sterkt korrelert med oljeprisen. Dog kan det nevnes at det ser ut som prisen på gass har et etterslep. Hovedårsaken til dette er at gassen stort sett selges gjennom langsiktige kontrakter som er justeres mot

oljeprisen det siste halvåret. Gass er som nevnt den viktigste innsatsfaktoren i produksjonen av nitrogengjødsel. Grafen nedenfor viser hvordan pris på gass følger olje.



Kilde: IEA, 2009

Figur 5.6: Historisk prisutvikling olje og gass

Oljeprisen er også viktig for Yara av andre grunner. Yara er svært utsatt mot endringer i dollarkursen. Det meste handles i dollar både på inntektssiden og kostnadssiden. Dette betyr at en sterk kronekurs mot dollar gir dårligere resultat. Kronekursen er også sterkt påvirket av oljeprisen slik at en høy oljepris fordrer en sterk krone noe som er negativt for Yara.

Finanskrisen

Finanskrisen har hatt stor innvirkning på verdensøkonomien. Den har også fått konsekvenser for gjødselindustrien. Finanskrisen har ført til stor ustabilitet i priser og etterspørselen etter landbruksprodukter. Dette fører til at det er risikabelt for bønder å gjøre produksjonsinvesteringer, inkludert gjødsel. Tendensen er at bønder i større grad ønsker å se an situasjonen og utsetter derfor kjøp av gjødsel. Mange bønder opplever også den raske styrkingen av dollar som en stor ekstrakostnad noe som bidrar til at bøndene utsetter investeringer.

Som en konsekvens av finanskrisen er det også ventet at bønder i enkelte land vil få problemer med å få tilgang på kreditt som muliggjør landbruksdrift, deriblant kjøp av gjødsel. Dette vil spesielt ramme etterspørselen etter gjødseltyper med kalium og fosfor siden dette er næringsstoffer bønder ikke trenger å tilføre hvert år. Naturlig nok vil etterspørselen etter nitrogengjødsel ikke rammes like hardt da dette er et næringsstoff som må tilsettes hvert år.

En lavere oljepris reduserer etterspørselen etter gjødsel som brukes til å avle råmateriale til biodrivstoff.

5.5 3 Sosiokulturelle og Samfunnsmessige forhold

Med sosiokulturelle forhold menes her faktorer som gjelder sluttbrukerne, dvs. konsumentene av landbruksproduktene. Dette kan være hvordan de velger å bruke sin inntekt, demografi, livsstilsendringer, utdanning, trender/mote og boforhold.

Det vil alltid være slik at noen er i mot mat produsert av mineralgjødsel. Slik at de heller vil foretrekke et biologisk alternativ. Men dette gjelder nok en svært liten andel av konsumentene. Likeledes kan det tenkes at forskjellige livsstilshyper vil endre hvordan folk spiser på kort sikt. Dette er dog noe som i liten grad vil påvirke etterspørselen etter gjødsel globalt.

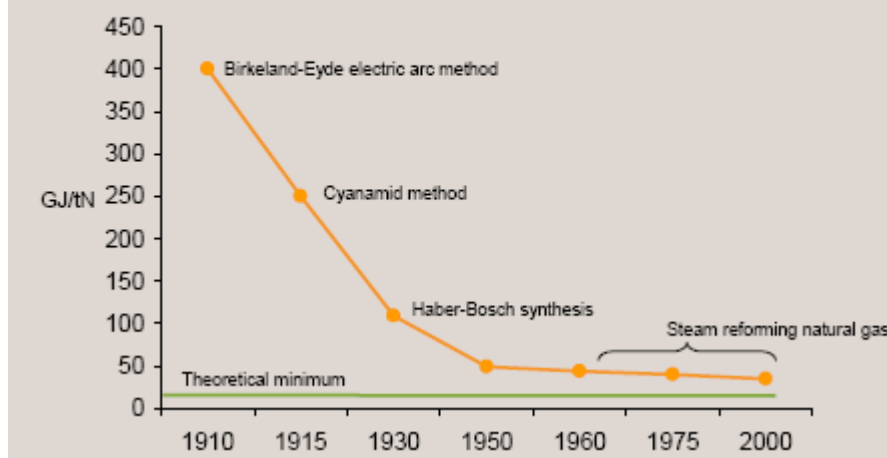
Klimakvoter og miljødebatt kan også endre folks holdninger. Dette er omtalt under avsnittet om politiske og lovmessige forhold.

Nedgangskonjunkturen og finanskrisen vil også påvirke disse forholdene. Det kan være grunnlag for å tro at konsumentene vil forsøke å redusere sitt forbruk av kjøtt og høyverdis avlinger. Dette vil være et resultat av lavere kjøpekraft og/eller at konsumentenes forventninger om lavere fremtidig kjøpekraft.

5.5.4 Teknologiske forhold

Teknologiske faktorer for gjødselindustrien vil i hovedsak være i hvilken grad man klarer å utvikle effektiviteten i produksjonen samt redusere utslipp av klimagasser og annet avfall. Av figuren under ser vi at nitrogengjødselindustrien har utviklet seg hele tiden og nå nærmer seg det nivå der det i teorien ikke er mulig å være mer effektiv.

Nitrogen technology developments



Kilde: Yara Fertilizer Industry Handbook, 2008.

Figur 5.7: Teknologisk utvikling produksjonsprosses nitrogen

Det betyr jo ikke at det fortsatt er muligheter til å bli enda bedre. Dersom man skulle utvikle teknologi som gjør at produksjonen blir enda mer effektiv vil man sannsynligvis ha et midlertidig konkurransefortrinn. Det spørs om en slik forskningssatsing ikke vil være for kostbar. Da kan det heller tenkes at det er enda mer å hente på å redusere utslippet av klimagasser. I hvert fall dersom man skulle bli pålagt å kjøpe klimakvoter. Her har allerede Yara satset lenge. Gjennom mer en 10 år forsknings- og utvikling har Yara utviklet teknologi som reduserer utslippet av drivhusgasser med opptil 25 %. Yara har også satset på å selge CO₂ som er et biprodukt under produksjonen av gjødsel. denne selges blant annet til mineralvannsprodusenter, bryggereier og næringsmiddelindustri.

5.6 Oppsummering Strategisk analyse

I tabellen nedenfor har jeg oppsummert resultatene av min SVIMA – analyse. Det kan se ut som om Yara har flere midlertidige konkurransefortrinn. Jeg er skeptisk til at disse vil være varige på sikt.

Tabell 5.2: Oppsummering SVIMA - analyse

<i>Ressurs</i>	<i>Sjelden</i>	<i>Viktig</i>	<i>Ikke- lmiterbar</i>	<i>Mobiliserbar</i>	<i>Approprierbar</i>	<i>Utfall</i>
<i>Finansielle</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>paritet</i>
<i>Fysiske</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Ikke på kort sikt</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>midlertidig konkurransefortrinn</i>
<i>Menneskelige</i>	<i>Tja</i>	<i>Ja</i>	<i>Tja</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>midlertidig konkurransefortrinn</i>
<i>Organisatoriske</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>midlertidig konkurransefortrinn</i>

Yara har gjort tilpassninger som gjør at de nå er en global gjødselprodusent med fokus på kostnadslederskap. I min analyse har jeg kommet frem til at Yaras makt ovenfor bransjens øvrige aktører er delt. Med dette mener jeg at verken Yara eller de andre aktørene har tilstrekkelig makt til å presse marginene hos hverandre. Etter min mening skyldes dette først og fremst at Yaras produkter og innsatsfaktorene er lite differensierte. De er etter mitt syn å betrakte som råvarer. Gjødselprodukter har etter det jeg har oppfattet ingen trusler fra substitutter. Yaras fordeler slik jeg ser det er at de har utviklet organisatoriske fordeler med at de er tilstede i over hele markedet. Dermed kan de utnytte svingningene som oppstår lokalt.

Gjødselindustrien blir i stor grad påvirket av forhold rundt den. Forskjellig landbrukspolitikk og subsidier har gjort at enkelte aktører innen bransjen har hatt fordeler. Tendensen er derimot at man slik favoriseringspolitikk er på vei ut. Andre politiske tiltak som for eksempel miljølovgivningen setter også begrensninger for gjødselindustrien. Utviklingen i økonomiske størrelser er viktige for Yara. Spesielt viktig er det at hvordan dollarkursen utvikler seg. En sterk dollar er fordelaktig for Yara. Videre er en høy oljepris negativt da dette øker prisen på gass og stryker kronen mot dollar. Gjødselindustrien har eksistert lenge og den teknologiske utviklingen har kommet langt. Det er per dags dato begrensninger for hvor mye mer effektiv produksjonen kan gjøres. Likevel er det mye å gå på med tanke på miljømessig teknologisk utvikling. Jeg mener en slik satsning også kan føre til økt lønnsomhet og forbedret konkurransekraft dersom det blir pålagt avgifter på utslipp.

Fra min strategiske analyse vil jeg konkludere med at Yaras strategiske posisjon muligens gir dem en strategisk fordel på kort sikt. Jeg mener likevel at dette er noe konkurrentene kan ta igjen. I min prognose kommer jeg derfor ikke til å legge inn noen strategisk foredel, da verdsettelsen er gjort under forutsetning om evig drift.

6. Historiske trender i regnskap og nøkkeltall

I denne delen av oppgaven vil jeg foreta en analyse av regnskapet til Yara. Dette gjøres for å danne meg et bilde av selskapets historisk økonomiske tilstand. Innsikten fra regnskapsanalysen vil så, sammen med innsikten fra den strategiske analysen, være grunnlag for prognose av fremtidige kontantstrømmer som igjen er grunnlag for verdsettelsen.

I min oppgave vil jeg ta utgangspunkt i de offentlig tilgjengelige regnskapstallene. Dette vil i min oppgave være snakk om resultatregnskap samt balanse.

Når det gjelder analysenivå var jeg lenge i tvil om hvordan jeg ville gjøre det i min oppgave. Med analysenivå mener jeg her om selskapet skulle analyseres som helhet eller i deler. Jeg var lenge inne på å analysere selskapet etter segmentene oppstrøm, nedstrøm og industri. Min konklusjon var imidlertid at disse er gjensidig avhengig av hverandre og at verdsettelsen derfor måtte ta utgangspunkt i dette. Denne faktor, og det faktum at Yaras strategi dreier seg om eierskap/deleierskap av forskjellige selskaper innenfor gjødselindustrien har gjort at jeg har valgt å analysere Yara som helhet. Jeg har derfor valgt å ta utgangspunkt i Yaras konsoliderte resultatregnskap og balanse.

Jeg har valgt en analyseperiode over fem år. Det vil si tallene fra 2004 og fram til 2008. Ved valg av analyseperiode er det hovedsakelig to faktorer man bør ta hensyn til. Den første er om selskapet har hatt en stabil drift over tid. Dersom et selskap har hatt en stabil drift over tid, anbefales en lengre analyseperiode, dvs. 5 til 10 år. Hovedgrunnen til dette er at dersom et selskap har hatt en stabil økonomisk utvikling og en strategi de har fulgt, vil regnskapet gi et godt bilde over dets utvikling.

Slik jeg ser det har Yara vært relativt stabil over tid. En lang analyse periode kan derfor forsvares av denne faktoren. At jeg har valgt fem år har også sammenheng med at det er fem år siden Yara ble fisjonert fra Hydro. Det er også fem år siden de utviklet strategien og foretningsmodellen med tre segmenter.

Den andre faktoren man bør ta hensyn til er hvor moden bransjen er. Bransjen har eksistert over lang tid og den teknologiske utviklingen har kommet svært langt (jamfør kapittel 4.3.). Selv om det fortsatt er vekst anser jeg denne som relativt stabil og derfor mener jeg denne faktoren tilsier en lengre analyseperiode (Knivsflå 2007).

Jeg viser ellers til vedlegg 1, konsernregnskapene med balanse for analyseperioden for oversikt. Disse tallene er ikke justert, men fremstår slik de er presentert i årsrapportene.

6.1 Normalisering av historiske resultater

Med normalisering av historiske resultater ønsker man å lage et bilde av hvordan den normale kontantstrømmen fra drift ser ut. All informasjon er hentet fra årsrapportene til Yara for årene 2004, 2005, 2006, 2007 og 2008. I min oppgave vil jeg se nærmere på følgende forhold før jeg tilslutt kommer frem til den normaliserte kontantstrømmen fra driften;

	Driftsresultat
+	av - /nedskrivninger
=	EBITDA
+ / -	justeringer for unormale driftsposter, dvs. engangsposter, unormale svingninger
=	Normalisert EBITDA
-	normale driftsinvesteringer
+ / -	normal endring i arbeidskapital
=	Normal kontantstrøm fra drift

Jeg kommer også til å se på investeringer og endringer i arbeidskapitalen her.

6.1.1 Normalisert EBITDA

Jeg vil i det følgende gå litt nærmere inn på hvordan jeg som analytiker tenker for å komme frem til en normalisert EBITDA. Hensikten med en normalisering er å danne seg et reelt bilde av selskapets inntjening sammenlignet med de rapporterte regnskapstallene. Under selve justeringen vil jeg kommentere hver enkelt justering.

Generelt kan man si at det er svært mange forhold det går an å justere for. Det kan være så mange som 400 forhold. I praksis er det derimot kun snakk om å justere for et titals forhold. Å

justere regnskapstallene er en ambisiøs målsetning. For det første er det slik at man som ekstern analytiker har dårlig informasjon sammenlignet med insidere. Det er også slik at man ved å justere på tall risikerer at justeringen tilfører mer støy enn den fjerner. Med støy mener jeg et utriktig bilde. Man kan dermed risikere at det nye bildet er mer feilaktig enn det bildet man hadde i utgangspunktet.

Det er viktig å være klar over at justeringen gjøres for kunne vise den reelle underliggende inntjeningen. Altså selskapets inntjening uavhengig av tilfeldige inntekter, kostnader og estimatendringer. Jeg har under foretatt justeringer jeg mener vil føre til normalisert EBITDA for Yara under analyseperioden. Mine justeringer kan sees i tabellen nedenfor. Tilhørende kommentarer følger videre. Merk at EBIT også er justert for råvarebaserte gevinster/tap samt andre inntekter.

Tabell 6.1: Justering EBITDA

Justering EBITDA	2004	2005	2006	2007	2008	Kom.
Omsetning	43 252	46 550	48 261	57 486	88 775	
Råvarebaserte derivater gevinst/tap		-76	-138	75	-173	3.
Andre inntekter	-81	-	-859	-795	-610	4.
Justert omsetning	43 171	46 474	47 264	56 766	87 992	
EBIT	3 503	3 746	2 355	4 267	11 498	
Av - /nedskrivninger	1 208	1 348	1 373	1 487	2 095	1.
EBITDA	4 711	5 094	3 728	5 754	13 593	
Justeringer:						
Pensjoner	-106	54	-191	190	153	2.
Tap på krav	113	-37	-14	-82	-7	5.
Forskning og utvikling	41	1	17	-32	-69	6.
Engangsutbetalig til ny konsernsjef	-	-	-	-	4	7.
Nedskrivninger varelager	39	1	-11	-40	2251	8.
Nedskrivninger kundefordringer	47	-4	-149	-37	309	9.
Justert EBITDA	4 845	5 109	3 380	5 753	16 234	

Kommentarer;

Avskrivninger/nedskrivninger

Denne posten er hentet i fra notene i regnskapet for det respektive året. Den inkluderer også amortisering. Et viktig poeng her er at avskrivningene og nedskrivningene faktisk relaterer seg til forhold som har med driften å gjøre. Dette vil i praksis bety de nedskrivninger/avskrivninger relatert til driftsmidler og immaterielle eiendeler. Det vil si de postene nye investeringer skal erstatte. Avskrivninger og nedskrivninger relatert til kundefordringer og varelager ville her vært justert bort. Jeg har imidlertid ikke funnet dette her. Jeg har dermed ikke foretatt noen justering.

Pensjoner

Fjerner alle finansposter. Det kan være verdt å nevne at avkastningen på pensjonsmidlene for 2008 var negativ med 780 millioner. Dette skyldes, som Yara opplyser selv, finanskrisen med påfallende fall i priser på finansielle aktiva. Det kan jo diskuteres om denne posten er unormal av den grunn. På den annen side er det kan det også diskuteres om avkastningen har vært for høy i årene før. Jeg velger likevel å fjerne denne posten. Jeg vil så erstatte denne med et snitt regnet mot de fire første årene. Slik at den avkastningen jeg vil bruke på pensjonsmidler for 2008 vil være $336 + 265 + 522 + 175 = 1298 / 4 \approx 325$. For øvrig viser jeg til tabellen nedenfor som en forklaring på hvordan jeg har kommet frem til justeringen.

Tabell 6.2: Pensjoner

Pensjoner	Note	2004	Note	2005	Note	2006	Note	2007	Note	2008
Rentekostnader pensjoner	19	230	20	319	18	331	21	365	21	478
Avkastning pensjoner		-336		-265		-522		-175		-325
Justering pensjoner		-106		54		-191		190		153

Råvarebaserte derivater gevinst/tap

Regnes som en finanspost og justeres bort.

Andre inntekter

Denne posten dreier seg for stort sett om gevinst/tap fra salg av aksjer og selskaper. Det opplyses i notene følgende;

For 2008 – er det resultatført følgende gevinst; gevinst 90 mill. salg av forsyningsenheter relatert til anlegg i Köping og Tertre. Gevinst salg av aksjer i selskapet China BlueChemical LTD for 80 mill. Gevinst 440 mill. for salg av eierandel i SQM. Sum 610 millioner.

For 2007 – gevinst på salg 795 mill av aksjer i Yara Praxair.

For 2006 – gevinst 20 mill. på salg av Yara Formates. Gevinst 35 mill på salg av Ceylon Oxygen Ltd. Gevinst 7 mill på salg av Hurel Arc. Det er opplyst av notene at Yara har inntektsført 832 mill. som gevinst fra salg av syv skip og tre certepartier som tidligere har vært brukt til frakt av ammoniakk. Det opplyses videre at Yara har sikret seg retten til bruk av disse for en gjennomsnittlig niåring periode. Denne gevinsten vil bli justert bort ettersom Yara fortsatt er avhengig av skip til driften og at et slikt salg med påfølgende ”lease-back” derfor ikke bør resultatføres. Totalt vil det justeres bort en gevinst på 859 millioner.

For 2005 er det opplyses det at det ikke har vært noe salg av betydning. Det er inntektsført 303 millioner under andre inntekter for 2005. Jeg vil ikke gjøre noen justering her da jeg ikke vet hva denne inntekten består av.

For 2004 opplyses det om gevinst tilsvarende 81 mill. fra salg av aksjer i Ballace Agri-Nutrients. Denne gevinsten justeres bort.

Tap på krav

Tap på krav er en forholdsvis liten post. Denne anses som omsetningsavhengig. Jeg vil derfor justere tallene avhengig av hvordan de er mot omsetningen. Måten jeg vil gjøre dette på er å finne gjennomsnittlig prosentandel tap på krav utgjør av omsetning og justere mot denne. Den gjennomsnittlige prosentandel av omsetningen er regnet til å være ca 0,181 prosent. Det vil altså si at jeg har regnet ut det normaliserte tap på krav, og justert de enkelte års tap på krav mot dette. I tabellen nedenfor er denne fremgangsmåten vist.

Tabell 6.3: Tap på krav

Tap på krav	Note	2004	Note	2005	Note	2006	Note	2007	Note	2008
Tap på krav fra rengskapet	7	191	7	47	5	71	5	21	5	152
prosent av omsetning		0,442 %		0,101 %		0,150 %		0,037 %		0,173 %
Normalisert tap på krav		78		84		85		103		159
Justering tap på krav		113		-37		-14		-82		-7
Driftsinntekter/Omsetning		43 171		46 474		47 264		56 766		87 992

Forskning og utvikling

Jeg velger også her å finne den gjennomsnittlige prosentandel som FoU utgjør av omsetningen for så å justere for denne. Det mest korrekte er nok å balanseføre disse kostnadene for så å avskrive de over tid. På den annen side er vanskelig å forutse hvilken verdi FoU vil ha i fremtiden. FoU er også en relativt liten post og jeg velger derfor å gjøre det på denne forenkende måten. I tabellen nedenfor er fremgangsmåten jeg har brukt vist. Den bygger på de samme prinsippene som under tap på krav posten. Jeg har regnet ut at FoU i gjennomsnitt utgjør 0,222 prosent av omsetningen.

Tabell 6.4: FoU

FoU	Note	2004	Note	2005	Note	2006	Note	2007	Note	2008
Kostnader til FoU	7	137	7	104	5	122	5	94	5	126
prosent av omsetning		0,317 %		0,224 %		0,258 %		0,166 %		0,143 %
Normalisert FoU kostnad		96		103		105		126		195
Justering FoU kostnad		41		1		17		-32		-69
Driftsinntekter/Omsetning		43 171		46 474		47 264		56 766		87 992

Engangsutbetalig til ny konsernsjef

Fra 2008 skiftet Yara konsernsjef. I den forbindelse ble det betalt ut 3,5 millioner som erstatning for tapt aksjeinntekt hos konsernsjefens tidligere arbeidsgiver. Dette anses som en engangspost og justeres følgelig vekk. Jeg av til nærmeste hele million.

Nedskrivninger varelager

Dette er en liten post, med unntak av året 2008. I årsrapporten for 2008 heter det at negative markedsforhold og store usikkerheter rundt årsskiftet har påvirket vurdering av varebeholdninger og nedskrivninger. Videre heter det at dette er årsaken til de betydelige nedskrivningene som har vært gjort i 2008. Yara sikter her til uroen som har kommet i forbindelse med finanskrisen. Spørsmålet for meg som analytiker blir da finanskrisen og den påfølgende nedgangskonjunktur er en unormal hendelse. Jeg vil ikke si at dette er en unormal hendelse. På den annen side har slike nedskrivninger vært en del av driften de siste årene. Jeg har valgt å kategorisere denne nedskrivningen som unormal og vil derfor justere den bort. Dette er ikke helt problematisk ettersom dette vil resultere i at EBITA for 2008 vil øke markant. På den annen side er jeg klar over at 2008 på mange måter var et spesielt år. Dette vil jeg også ta hensyn til under utarbeidelsen av prognosen. For øvrig vil jeg også glatte ut nedskrivninger for de andre årene. Dette gjøres ved at jeg justerer mot gjennomsnitt av omsetningen slik jeg har gjort tidligere. Jeg utelukker for øvrig 2008 i beregningen av snittet. Snittet jeg har regnet mot da er 0,097 prosent. I tabellen nedenfor er det vist hvordan jeg har kommet frem til justeringen.

Tabell 6.5: Nedskrivninger av varer

Nedskrivninger av varer	Note	2004	Note	2005	Note	2006	Note	2007	Note	2008
Nedskrivninger varer fra regnskapet	1	81	12	46	13	35	15	15	15	2 336
prosent av omsetning		0,188 %		0,099 %		0,074 %		0,026 %		-
Normalisert nedskrivninger varer		42		45		46		55		85
Justering nedskrivninger varer		39		1		-11		-40		2 251
Driftsinntekter/Omsetning		43 171		46 474		47 264		56 766		87 992

Nedskrivninger kundefordringer

Dette er også en liten post. Men den er etter mitt syn en driftspost. Den vil gjerne være avhengig av omsetningen og dermed vil jeg justere denne etter samme fremgangsmåte som ved FoU. I tabellen nedenfor er det vist hvordan jeg har kommet frem til justeringene. Jeg har funnet at nedskrivninger på kundefordringer i snitt utgjør 1,6 prosent omsetningen.

Tabell 6.6: Nedskrivninger kundefordringer

Nedskrivninger kundeford.	Note	2004	Note	2005	Note	2006	Note	2007	Note	2008
Nedskriv. Kundeford. fra regnskapet	1	728	14	729	14	895	16	859	16	1 079
prosent av omsetning		1,686 %		1,569 %		1,894 %		1,513 %		1,226 %
Normalisert nedskrivninger varer		681		733		746		896		1388
Justering kundeford.		47		-4		149		-37		-309
Driftsinntekter/Omsetning		43 171		46 474		47 264		56 766		87 992

6.1.2 Normale driftsinvesteringer

Med normale driftsinvesteringer menes de investeringer Yara gjør hvert år for å dekke slitasje på driftsmidler. Det vil altså si at investeringer i form av kjøp av selskaper holdes utenfor.

Hensikten med dette er å finne ut hva som må til for å erstatte de årlige driftsrelaterte avskrivningene. Denne estimerte kostnaden av dette vil jo som nevnt trekkes fra

kontantstrømmen fra drift. Ufordringen for meg som analytiker vil da være å vurdere hva som er normale investeringer og hva som eventuelt faller i kategorien engangsinvesteringer. Det vil derfor være nødvendig for meg å gjennomgå Yaras årsrapporter og konsernregnskap for å gjøre en vurdering rundt hva som er normalt. Teorien tilsier at når selskapet når steady state, vil avskrivningene være lik investeringene.

Problemet med denne antakelsen er at man ikke har tatt hensyn til faktorer som inflasjon og at det i noen tilfeller vil være anleggsmidler med balanseført verdi lik null som fortsatt brukes i driften. Det vil også være slik at dersom et selskap ekspanderer vil investeringene normalt være større enn avskrivningene (Kinserdal 2008).

Mitt estimat for investeringer som vil brukes i verdsettelsen bygger på en prognose som tar utgangspunkt i historisk investeringer. Jeg vil justere bort de investeringer jeg mener er engangsinvesteringer til slik at de historiske dataene er mest mulig normalisert. De normaliserte investeringstallene vil så danne grunnlag for prognosen til Yaras fremtidige investeringsbehov. I tabellen nedenfor har jeg vist hvordan jeg har kommet frem til Yaras investeringer. Det kan være greit å nevne at jeg det her er snakk om netto investeringer, dvs. tilganger fratrukket avganger.

Tabell 6.7: Investeringer

Investeringer	Note	2004	Note	2005	Note	2006	Note	2007	Note	2008
Tilgang:										
Investeringer bygg, maskiner, inventar o.l		1 297		1 471		1 870	11	2 020	11	3 276
Avgang:										
Salg av bygg, maskiner, inventar o.l		-67		-201		-183		-109	11	-46
Engangsinvesteringer										-240
Netto investeringer		1 230		1 270		1 687		1 911		2 990
Driftsinntekter/Omsetning		43 171		46 474		47 264		56 766		87 992
Netto invest. Prosent av omsetning		2,85 %		2,73 %		3,57 %		3,37 %		3,40 %
Netto invest. Prosent av omsetning snitt	3,18 %									

Jeg har kun foretatt en justering. I årsrapporten for 2008 opplyses det at Yara har foretatt en investering på 30 millioner euro. Investeringen relaterer seg til en flytende karbondioksidfabrikk. Videre opplyses det at denne fabrikk er den del av et langsiktig partnerskap med et annet selskap. Jeg mener denne investeringen ikke er en årlig nødvendig investering og derfor velger jeg å justere denne bort. Jeg velger å bruke euro/nok – kurs a 8 kr. Slik vil justeringen være lik 240 millioner.

Jeg fant også et annet tilfelle som jeg mener bør diskuteres. For 2006 er det opplyst at Yara har solgt syv ammoniakkskip. Det ble samtidig gjort en avtale som gir Yara tilgang på å leie disse skipene for en lang periode. Som jeg var inne på tidligere er dette salget et såkalt "lease-back" og er allerede justert bort under normaliseringen av EBITDA. Dermed vil en justering her gjøre at denne engangsposten fikk dobbel effekt på kontantstrømmen for 2006. Dersom dette ikke var tilfelle ville en justering her vært på sin plass.

6.1.3 Normal endring i arbeidskapital

Hensikten med å kartlegge årlig endring i arbeidskapital er å finne ut hvor stor del av kontantstrømmen som vil "brukes" for å dekke dette behovet. Dvs. den årlige økningen eller minkningen. Dette gjøres ved å måle hvor stor prosentandel arbeidskapitalen utgjør av omsetningen. Når jeg så har funnet hva den årlige endringen er vil jeg ha et utgangspunkt for

å vurdere hva fremtidige behov vil være. Nedenfor har jeg beregnet årlig arbeidskapital for regnskapsårene 2004 til 2008.

Tabell 6.8: Arbeidskapital

Arbeidskapital	2004	2005	2006	2007	2008
Varelager, inkludert varer i arbeid	4 814	7 033	6689	9 291	20 195
+ Kundefordringer	6 518	6 868	6 834	8 465	10 062
- Leverandørgjeld	4 494	6 080	5 915	8 266	9 277
- Betalbar skatt	877	319	191	411	1 592
- Feriepenger, arbeidsgiveravgift med mer	260	270	264	300	356
= Netto arbeidskapital	5 701	7 232	7 153	8 779	19 032
I prosent av omsetning	13,21 %	15,56 %	15,13 %	15,46 %	21,63 %
Gjennomsnitt	16,20 %				
Driftsinntekter/Omsetning	43 171	46 474	47 264	56 766	87 992
Lønnskostnader	2600	2697	2638	3003	3559

Til å dekke behovet for feriepenger, arbeidsgiveravgift med mer, har jeg regnet 10 prosent av lønnskostnadene for det enkelte året. Som tommelfingerregel vil dette være tilstrekkelig for å dekke dette behovet (Kinserdal 2008).

6.2 Historiske trender og nøkkeltall

Generelt kan man si at et nøkkeltall er et regnskapstall som gir i underliggende økonomiske forhold. Det er vanlig å dele nøkkeltall inn i to hovedkategorier;

Absolutte nøkkeltall

Forholdstall

Med absolutte nøkkeltall menes regnskapstall som for eksempel EBITDA, nettoresultat osv. Altså konkrete tall fra regnskapet. Mens et forholdstall er et tall som sees i sammenheng med et annet tall. En svakhet med absolutte nøkkeltall er at det relativt sett sier lite om selskapet. For eksempel kan vi tenke oss to selskap, henholdsvis selskap A og selskap B. Selskap A har et nettoresultat på 1 million. Selskap B har et nettoresultat på 5 millioner. Umiddelbart kan det synes som selskap B her har gjort det mye skarpere enn selskap A. Men dette bør selvfølgelig sees i sammenheng med størrelser som for eksempel omsetning og investert kapital. Dette er også noe jeg kommer til å ta hensyn til i min oppgave. Jeg vil se på veksten i omsetningen og ulike kostnadsposter samt resultatposter som en prosentandel av omsetningen. Videre er det slik at man er det slik at man kan sammenligne disse tallene på flere måter.

For det første går det an å sammenligne med konkurrenter eller andre aktører i samme bransje. Det vil da være viktig at de man sammenligner med faktisk er sammenlignbare og operer i samme segment i samme bransje. En annen måte å sammenligne tallene på er å sammenligne de fra år til år i en tidsserieanalyse. Ved en tidsserieanalyse går man bakover i tid, ser på regnskapstall og sammenligner disse med hverandre.

Analyse av nøkkeltall kan også gjøres ved å sammenligne nøkkeltall mot krav og rentabiliteter. Et eksempel på et slikt krav kan være avkastningskrav. Altså at selskapet skal gi en viss avkastning på den investerte kapitalen som står i forhold til den risiko selskapet opererer i.

Ideelt sett hadde det beste vært å bruke alle disse metodene samtidig. Med den første metoden vil man prøve å finne ut om det aktuelle selskapet relativt sett er en god investering sammenlignet med andre lignende selskap. Dersom det selskap man analyserer viser seg å være svakere enn konkurrenten kan det jo være mer aktuelt å kjøpe aksjer i konkurrenten (gitt lik pris i utgangspunktet). Med den andre metoden kan man gå bakover i tid å se på hvordan utviklingen til selskapet har vært. På den måten kan man se etter trender som kanskje kan være en indikator på hvordan fremtiden til selskapet vil bli. Den siste metoden kan si noe om det er lønnsomt å investere i selskapet. Det er jo lite vits å kjøpe risikable aksjer dersom man kan få bedre avkastning av å sette pengene i banken (Kinserdal 2008).

Til min oppgave har jeg begrenset med tid. Jeg har derfor sett meg nødt til å begrense omfanget av nøkkeltallsanalysen. For meg vil det vært spesielt tidskrevende å sammenligne med konkurrenter ettersom jeg har foretatt tidskrevende justeringer. Jeg kunne valgt å se på

tallene til konkurrentene uten å justere dem, men jeg føler da at sammenligningen ikke vil gi meg noe da tallene ville vært basert på forskjellige forutsetninger. I min oppgave vil jeg fokusere på tidligere års regnskapstall, altså en tidsserie analyse.

I tabellen under har jeg har jeg satt opp poster fra regnskapet jeg kommer til å ta for meg. Disse er her justert, dvs. jeg har satt inn effekten av justeringene fra kapittel 6.1.

Tabell 6.9: Justert historisk regnskap

Normalisert	2004 % omset		2005 % omset		2006 % omset		2007 % omset		2008 % omset		Snitt %	Trend
Driftsinntekter/omsetning	43 171	-	46 474	7,7 %	47 264	1,7 %	56 766	20,1 %	87 992	55,0 %	21,1 %	økende
Råvarer, engerikost. og frakt	32 392	75,0 %	36 394	78,3 %	38 612	81,7 %	45 168	79,6 %	64 703	73,5 %	77,6 %	varierende
Margin	10 779	25,0 %	10 080	21,7 %	8 652	18,3 %	11 598	20,4 %	23 289	26,5 %	22,4 %	varierende
Lønn/lønnsavhengige kost.	3 706	8,6 %	3 487	7,5 %	3 580	7,6 %	3 825	6,7 %	4 673	5,3 %	7,1 %	synkende
Andre kostnader	2 228	5,2 %	1 484	3,2 %	1 692	3,6 %	2 020	3,6 %	2 382	2,7 %	3,6 %	stabil
EBITDA	4 845	11,2 %	5 109	11,0 %	3 380	7,2 %	5 753	10,1 %	16 234	18,4 %	11,6 %	varierende
Netto arbeidskapital	5 701	13,21 %	7 232	15,56 %	7 153	15,13 %	8 779	15,46 %	19 032	21,63 %	16,20 %	stabil
Netto investeringer	1 230	2,85 %	1 270	2,73 %	1 687	3,57 %	1 911	3,37 %	2 990	3,40 %	3,18 %	økende

Jeg vil i det følgende kommentere utviklingen til hver enkelt post og forsøke å analysere meg fram til hvorfor postene har utviklet seg slik de har.

6.2.1 Driftsinntekter/omsetning

Omsetningen til Yara har gjennom hele analyseperioden steget. Det er imidlertid stor forskjell på stigningen fra år til år. Fra 2005 til 2006 var stigningen relativt liten, med bare 1,7 %. Fra 2007 til 2008 var den meget stor, hele 55 %. Gjennom analyseperioden er det heller ingen klar trend over hvor stor denne veksten var. Det er også slik at Yara har vokst med mange oppkjøp under perioden. Dette har definitivt bidratt til at omsetningen har vokst. Hvor stor omsetningen har vært er i hovedsak påvirket av tre forhold;

1. Markedsvekst
2. Markedsandel
3. Hvordan er utvikler prisene på Yaras produkter seg

Med markedsveksten her er det snakk om veksten av det gjødselvolumet som forbrukes på verdensbasis. Grovt sett har volumet under analyseperioden økt med ca 3 % per år. Jamfør figur 4.4. I tabellen under har jeg laget en oversikt over Yaras salg og produksjonsvolum for analyseperioden.

Tabell 6.10: Gjødselvolum i analyseperioden

Salg/Produksjon (tusen tonn)	2004	% av salg	2005	% av salg	2006	% av salg	2007	% av salg	2008	% av salg	Segment	Trend
Salg gjødsel Europa	9 595	44,2 %	9 107	42,6 %	9 327	43,1 %	10 679	43,4 %	11 230	46,0 %	Nedstrøm	stigende
Salg gjødsel utenfor Europa	10 019	46,1 %	10 009	46,8 %	9 851	45,6 %	10 624	43,2 %	9 309	38,1 %	Nedstrøm	synkende
Sum salg gjødsel	19 614	90,3 %	19 116	89,5 %	19 178	88,7 %	21 303	86,6 %	20 539	84,0 %	Nedstrøm	svinger
Salg i Industrisegmentet	2 107	9,7 %	2 248	10,5 %	2 439	11,3 %	3 289	13,4 %	3 898	16,0 %	Industri	stigende
Salg totalt	21 721	100,0 %	21 364	100,0 %	21 617	100,0 %	24 592	100,0 %	24 437	100,0 %		stigende
Produksjon	12 221	56,3 %	12 966	60,7 %	12 991	60,1 %	14 264	58,0 %	17 132	70,1 %	Oppstrøm	stigende
Andel salg fra eksterne	9 500	43,7 %	8 398	39,3 %	8 626	39,9 %	10 328	42,0 %	7 305	29,9 %	Eksternt	stabilt?

Tabellen deler gjødselsalget inn etter i to salgskategorier; salg av gjødsel i Europa og salg av gjødsel utenfor Europa. Det er også tatt med salg av nitrogenkemikalier og industrigasser som selges i til industrien via industrisegmentet. Yaras produksjon er også tatt med.

Salgsvolumet er betydelig høyere enn produksjonen. Dette kommer av at Yara kjøper halvfabrikata fra eksterne produsenter og tilknyttede selskap for videresalg. Produksjonen av disse inngår derfor ikke i det konsoliderte regnskapet

Videre er det i tabellen regnet ut hvor stor del de ulike kategoriene utgjør av det totale salgsvolumet. Som vi ser er prosentandelen av gjødselsalget i Europa stigende gjennom hele analyseperioden. På den annen side kan det se ut som om gjødselsalget utenfor Europa har hatt en nedadgående tendens gjennom perioden.

Dette har i sum ført til at salgsvolumet for gjødsel gjennom perioden svinger. Likevel mener jeg det kan se ut som salgsvolumet over tid øker selv om det svinger fra år til år. Fra 2004 til 2008 har jeg følgende endringer i salgs- og produksjonsvolumet.

Tabell 6.11: Endringer salgs – og produksjonsvolum

Salg/Produksjon (tusen tonn)	2004	2008	Økning volum	Snitt årlig endring	Segmnet
Salg gjødsel Europa	9 595	11 230	17,0 %	4,0 %	Nedstrøm
Salg gjødsel utenfor Europa	10 019	9 309	-7,1 %	-1,8 %	Nedstrøm
Sum salg gjødsel	19 614	20 539	4,7 %	1,1 %	Nedstrøm
Salg i Industrisegmentet	2 107	3 898	85,0 %	17,0 %	Industri
Salg totalt	21 721	24 437	12,5 %	3,0 %	
Produksjon	12 221	17 132	40,2 %	9,0 %	Oppstrøm
Andel salg fra eksterne	9 500	7 305	-23,1 %	-6,3 %	Eksternt

Samlet sett ser vi at salgsvolumet av gjødsel har hatt en liten stigning i perioden. Samtidig ser vi at salgsvolumet har falt i markedet utenfor Europa. Den totale økningen i volumet skyldes dermed et økt volum i Europa. Industriproduktene til Yara har hatt en sterk økning i volumet hvert år. Det totale salgsvolumet har steget gjennom perioden, med en snittstiging på 3 prosent.

Yaras produksjonsvolum ser ut til å være stigende. Sett i sammenheng med det synkende volumet av halvfabrikata som kjøpes eksternt er dette naturlig da det totale salgsvolumet ikke har steget mye.

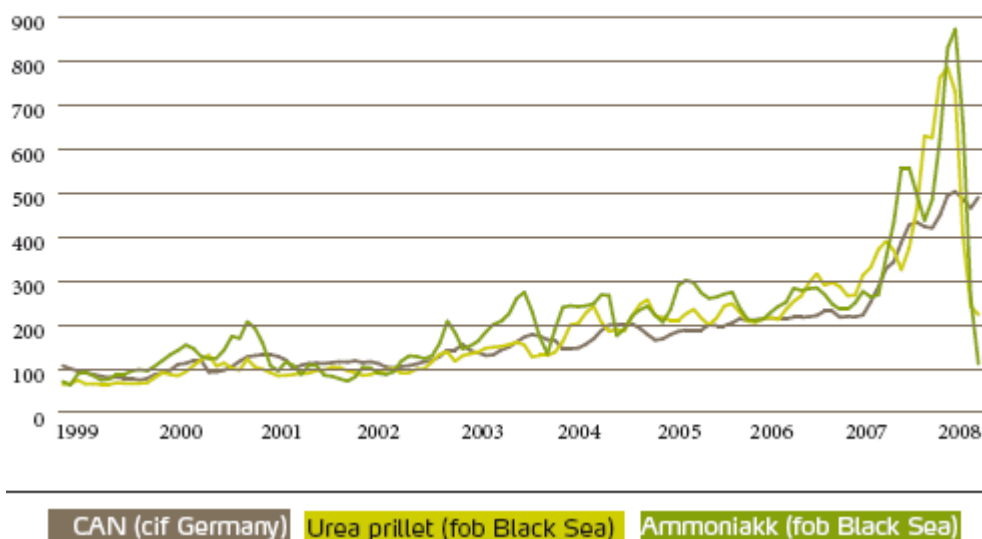
Yaras salgsvolum i gjødsel har hatt en liten økning gjennom analyseperioden. I snitt 1 prosent per år. Dette er langt under den årlige økningen på verdensbasis som i denne perioden var på 3 prosent. Dette betyr at Yara tross sine oppkjøp, totalt sett, har tapt markedsandeler i verdensmarkedet. Dette finner jeg betenkelig. Dette kommer først og fremst av at Yara har tapt markedsandeler utenfor Europa og da særlig i Asia. Dette er dårlig nytt da Asia er det største markedet og samtidig det markedet som har høyest vekst. På den annen side ser det ut til at Yara har styrket sin posisjon i Europa. Her har Yaras salgsvolum økt betydelig mer enn markedet, slik at Yara her har vunnet markedsandeler. Selv om salgsvolumet er av betydning ser det ut som om størrelsen på omsetningen først og fremst avhenger av prisene på gjødsel.

Slik jeg ser det er økningen i omsetningen sammenfallende med økningen man har hatt i gjødselprisene. Fra 2004 til 2008 har omsetningen økt med over 100 prosent og hatt en gjennomsnittlig årlig økning på ca 19,5 prosent.

I figur 6.1 nedenfor ser hvordan gjødselprisene har steget jevnt for så å få en eksplosiv økning i andre halvdel av 2007. Vi ser også den brutale nedgangen i prisen mot slutten av 2008.

GJØDSELPRISER

USD/tonn, månedlige gjennomsnitt, 1999–2008



Kilde: Yara Årsrapport 2008

Figur 6.1: Gjødselpriser, USD/tonn månedlige gjennomsnitt

Ettersom prisøkningen på gjødsel har vært stor skulle man tro at produksjonsvolumet også ville stige betraktelig. Det er derimot ikke så enkelt. Det er vanskelig å øke produksjonskapasiteten i gjødselindustrien fort. Det tar om lag fem år å ferdigstille et nytt produksjonsanlegg. I tillegg er mange av dagens produksjonsanlegg gamle. Produksjonskapasiteten vil dermed bli negativt påvirket når disse i nær fremtid må fornyes. Imidlertid ser det mulig å justere ned produksjonen ettersom etterspørselen og prisene reduseres. Dette er også noe man ser klare tendenser til både hos Yara og generelt i gjødselsindustrien slik markedet har utviklet seg siden andre halvdel av 2008.

Som jeg også nevnte i kapittel 5.5.2 er Yara sterkt eksponert mot endringer i dollarkursen. I praksis foregår all salg av gjødsel i dollar. På kostnadssiden måles mye i dollar, men også en god del i europeisk valuta. En svak dollar vil ikke bare redusere omsetningen i målt i NOK, men også presse marginene.

Bak oss ligger en vekstperiode i den globale økonomien. For industrisegmentet kan den jevne stigningen i salgsvolum forklares mye ut fra dette. Den økonomiske nedgangen i andre

halvdel av 2008 medførte imidlertid at en sterk reduksjon i salgsvolumet også i industrisegmentet.

Nedenfor har jeg gått gjennom de ulike driftsårene for å finne ut mer konkret hva som skyldes utviklingen i omsetningen.

I 2005 var veksten i gjødselbruk spesielt sterk i Kina og India, mens Brasil, Sørøst-Asia og Sør-Europa opplevde kraftig tørke som påvirket etterspørselen etter gjødsel negativt. Likevel var gjødselmarkedet stramt og mot slutten av 2005 etterspørselsstyrt. Dette skyldes først og fremst to årsaker. For det første var det på verdensbasis en nedgang i produksjonen av nitrogenbasert gjødsel. Dette skyldtes i hovedsak de høye energi- og gasspriser. Den andre årsaken er at prisene på landbruksprodukter har ligget relativt lavt. Dett har sammenheng med rekordavlingene fra 2004 og store kornlager som da ble bygget opp. Mot slutten av året kunne det likevel se ut som om disse lagrene minket. Fra 2004 til 2005 ser man derfor en liten nedgang i salgsvolumet i Europa. I markedet utenfor Europa har salgsvolumet holdt seg stabilt i sum, delvis som en konsekvens av økt etterspørsel fra Kina og India.

I 2006 hadde man på mange måter det samme bildet. I Europa var volumene forholdsvis små grunnet en tørr og kald vinter, noe som binder nitrogen til jorden slik at ny tilførsel i mindre grad er nødvendig. De var likevel høyere enn for 2005. Man hadde også den samme situasjonen i Nord-Amerika. Etterspørselen var derimot sterkere i Asia først og fremst grunnet økningen i Kina og India. På den annen side hadde sto lokale aktører for en større del av salget i Kina. I Sør-Amerika steg prisene på landbruksprodukter og man kan se en økning i forbruket av gjødsel i her. Fra 2005 til 2006 ser man en liten økning av salgsvolumet i Europa og en liten nedgang utenfor Europa. Nedgang skyldes først og fremst mindre salg i Kina som i sum er større enn oppgangen i India og Sør-Amerika.

I siste halvdel av 2007 økte salget av gjødsel kraftig til tross for stigende energipriser. I Europa skyldes økningen stigende priser på landbruksprodukter. I tillegg ventet mange seg at prisene på gjødsel ville stige i nær fremtid og man ville derfor kjøpe tidligere. Markedet i Nord-Amerika opplevde også en økning i etterspørselen. Her var etterspørselen først og fremst drevet av økt etterspørsel av biodrivstoff, noe som igjen hadde sammenheng med den stadig økende olje- og bensinprisen. I Asia opplevde man også en sterk økning i etterspørselen, hovedsakelig drevet av Kina og India. Særlig India sto for en betydelig økning av import av nitrogengjødsel og var den viktigste bidragsyteren til et stramt marked i hele

2007. Etterspørselen steg også i Sør-Amerika her drevet av høye priser på korn og soyabønner. Både salgsvolumet i og utenfor Europa økte i 2007.

I 2008 fortsatte den sterke etterspørselen etter gjødsel fra siste halvdel av 2007. Den avtok derimot mot slutten av året. Dette hadde sammenheng med den finanskrisen og de økonomiske urolighetene skapt av den. Investorer trakk seg ut av råvaremarkedet (også matvarer og energi) noe som førte til en sterk reduksjon i etterspørselen. I tillegg var avlingene større enn forventet i 2008. Regioner som kjøpte gjødsel i første halvdel av 2008 trengte derfor ikke mer. Finanskrisen førte også til at mange fikk vanskelige finansieringsforhold, og sammen med generell usikkerhet, utsatte mange innkjøp av gjødsel. Mot slutten av 2008 ble derfor gjødselmarkedet tilbudsdrivet og det var overskuddsproduksjon. Gjødselprodusentene svarte med å redusere produksjonen av gjødsel. Årsaken til at salgsvolumet utenfor Europa var mindre enn i 2007 selv i et sterkt marked, skyldes hovedsakelig at Søramerikanske gjødselleveranser gikk betydelig ned da den de økonomiske urolighetene inntraff rett før høysesongen. Det skyldes også at etterspørselsveksten i Asia ikke var like sterk som tidligere.

Annet verdt å merke seg er at Yaras kjøp av halvfabrikata fra eksterne produsenter er sterkt redusert i 2008. Dette skyldes at det kraftige fallet i etterspørselen mot slutten av 2008 ga en stor nedgang i salget. Yaras egen produksjonen ble også sterkt redusert mot slutten av 2008.

Som vi ser er det mange forskjellige faktorer som påvirker omsetningen til Yara. Værforhold, avlinger og energipriser er noen av faktorene. I tillegg virker det som om det kan være til dels store lokale forskjeller fra år til år. Dette gjør det vanskelig å forutse hvordan disse størrelsene vil utvikle seg i fremtiden.

6.2.2 Kostnader til råvarer, energi og frakt

I årsrapportene til Yara var det ikke spesifisert hvor stor del av kostnadsposten som tilhørte henholdsvis råvarer, energi og frakt. I årsrapporten for 2004 fant jeg at fraktkostnadene utgjorde rundt 2000 millioner. Altså en forholdsvis liten andel av denne kostnadsposten. Jeg vil forutsette at dette forholdet har holdt seg stabilt i hele analyseperioden. Antakelig har fraktkostnadene økt, men sett i prosentandel av denne kostnadsposten, er nok forholdet det samme.

I følge årsrapportene defineres energikostnadene til Yara som elektrisitetskostnader. Slik at råvarekostnadene i denne posten består av kostnader til naturgass og kostnader til innkjøp av forskjellige halvfabrikata. For eksempel kalium og fosfor. Jeg velger å anta at energikostnadene til Yara er relativt små sammenlignet med råvarekostnadene. Dermed vil jeg videre konsentrere meg om råvarekostnadene.

Kostnadsposten har økt gjennom hele analyseperioden. Dette skyldes delvis større salgsvolum, og dermed større kostnader til råvarer, men først og fremst av at prisen på råvarer, energi og frakt har steget i analyseperioden. Som vi ser er utgjør den en veldig stor del av omsetningen og er klart den største kostnadsposten. Fra 2004 til og med 2006 har den økt noe for hvert år, mens den fra 2007 til 2008 igjen har falt målt i prosent av omsetningen. Fra trenden kan det se ut som disse kostnadene kommer til å fortsette å øke. Mot slutten av 2008 falt prisene på råvarer, energi og frakt betydelig grunnet den økonomiske uroen. For 2008 var likevel disse kostnadene store selv om prisene på råvarer som gass og olje falt mot slutten.

6.2.3 Marginene

Under analyseperioden har marginene vært varierende. Marginene har samlet sett holdt seg over 20 prosent med unntak av 2006. Nedenfor har jeg kommentert med utgangspunkt i årsrapportene hvordan marginene har utviklet seg fra år til år.

For 2004 var marginene i alle tre segmentene gode. I hovedsak skyldtes dette at prisene på gjødsel og industriprodukter steg.

Marginene for 2005 var litt lavere enn for 2004. Dette skyldes i hovedsak at salgsprisene i nedstrømssegmentet gikk noe ned. Også marginen i oppstrømssegmentet var lavere, mens industrisegmentet forbedret marginene.

For 2006 ble marginene presset i hovedsak av høye energikostnader i oppstrømssegmentet. Høye energikostnader gjorde ammoniakk svært dyr, noe som igjen bidro til lavere marginer i nedstrømssegmentet. Marginforbedringene i industrisegmentet var ikke nok til å utligne disse forskjellene.

2007 var et sterkt år for Yara. Marginene for i alle tre segmentene forbedret seg. Dette skyldes hovedsakelig betydelig bedre marginer i gjødselsegmentene. Oppstrømssegmentet hadde

fallende gasskostnader og sterke prisene på ammoniakk. Nedstrømsegmentet hadde høye kostnader, men en sterk vekst i prisene på gjødselproduktene gjorde at marginen også her var sterkere.

Marginene for 2008 var de sterkeste i min analyseperiode og skyldes først og fremst svært høye priser på gjødsel. Råvare og energikostnadene var også svært høye men gjødselprisene oppveide disse og mer til.

6.2.4 Lønn og lønnsavhengige kostnader

Lønns og lønnsavhengige kostnader ser ut til å ha hatt en jevn synkende trend målt i prosent av omsetningen. Dette til tross for at det har vært en generell lønnsvekt i perioden. Dette skyldes at lønnskostnadene ikke har de samme sykliske svingninger som gjødselpriser og gasspriser har. Lønnskostnader vil heller stige jevnt over tid. Derfor har lønnskostnadene utgjort en stadig mindre andel av omsetningen etter hvert som omsetningen har økt utover i perioden. Lønnskostnadene har heller ikke steget hvert år selv om omsetningen har steget. Dette skyldes blant annet at Yara før analyseperioden gjennomførte omfattende restruktureringer og effektiviserende tiltak. En annen faktor er at Yaras ekspansjon i perioden har vært til områder der lønnskostnadene er lavere. Slik vil virkningen av lønnskostnadene til de nye ansatte være mindre sammenlignet med den økningen man får i omsetningen. Likevel ser vi at Yara fra 2004 til og med 2008 har hatt en økning i lønnskostnadene.

6.2.5 Andre kostnader

Denne posten ut til å ligge på et stabilt nivå målt i prosent mot omsetningen. Posten består av salgs- og administrasjonskostnader, reisekostnader og diverse andre kostnader. Jeg har ikke funnet tilstrekkelig informasjon i årsrapportene til å si noe om hva som har vært årsaken til utviklingen av disse.

6.2.6 Driftsinvesteringer

Det kan se ut som netto driftsinvesteringer har en svakt økende trend målt i prosent av omsetningen. Dette skyldes i hovedsak at det har vært en økning i antall tilganger. Yara har under perioden hatt flere betydelige oppkjøp samt investeringer i nye anlegg. Disse er

imidlertid justert bort og jeg vil her se kun på investeringer som er nødvendig for å vedlikeholde dagens drift. Videre er det slik at det opplyses fra årsrapporten om planlagte investeringer av betydelig karakter. Disse betraktes som engangsinvesteringer og verdien av disse vil bli trukket direkte fra entrepris value.

Det blir i årsrapportene opplyst hvilke årlige investeringer som er nødvendig for å opprettholde driften slik den fremstår i dag. Disse nivåene er betydelig lavere enn de investeringsbehovene jeg har funnet. Dette skyldes hovedsakelig at Yara i sine beregninger kun ser hvilke investeringer som er nødvendige for å opprettholde produksjonskapasiteten og ikke selve driften.

6.2.7 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen ser ut til å ligge på et jevnt nivå av omsetningen på rundt 15-16 prosent. Med unntak av 2008 der den ligger på over 20 prosent. Dette skyldes en stor økning i varelagrene ettersom etterspørselen etter gjødsel og industriprodukter falt kraftig mot slutten av 2008.

7. Prognose

7.1 Prognosens oppbygning

Jeg vil i denne delen av diskutere hvordan jeg tror postene som ble kommentert i kapittel 6 vil utvikle seg i fremtiden. Jeg vil etter en drøfting komme med et estimat for de ulike postene. Dette estimatet vil brukes senere i fremtidsregnskapet. Før jeg gjør dette er det viktig å avklare hvor lang budsjettthorison jeg ønsker å operere med. Det vil være to faktorer som man bør ta hensyn til ved valg av budsjettthorison.

Den første faktoren er hvor lang tid man tror det vil ta før selskapet når steady state. Altså det tidspunktet der konstant vekst er en rimelig forutsetning.

Den andre faktoren man må ta hensyn til er hvordan kvaliteten på regnskapsføringen har vært. Dvs. om regnskapsføringen reflekterer de underliggende verdiene.

Slik jeg ser det har gjødselindustrien fortsatt et høyt vekstpotensial. Selv om prisene under analyseperioden har steget jevnt, er de historisk sett mer volatile. Det er enklere å se på gjødselvolumet. Dette volumet har steget jevnt over tid. Denne årlige volumveksten Yara er ikke så stor. Yara har uttalt at deres målsetting er å nå en markedsandel på ca 10 % i løpet av de neste årene. Slik situasjonen er i dag har Yara en andel på ca 7 %. Dermed kan det tenkes at det vil ta noen år før denne markedsandelen nåens og Yara vil nå steady state. Kanskje i løpet av fem år.

Yara ble som nevnt fisjonert ut fra Hydro i 2004. Det er også her min analyseperiode starter. Stor sett gjennom hele perioden har Yara opplevd sterk vekst og gode marginer. Det er derfor sjanser for at min analyserperiode har fanget opp oppgangstiden i gjødselindustrien. Som nevnt er gjødselindustrien syklisk og dermed skulle man tro at det nå vil komme en periode der bransjen er mindre lønnsom. Dette mener jeg taler for en lengre budsjettthorison.

Jeg mener derfor at en passende budsjettthorison vil være syv år. Yara vil dermed nå steady state i 2015.

7.2 Prognose for driftsposter

Jeg vil nedenfor diskutere hvordan de ulike postene vil utvikle seg i budsjettperioden. Jeg har ikke prioritert å analysere postene andre kostnader og lønn/lønnsavhengige kostnader. Disse vil jeg derfor kun diskutere svært overfladisk. Jeg vil komme med estimater som gjelder hvert enkelt år og tilslutt for continuing value i steady state. Jeg vil legge mest vekt på å diskutere utviklingen i de største postene. Tallene er nominelle slik at jeg har lagt på inflasjon. Jeg forutsetter en inflasjon på 2,5 prosent. Denne er i samsvar med Norges Banks inflasjonsmål.

7.2.1 Driftsinntekter/ Omsetning

Omsetningen har økt gjennom hele analyseperioden. Dette skyldes delvis at salgsvolumet økte, men ført og fremst grunnet stigende priser på gjødsel. Prisene på gjødsel blir i et tilbudsrevet marked satt av gasskostnadene til det området med høyes gasspris. Når markedet er etterspørselsrevet vil prisene ligge over disse kostnadene. Jeg har tidligere argumentert for at markedet har vært etterspørselsrevet i store deler av analyseperioden. Mens markedet mot slutten av 2008 igjen ble tilbudsrevet. Prisene på gjødsel falt kraftig mot slutten av 2008. Spørsmålet nå er hvordan dette vil utvikle seg i fremtiden.

Dersom gjødselindustrien skulle gå inn i en fase der markedet er tilbudsrevet, vil prisene på gjødsel bestemmes av gassprisen. Denne har allerede falt mye, men hvordan gassprisen vil utvikle seg i fremtiden er vanskelig å svare på.

Dersom vi antar at nedgangskonjunkturen vi nå er inne i etter hvert vil snu, vil verden igjen trenge mer energi. Dermed vil også prisene på gass stige. Hvis markedet fortsatt på dette tidspunkt vil være tilbudsrevet vil kostnadene til gjødselproduksjonen igjen drive prisene opp slik at omsetningen vil øke.

Det er likevel flere faktorer jeg må ta hensyn til her. Selv om det er nedgangskonjunktur vil folk trenge mat. Befolkningsveksten forventes fortsatt å øke. Etterspørselen etter høyverdis avligner og kjøtt vil sannsynligvis reduseres eller veksten vil avta på kort sikt. Det kan likevel se ut som om prisene på landbruksprodukter fortsatt er på et høyt nivå. Det vil derfor kunne se ut som denne driveren vil bidra til at markedet for gjødsel vil være etterspørselsrevet.

Etter at oljeprisen sank betraktelig i løpet av andre halvdel av 2008, falt interessen for biodrivstoff. Dersom oljeprisen skulle begynne å stige igjen vil interessen for biodrivstoff sannsynligvis øke igjen. Dersom man skal bruke mye av matproduksjonen på å fremstille drivstoff vil man måtte øke produksjonen. Dette taler igjen for økte volumer av gjødsel og høyere gjødselpriser. Når økonomien igjen snur vil jeg derfor anta at etterspørselen etter biodrivstoff igjen øker.

Endringer i dollarkursen mål mot kroner vil endre omsetningen til Yara da alle inntekter er i dollar. Hvordan den vil utvikle seg over analyseperioden for meg svært vanskelig å spå. Men en høyere pris på oljen vil sannsynligvis styrke kronen. Imidlertid er det vanskelig for meg å estimere og dermed vil dagens dollarkurs være mitt utgangspunkt.

Hovedsakelig begrunner jeg videre mine antakelser om at volumet i gjødselmarkedet vil vokse med ca 3 % årlig på verdensbasis og 1,5 årlig i Europa. Det er også nødvendig å minne leseren på at Yara har ca 50 prosent av salgsvolumet sitt i Europa der veksten er lav. Yara satser hardt i markeder med høyere vekst, altså de markedene utenfor Europa. Min analyse viste at på tross av denne satsningen taper de markedsandeler utenfor Europa. Yara har videre planer om å øke satsningen utenfor Europa.

Mitt estimat for omsetningen vil i første omgang være at omsetningen vil synke, og det ganske mye sammenlignet med 2008. 2008 var på mange måter et ekstraordinært år i verdensøkonomien og også gjødselindustrien. Jeg har også sjekket med kvartalsrapporten for første kvartal 2009. Den viser en omsetning som ganget med fire ville tilsvare en omtrent 75 prosent av omsetningen for 2008. Jeg mener derfor en reduksjon i omsetningen med 25 prosent fra 2008 vil være et greit utgangspunkt. Videre vil estimatet for 2009 danne utgangspunktet for omsetningen videre i prognosen.

Videre antar jeg at veksten i økonomien fortsatt vil holde et relativt rolig nivå i 2010 med svak vekst. Denne veksten vil gradvis bli sterkere i 2011, 2012, 2013 og 2014. I denne perioden vil Yara også gjøre sine planlagte strategiske investeringer og oppkjøp som vil føre til at selskapet vokser. Dette vil få relativt stor virkning på omsetningen. Dersom vi forutsetter at Yara når sitt mål om 10 prosent av verdensmarkedet sammenlignet med dagens 7 prosent, vil dette alene føre til at omsetningen øker med ca 40 prosent. Det imidlertid slik at denne veksten vil forgå ved oppkjøp og dermed bør regnes utenfor verdsettelsen.

Da Yara har en så stor del av sin driftsinntekt fra Europa som er et modent marked med lite vekst mener jeg det ville være svært optimistisk å anta at veksten vil være lik opp mot snittveksten i bransjen. Likevel er det jo slik Yara satser hardt utenfor Europa og som jeg har vært inne på tidligere, planlagt å gjøre fremtidige vekstinvesteringer nettopp her.

Skulle det nå vise seg at Yara i fremtiden i større grad vil ta del i en del av markedet som forventes å ha størst vekst vil dette ha en svært positiv effekt på Yaras verdi. Dette stiller jeg meg tvilende til da jeg i kapitel 6.2.1 kom frem til at Yara har tapt markedsandeler her til tross for sin satsning.

Jeg vil forutsette at Yara har en relativt svak vekst i omsetningen i de første 3 årene av prognosen. Jeg vil anta for 2009 og 2010 en vekst på 1,75 prosent. Deretter en gradvis økning til Yara når steady state. Det vil med andre ord si 2 prosent i 2011 og 2012, og 2,25 prosent i 2013 og 2014. Når Yara når steady state i 2015 vil jeg anta en vekst på 2,5 prosent. Nedenfor har jeg illustrert prognosen og sammenlignet den med den historiske utviklingen.

Tabell 7.1: Omsetning, historisk justert og prognose

	Normalisert					Prognose							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 CV	
Driftsinntekter/omsetning	43 171	46 474	47 264	56 766	87 992	68 799	71 723	74 950	78 323	82 043	85 940	90 237	
Årlig økning		7,7%	1,7%	20,1%	55,0%	-21,8%	4,2%	4,5%	4,5%	4,8%	4,8%	5,0%	

Omsetningen for 2009 er funnet ved å multiplisere omsetningen for 2008 med 0,75 og deretter med 1,0175.

7.2.2 Råvarer, energikostnader og frakt

Etter analysen i kapitel 6.2.2, kom jeg frem til at denne posten hovedsakelig besto av råvarekostnader. Videre er det slik at råvarer har en tendens å svinge sammen. Dette stemmer også bra med den historiske utviklingen til denne kostnadsposten. Kostnadsposten har økt i takt med de stigende råvareprisene. Når man skal diskutere hvor stor prosentandel en slik post skal ha av omsetningen vil jeg tro posten også være svært sammenfallende med prisen på

gjødsel. Jeg er av den oppfatning fordi høye priser på gass gir høye kostnader i gjødselproduksjonen. Dette igjen vil gi høye priser på gjødsel fordi makten mellom aktørene i bransjen forholdsvis jevnt fordelt. Grunnen at man får avvik skyldes først og fremst at Yara i stor grad operer med langsiktige salgskontrakter av gjødsel og kjøpskontrakter av råvarer. En annen årsak er at prisene på gjødsel og råvarene ikke er helt sammenfallende. Det vil ofte være slik at prisene på gass stiger først og deretter stiger gjødselprisene. Dermed vil inntekten ikke alltid speile kostnaden.

Et annet faktum er at Yara i Europa har hatt et lavere kostnadsnivå på sin produksjon enn konkurrentene. Dette skyldes effektiv produksjon og at Yara besitter høy kunnskap (jamfør kapitel 5). Selv om de har hatt det i fortiden betyr det ikke at de kommer til å ha det i fremtiden. Jeg mener konkurrentene på sikt vil ta igjen Yara her slik at prisene blir presset nedover. Dette fører til at Yara dermed vil få en høyere råvarekostnad.

I min bergning av denne posten vil jeg ta utgangspunkt i det snitt denne posten har utgjort av omsetningen gjennom analyseperioden. Snitt er på 77,6 prosent. Etersom jeg tror konkurrentene etter hvert vil ta igjen Yara i produksjonseffektivitet vil jeg legge på 0,5 prosent i kostnader for hvert år frem til Yara når steady state. Dermed vil denne posten i analyseperioden utvikle seg på følgende måte, målt i prosentandel av omsetningen.

Tabell 7.2: Råvare, energi og fraktkostnader, historisk justert utvikling og prognose

Historisk					Prognose							
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 CV	
75,0 %	78,3 %	8170,0 %	79,6 %	73,5 %	78,0 %	78,4 %	78,8 %	79,2 %	79,6 %	80,0 %	80,0 %	

7.2.3 Lønn og lønnsavhengige kostnader

Yara opplyser i årsrapporten for 2008 at de har planer om å fortsette å redusere antall ansatte som en konsekvens av synergieffektene. Dette vil være snakk om en relativt liten andel av de ansatte (ca 300 ansatte) innen 2010. Jeg ser da bort fra de nye ansatte som vil inngå i konsernet ved oppkjøp og nyetableringer. I prognosen ser jeg klare begrensninger med å sette lønnen som en del av omsetningen da lønningene ikke vil svinge like mye som for eksempel råvarekostnader. Prisene på gjødsel har steget mye under analyseperioden og dermed også

omsetningen. Lønnskostnadene har ikke hatt samme stigning som omsetningen i analyseperioden. De gjennom perioden steget. Men enkelte år har den sunket. Fra 2004 til 2008 har lønnskostnaden hatt en gjennomsnittlig årlig økning på ca 5,6 prosent. Jeg vil i min prognose ta bruke denne gjennomsnittlige årlige økningen de tre første årene da Yara i likehet med analyseperioden vil få effekt av synergier. Deretter vil jeg anta at lønnskostnaden vil øke med 6 prosent hvert år. Jeg vil også legge på inflasjon på 2,5 prosent for hvert år.

7.2.4 Andre kostnader

Denne kostnadsposten anser jeg som omsetningsavhengig. Derfor vil jeg regne den som en prosentandel av omsetningen. Den er også forholdsvis stabil. Jeg vil for enkelhets skyld derfor bruke snittet for perioden. Dette er 3,6 prosent.

7.2.5 Driftsinvesteringer

Jeg velger å måle driftsinvesteringer i prosent av omsetningen. Det kan tyde på at investeringene har ligget på et høyt nivå gjennom analyseperioden. Dermed skulle man kanskje tro at investeringene vil ligge på et lavere nivå i tiden fremover. Jeg antar derfor en nedadgående tendens her målt i prosent av omsetningen. Jeg vil ta utgangspunkt i snittet på 3,2 prosent. Videre vil jeg anta driftsinvesteringene reduseres med 2 prosent hvert år frem til CV. Nedenfor beregnet investeringsbehovet til Yara.

Tabell 7.3: Prognose driftsinvesteringer

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 CV
Driftsinvesteringer i % av omsetningen	3,14 %	3,07 %	3,01 %	2,95 %	2,89 %	2,83 %	2,78 %

7.2.6 Endringer i arbeidskapital

Arbeidskapitalen ser ut til å ligge på et jevnt nivå av omsetningen på rundt 15-16 prosent. Med unntak av 2008 der den ligger på over 20 prosent. Dette skyldes en stor økning i varelagrene ettersom etterspørselen etter gjødsel og industriprodukter falt kraftig mot slutten

av 2008. Jeg vil bruke 15,5 prosent som normalisert arbeidskapital i min prognose. Endringene fra år til år vil så bli trukket fra. Dette innebærer at jeg vil frigjøre kapital fra 2008.

7.2.7 Engangsinvesteringer

Jeg har gjennomgått årsrapportene og lett etter investeringer Yara planlegger for fremtiden som vil påvirke kontantstrømmene i min prognose. Jeg fant følgende;

1. Yara har inngått en kontrakt om å bygge en ny ureafabrikk i Finland. Totalt er investeringen på 400 millioner Euro og fabrikken skal ferdigstilles i løpet av 2011.
2. Yara vil foreta en investering i fosfatproduksjonen relatert til Siilijärvi – gruven i Finland. Investeringen er på 60 millioner Euro og ferdigstilles i løpet av 2009.
3. Planlagt å utvide produksjonskapasiteten ved fabrikken Saskferco i Canada. Ferdigstilles i løpet av 2009 og har en produksjonskostnad på 84 millioner CAD.

Disse investeringene er ikke noe jeg vil betrakte som ordinere driftsinvesteringer. Samtidig er dette investeringer Yara planlegger slik at de vil påvirke fremtidige kontantstrømmer. Jeg har derfor trukket disse fra kontantstrømmene for de gjeldene årene. Jeg har diskontert disse mot avkastningskravet fra kapittel 8.3. De investeringer som er gåt over flere år, har jeg fordelt likt over hele investeringsperioden. Nedenunder vises beregningene. Jeg har regnet med en eurokurs lik 8,50 og en dollarkurs lik 5,50.

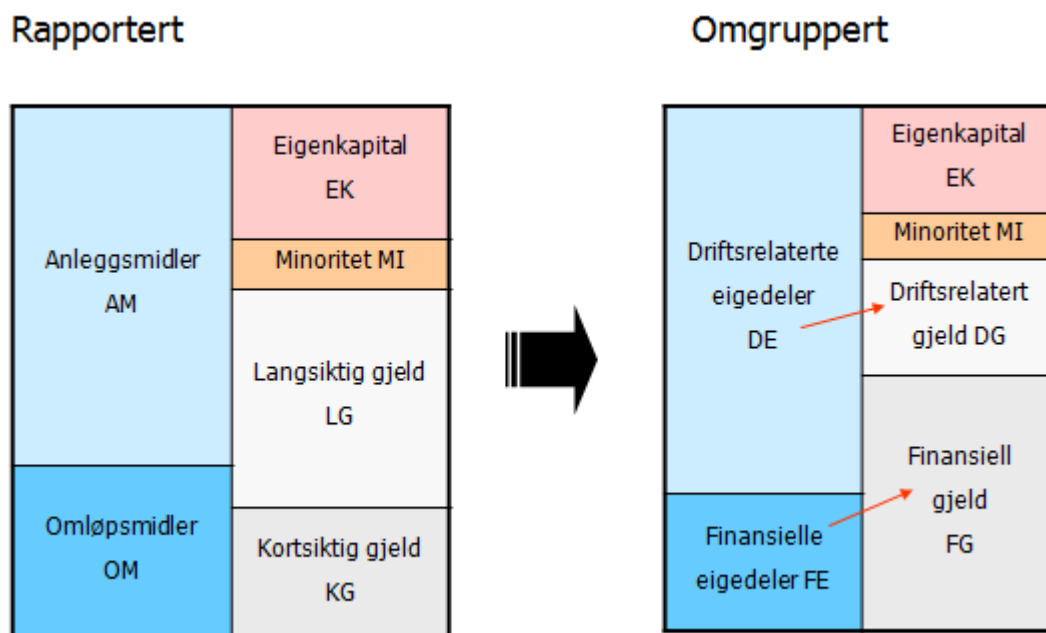
Tabell 7.4: Engangsinvesteringer

Investering		2009	2010	2011
Ny ureafabrikk i Finland	400 Euro	1 133	1 133	1 133
Investering i fosfatproduksjonen, Siilijärvi Finland	60 Euro	510		
Utvidelse ved fabrikken Saskferco i Canada	84 CAD	462		
Sum investeringer		2 105	1 133	1 133
Diskontert		1 962	984	917
Eurokurs	8,5			
CAD kurs	5,5			

7.3 Omgruppering av balansen - netto finansiell gjeld

I min oppgave har jeg valgt å bruke totalverdimodellen. Dette betyr at jeg ved omgrupperingen har som mål å finne markedsverdien av netto finansiell gjeld. Med netto finansiell gjeld mener jeg her finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Summen av dette, netto finansiell gjeld, trekkes så fra EV som et steg mot å finne verdien på egenkapitalen av Yara.

Et tradisjonelt regnskap har fokus mer rettet mot å gi kreditorer info. Man sier at regnskapet er kreditororientert. Dette betyr at regnskapets oppstilling er slik at kreditorer lettere kan få oversikt over forhold som vil påvirke et selskaps evne til å betjene gjeld. Ved et tradisjonelt finansregnskap er eiendelen stilt opp etter likviditet, altså omløpsmidler og anleggsmidler. Mens gjelden er stilt opp etter forfalltidspunkt, altså kortsiktig – og langsiktig gjeld. Målet mitt i omgrupperingen blir derfor å finne ut hvilke eiendeler/gjeld som er driftsrelaterte og dermed med på å skape resultat fra driften. Og likeledes hva som er finansiell relater og dermed kan trekkes fra EV. Dette skissert nedenfor.



Kilde: Kinserdal vår 2008

Figur 7.1: Omgruppering av balansen

Et problem med omgrupperingen er å definere hva som er driftsrelatert og hva som finansielt. Dette gjør at man ofte må bruke skjønn og vurdere hver enkelt post hver for seg. Det er ofte slik at en post kan være drifts eller finansrelatert alt etter som hva posten brukes til. For eksempel kan man tenke seg et selskap som eier en eiendom. Dersom denne brukes i driften, dvs. den bidrar til å generere kontantstrømmer fra drift, må denne anses som en driftsrelatert eiendel. Dersom den ikke brukes i driften, men kun er brukt som en pengeplassering er det snakk om en finansiell eiendel.

For gjeldsposter er ofte hovedregelen at driftsrelatert gjeld er den gjeld det ikke er renter på, altså ofte den kortsiktige gjelden. Finansiell gjeld er den gjeld det er rentekostnader på, dvs. ofte den langsiktige gjelden.

Å omgruppere etter denne inndelingen er derimot ikke helt korrekt da det er mange poster hvor det er rentekostnader på som kan relateres til driften. Et annet aspekt her er at mye av den kortsiktige gjelden faktisk har innbakt rentekostnader i selve prisen.

Jeg vil under omgrupperingen av balansen for Yara 2008, ta for meg post for post og diskutere de postene jeg mener det kan være usikkerhet rundt. Jeg vil hele tiden under drøftningen ta utgangspunkt i konsernregnskapet for 2008 og dets noter.

7.3.1 Eiendeler

I tabellen under har jeg vist hvordan jeg har kommet frem til omgrupperingen av eiendelssiden. Kommentarer til postene følger under.

Tabell 7.5: Omgruppering eiendeler

Eiendeler	
<i>Driftsrelaterte eiendeler</i>	
Imamaterielle eiendeler	4 215
Varige driftsmidler	22 524
Tilknyttede selskaper og fkv	9 590
Varebeholdninger	20 195
Kundefordringer	10 062
Forskuddsbetalte kost. og andre o	2 797
Kontanter og bankinnskudd	3 026
<i>Sum driftsrelaterte eiendeler</i>	72 409
<i>Finansielle eiendeler</i>	
Andre langsiktige eiendeler	4 669
Forskuddsbetalte kost. og andre o	400
Kontanter og bankinnskudd	175
<i>Sum finansielle eiendeler</i>	5 244
<i>Utsatt skattefordel</i>	3 235
Sum eiendeler	80 888

Utsatt skattefordel

Ses i sammenheng med gjeldposten utsatt skatteforpliktelse. Teorien tilsier at denne fratrukket utsatt skatteforpliktelse vil være lik null dersom det ikke eksisterer et fremførbart underskudd eller en gevinstsaldo. Verdien på disse vil jeg regne separat og trekke fra/legge til entrepriser value. Utsatt skattefordel og utsatt skatteforpliktelse er derfor ikke med i omgrupperingen.

Immaterielle eiendeler

Brukes i driften. Dette er dermed en driftspost.

Varige driftsmidler

Brukes i driften. Dette er dermed en driftspost.

Tilknyttede selskaper og fellskontrollert virksomhet

Denne posten vil anses som en driftsrelatert post dersom selskapene det er investert i er relatert til Yaras drift. I note 12 er det gitt en rekke opplysninger om disse selskapene. Slik jeg oppfatter opplysningene er alle disse selskapene på en eller annen måte deltagende i gjødselindustrien. Når vi også tar i betraktning at det er en del av Yaras strategi er det klart for meg at denne posten er en driftsrelatert eiendel.

Andre langsiktige eiendeler

I note 14 er følgende oppstilling gitt:

Forskuddsbetalte pensjoner	61
Egenkapitalinvesteringer tilgjengelig for salg	2794
Rentebytteavtale utpekt som sikringsinstrument	97
Langsiktige utlån og fordringer	1716
Sum andre langsiktige eiendeler	4668

Pensjonsmidler er driftsrelatert siden de er en konsekvens av å ha ansatte til driften. På den annen side vil ikke selve driften påvirkes dersom Yara ønsker å kvitte seg med disse postene. De forskuddsbetalte pensjonene er her å betrakte som en finansiell eiendel.

Egenkapitalinvesteringene gjelder hovedsakelig investeringer i to børsnoterte selskaper. Disse har relasjoner til gjødselindustrien, men som Yara opplyser i notene, ”Yaras innflytelse anses ikke som signifikant”. I tillegg er de holdt for salg. Jeg anser denne posten som finansiell eiendel.

Rentebytteavtalen anses som et finansielt derivat og langsiktige utlån/fordringer er også å anse som en finansiell post.

Varebeholdninger

Brukes i driften. Dette er dermed en driftspost.

Kundefordringer

Brukes i driften. Dette er dermed en driftspost.

Forskuddsbetalte kostnader og andre omløpsmidler

Av notene i regnskapet fremkommer det at denne posten består av:

Merverdiavgift og salgsrelaterte avgifter	1270
Finansielle derivater	385
Råvarederivater og innebygde derivater	15
Andre kortsiktige eiendeler	735
Forskuddsbetalte kostnader	792
Sum Forskuddsbetalte kostnader og andre omløpsmidler	3197

Merverdiavgift og andre salgsrelaterte avgifter er i noe Yara må ha for driften. Denne posten er dermed driftsrelatert. De to derivatpostene anses som finansielle da selve driften ikke påvirkes dersom disse selges ut av selskapet. Av postene andre kortsiktige eiendeler og forskuddsbetalte kostnader fremkommer det ingen opplysninger i notene. Jeg velger derfor å forutsette at disse er driftrelaterte.

Andre likvide midler

Det er opplyst i notene at denne posten består av bankinnskudd med bindingstid mellom tre måneder og et år. Denne posten er svært liten og vil i fortsettelsen sees i sammenheng med posten kontanter og bankinnskudd.

Kontanter og bankinnskudd

Kontanter er å anse som en finansiell eiendel. Imidlertid er det slik at det alltid vil være behov for en viss andel kontanter for å dekke svingninger i arbeidskapitalen gjennom året. En grei regel å forholde seg til er at all overskuddslikviditet som ikke trengs i driften er finansiell.

Overskuddslikviditet kan defineres som alt over 10 % av kundefordringer + varelager (Kinserdal 2008). Dette betyr at jeg får følgende oppstilling til omgrupperingen:

Varer og Kundefordringer	30 257	
Andre likvider og kontanter/bankinnskudd	3 201	
10 prosent av varer/kundefordringer	3 026	D
Overskuddslikviditet	175	F

7.3.2 Gjeld

I tabellen under har jeg vist hvordan jeg har kommet frem til omgrupperingen av egenkapital og gjeldssiden. Kommentarer til postene følger under.

Tabell 7.6: Omgruppering av gjeld

EK og gjeld	
Egenkapital eks. minoritetsinteresser	30103
Driftsrelatert gjeld	
Langsiktige avsetninger	630
Levrandørgjeld og annen gjeld	9 277
Kortsiktige avsetninger	488
Annen kortsiktig gjeld	1 542
Betalbar skatt	1 592
Sum driftsrelatert gjeld	13 529
Finansiell gjeld	
Pensjonsforpliktelser	3 009
Andre langsiktige forpliktelser	413
Langsiktig rentebærende gjeld	22 037
Banklån og annen kort. rentebærende gjeld	5 937
Første års avdrag på langsiktig lån	21
Minoritetsinteresser	164
Sum finansiell gjeld	31 581
Utsatt skatteforpliktelser	5 675
Sum EK og gjeld	80 888

Pensjonsforpliktelser

Samme argumentasjon som ved posten andre langsiktige eiendeler. Denne posten er finansiell.

Betalbar skatt

Betalbar skatt er en post som inngår i arbeidskapitalen og er dermed driftsrelatert.

Andre langsiktige forpliktelser

I notene er det gitt lite opplysninger om denne posten. Jeg velger her å følge hovedreglen om at langsiktig gjeld er finans post.

Langsiktige avsetninger

Av notene kommer det fram at disse avsetningene er relatert til forpliktelser Yara har som en konsekvens av deres drift. For eksempel kan det nevnes miljøforpliktelser og rivningsforpliktelser. Denne posten er derfor en driftspost.

Langsiktig rentebærende gjeld

Langsiktig rentebærende gjeld er en finanspost.

Leverandørgjeld og annen gjeld

Leverandørgjeld er definitivt driftsrelatert. Videre består posten av forskuddsbetaling fra kunder som også er driftsrelatert. I tillegg består posten av ”øvrige”. Jeg fant ingen opplysninger om denne posten. Jeg antar derfor at denne delen også er driftsrelatert.

Kortsiktige avsetninger

Samme argumentasjon som under langsiktige avsetninger. En driftspost.

Annen kortsiktig gjeld

Gjelden er definert som kortsiktig rentefri gjeld. Jeg antar dermed at den er driftsrelatert.

Banklån og andre kortsiktig rentebærende gjeld

Posten består av kassakreditt, sertifikater og banklån. De er dermed finansielle poster.

Første års avdrag på langsiktig lån

Avdrag på langsiktig lån er en del av den langsiktige rentebærende gjelden. Ergo er dette en finanspost.

Minoritetsinteresser

Det mest korrekte her ville vært å beregne virkelig verdi på minoritetsinteressene og så trukket de fra entreprise value som en egen post. For å begrense meg i oppgave har jeg valgt å bruke bokført verdi og omgruppert dette som finansiell gjeld. Minoritetsinteresser er også en relativt liten post, dermed vil denne fremgangsmåten ikke ha mye å si for verdsettelsen.

7.4 Skatt

7.4.1 Fremførbare underskudd

Utsatt skatt/skattefordel blir betegnet som en gjeldspost i regnskapet. Men det er viktig å være klar over at utsatt skatt er skatt som skal betales dersom eiendelene selges. I fundamental verdsettelse forutsetter vi evig drift. Dermed er det lite aktuelt å selge disse eiendelene. Ergo vil det aldri bli aktuelt å betale denne skatten. Dermed vil verdien av denne være lik null. Altså vil verdien av utsatt skatt/skattefordel ikke legges til/ trekkes fra Enterprise value. Det er riktignok unntak. Og unntakene gjelder to forhold.

Det første forholdet er fremførbare underskudd. Fremførbare underskudd vil direkte redusere skatten i de kommende driftsårene. Det vil derfor kunne forsvares å legge denne verdien til Enterprise value. Fremførbare underskudd i årsregnskapet for 2008 var på 1024 millioner. I kurset BUS425 fikk vi forelest metode for behandling av fremførbare underskudd. Ved denne metoden vurderte man først i hvilken grad selskapet var i stand til å bruke opp det fremførbare underskuddet. Ved å bruke å bruke opp 1024 millioner i fremførbart underskudd vil gi Yara et skattelette på $1024 * 0,25 = 256$ mill (jamfør skattests på 25 prosent fra kapitel 7.4.2). Ut i fra min prognose ser det ut som Yara vil være i stand til å bruke opp dette allerede første driftsår. Jeg vil dermed diskontere denne til med avkastningskravet og legge den til entreprise value. Verdien av fremførbart underskudd som vil bli tillagt EV vil da være $256 / 1,073 = 239$.

Det andre forholdet som bør vurderes er store skattepliktige gevinster. Jeg fant ingen slike i min gjennomgang av årsrapportene (Kinserdal 2008).

7.4.2 Effektiv skatt på driftsresultat - investeringer

For å utføre en verdsettelse er det nødvendig å beregne effektiv skatt til kontantstrømmene. Denne skattesatsen vil jeg også bruke ved beregning av avkastningskravet. Det vil være flere faktorer som man bør ta hensyn til og som skaper problemer i beregningen av effektiv skattesats. For eksempel operer Yara i flere forskjellige land. Yara vil dermed oppleve forskjellige skatteregler og skattesatser som til sammen inngår i konsernregnskapet. Yara er jo et globalt selskap og har virksomhet i mange forskjellige land. Denne sammensetningen forandres jo hele tiden og i fremtiden vil Yara kanskje i tråd med sin strategi har en større del av virksomheten sin i land med lavere skattesatser.

Jeg kan ta utgangspunkt i Yaras veide skattesats på konsernnivå ettersom denne ville speile konsernets samlede skattebelastning. Denne satsen har de siste årene derimot vært svært varierende og vil sannsynligvis også være det i fremtiden. I kurset BUS 425 ble vi opplært til å ta utgangspunkt i den veide skattesatsen på konsernnivå for så justere denne med ulike tommelfingerregler. Tommelfingerreglene er skissert i tabellen nedenfor.

Tabell 7.7: Tommelfingerregler skattesatser

Vekst lik ~ 0	-> noninell skattesats	~ 28 %
Tjenesteytende næringer med lite avskrivninger	-> noninell skattesats	~ 28 - 30 %
Moderat vekst	-> noninell skattesats	~ 25 %
Høy vekst med jevnt nivå av investeringer/avskrivninger	-> noninell skattesats	~ 20 %

Kilde: Kinserdal 2008

Jeg vil i min oppgave bruke oppgave bruke en skattesats på 25 %. Dette fordi Yara fortsatt er i vekst, men dog i en moden fase. Selv om mitt valg kan av skattestatst kan virke noe tilfeldig vil jeg påpeke at selv om jeg skulle bomme ganske kraftig vil dette ha relativt liten innvirkning på min endelige konklusjon. Dvs. mitt verdiestimat. Ved selv en feilmargen på 10 prosentpoeng i skattesatsen vil påvirkningen av verdien av Yara være relativt liten. Dette fordi

en høyere skatt reduserer kontantstrømmen, men den på den annen side reduserer avkastningskravet.

8. Avkastningskrav

Dersom en investering i Yara – aksjer skal være lønnsomt må avkastningen på kapitalen være større enn kapitalkostnaden. Avkastningskravet vil gjenspeile risikoen ved å kjøpe Yara - aksjer. Avkastningskravet vil dermed være lik det kravet aksjonærene krever og vil dermed bli referert til som selskapets kapitalkostnad. I en kontantbasert verdsettelse vil kontantstrømmene bli neddiskontert med dette kravet. Jeg vil i denne oppgaven benytte meg av Weighted Average Cost of Capital, altså WACC. WACC kan defineres som

$$WACC = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{G}{V} \times k_g$$

Der

E= markedsverdi av egenkapital

G = markedsverdi av gjeld

V = selskapsverdi, (dvs. E+G)

k_e = avkastningskrav til egenkapital

k_g = avkastningskrav til gjeld

Ved bruk av WACC forutsetter man Miller-Modigliani hypotesen. Dette vil bety at verdien av selskapet ikke avhenger av hvordan selskapet er finansiert. Dette er sannsynligvis ikke helt korrekt ettersom skatt og konkurskostnader vil avhenge av forholdet mellom egenkapital og gjeld. Jeg velger likevel å ha dette som utgangspunkt.

Jeg vil i det følgende ta for meg og diskutere ulike størrelser jeg trenger for å beregne avkastningskravet til Yara.

8.1 Avkastningskrav til egenkapital

Ved estimering vil avkastningskravet til egenkapitalen vil jeg ta utgangspunkt i CAPM (Capital Asset Pricing Modell). Modellen forutsetter at investorene er risikoaverse og dermed

plasserer sine investeringer spredt, dvs. diversifisering av investeringene. Effekten av dette gjør at man kompenserer investorer for systematisk risiko. I CAPM vil denne risikoen beregnes med en betaverdi. Betaverdien (β) uttrykker den markedsrelaterte risikoen knyttet til generelle markedsbevegelser. Den usystematiske risikoen er spesifikk risiko for selskapet. Denne antas at man kan diversifisere bort.

CAPM tilsier at forventet avkastningskrav er lik risikofri rente pluss selskapets betaverdi multiplisert med markedets risikopremie. Avkastningskravet til egenkapitalen kan dermed defineres som;

$$E(r_i) = r_f \times (1 - s) + [E(r_m) - r_f] \times \beta_i + \lambda$$

Der;

$E(r_i)$ = forventet avkastning i aksjen

r_f = risikofri rente

s = skattesats

$E(r_m)$ = markedets forventede avkastning

β_i = betaverdi

λ = likviditetspremie

For å kunne bruke modellen og finne avkastningskravet er jeg født nødt til å diskutere flere størrelser. Disse vil være risikofri rente, markedets risikopremie, og betaverdien til Yara. Skattesatsen er satt til 25 prosent jamfør kapittel 7.4.2. Jeg kommer ikke til å legge inn en likviditetspremie i avkastningskravet. En eventuell likviditetspremie vil diskuteres etter beregningen av verdiestimatet.

8.1.1 Risikofri rente

Jeg vil her forsøke å finne et estimat for den nominelle risikofrie renten etter skatt. I kurset BUS 425 fikk vi forelest at den beste måten å gjøre dette på var å se på renten til lange statsobligasjoner. Renten på 10 års lange statsobligasjoner var per april 2009 på 3,9 prosent (Norges Bank, 2009).

Dersom man justerer for en skattesats på 25 prosent vil risikofri rente etter skatt være 2,93 prosent.

8.1.2 Risikopremie

Risikopremien tilsvarer differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente.

Jeg vil gjøre dette ved å ta utgangspunkt i den historiske markedsrisikopremien.

Gjennomsnittlig risikopremie ved Oslo Børs fra 1958 til og med 2004 var på 5,5 prosent. Da er de 10 % høyeste og de laveste observasjonene fjernet. Dette vil være mitt utgangspunkt for fremtidig risikopremie. Denne risikopremien er allerede etter skatt (Kinserdal 2008).

8.1.3 Egenkapitalbeta

Betaverdien er et mål på den systematiske risikoen selskapet står ovenfor. Betaverdien måles som samvariasjonen mellom avkastningen til et selskap og markedsporteføljens avkastning.

For en betaverdi lik 1 vil selskapet ha den samme volatiliteten i avkastningen som markedsporteføljen. Ergo vil et selskap med betaverdi høyere enn 1 ha høyere volatilitet i avkastningen enn markedet, mens et selskap med betaverdi lavere enn 1 ha lavere volatilitet i avkastningen. Betaverdien til et selskap regnes ut med følgende formel;

$$\beta = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{var}(r_m)}$$

Der;

r = avkastning til selskapet

r_m = avkastningen til markedsporteføljen

$\text{var}(r_m)$ = volatiliteten i avkastningen til markedsporteføljen

Videre er kovariansen eller variansen et mål på den underliggende lineære avhengigheten mellom to stokastiske variabler. Formelen for kovariansen er vist nedenunder.

$$\text{Cov}(X, Y) = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{n}$$

Her er \bar{x} gjennomsnittet av x_1, x_2, \dots, x_n og \bar{y} er gjennomsnittet av y_1, y_2, \dots, y_n .

Volatiliteten som brukes er volatiliteten til avkastningen til OSEBX. Jeg vil benytte med av månedlige endringer i avkastningen til OSEBX og Yara over en fem års perioden. Perioden vil være fra 31.03.2005 til 28.04.2009. Jeg vil bruke sluttkursen for den siste handelsdagen i hver måned. Jeg har kommet frem til en betaverdi lik 1,1. Utregningen er vist i vedlegg 2.

8.1.4 Uregning avkastningskrav til egenkapital

Etter å ha funnet de størrelsene jeg trenger er det nå mulig å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen. Jeg vil ikke legge til noen likviditetspremie. Yara er en av de mest omsatte aksjene på Oslo børs.

$$E(r_i) = r_f \times (1 - s) + [E(r_m) - r_f] \times \beta_i + \lambda$$

$$E(r_i) = 2,93 \% + 5,5 \% * 1,1$$

$$E(r_i) = 8,98 \%$$

8.2 Avkastningskrav til gjeld

En finansiell lånegiver setter alltid krav på den gjeld som den utsteder. Dette kravet vil inneholde en risikofri rente dvs. en risiko for systematisk risiko og en risikopremie for konkursrisiko. Dette gjeldskravet kan derfor uttrykkes med;

$$r_g = r_f + \text{kredittrisikopremie}$$

Kredittrisikopremien kan sees som en funksjon av finansiell gearing og systematisk risiko.

Dette kan igjen måles som konkurssannsynlighet multiplisert med tap ved konkurs.

Kredittrisikopremien kan finnes ved å bruke et syntetisk ratingsystem.

Tabell 8.1: Kredittrisikopremie

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

Kilde: Kinserdal 2008

Ratingbyrået Standard & Poor's gir Yara ratingen BBB. Denne ratingen har Yara fått i årrekke og jeg vil ta utgangspunkt i denne i min oppgave. Ratingen BBB gir en kredittrisikofaktor på 0,4. Dersom ganger denne med risikofri rente og legger til risikofri rente vil jeg få et avkastningskrav til gjeld etter skatt lik; $2,93 \% + (2,93 \% * 0,4) = 4,102$

8.3 Utregning WACC

Nå som jeg har funnet avkastningskravene til henholdsvis egenkapitalen og gjelden kan jeg finne avkastningskravet til totalkapitalen. Per 29. mai 2009 hadde Yaras aksjekurs 206,50. Yara hadde på samme tidspunkt utsted 288 831 900 aksjer. Markedsverdien på egenkapitalen var dermed 59 644 millioner. Ved gjeldsandelen tar jeg utgangspunkt i mine beregninger fra omgrupperingen i kapittel 7.3. Jeg kom da fram til at finansiell gjeld var på 31 582 millioner. Totalkapitalen var dermed på 91 226 millioner. Dette gir en egenkapitalandel lik 65 prosent og en gjeldsgrad på 35 prosent. Utregningen av WACC gir;

$$\text{WACC} = \frac{E}{V} \times k_e + \frac{G}{V} \times k_g$$

$$\text{WACC} = 0,65 * 8,98 \% + 0,35 * 4,102 \% = 7,273.$$

Jeg runder av og vil bruke WACC lik 7,3 prosent i oppgaven.

9. Enterprise Value og verdi av egenkapital

For å finne enterprise value summerer jeg nåverdien av alle kontantstrømmene fra prognoseperioden og legger på continuing value til slutt. Jeg får så en enterprise value lik 91 016 millioner. Deretter trekkes netto finansiell gjeld fra og jeg legger til verdien av de fremførbare underskuddene. Dette gjør at jeg nå står tilbake med verdien av egenkapitalen til Yara. Jeg deler så den på antall aksjer og får aksjeverdien. Min verdsettelse tilsier at Yara – aksjen er verdt ca 225 kr. Nedenunder vises hvordan jeg har kommet frem til mitt estimat. Jeg har i beregningene benyttet meg av de størrelser og estimater jeg gjennom oppgaven har diskutert meg frem til.

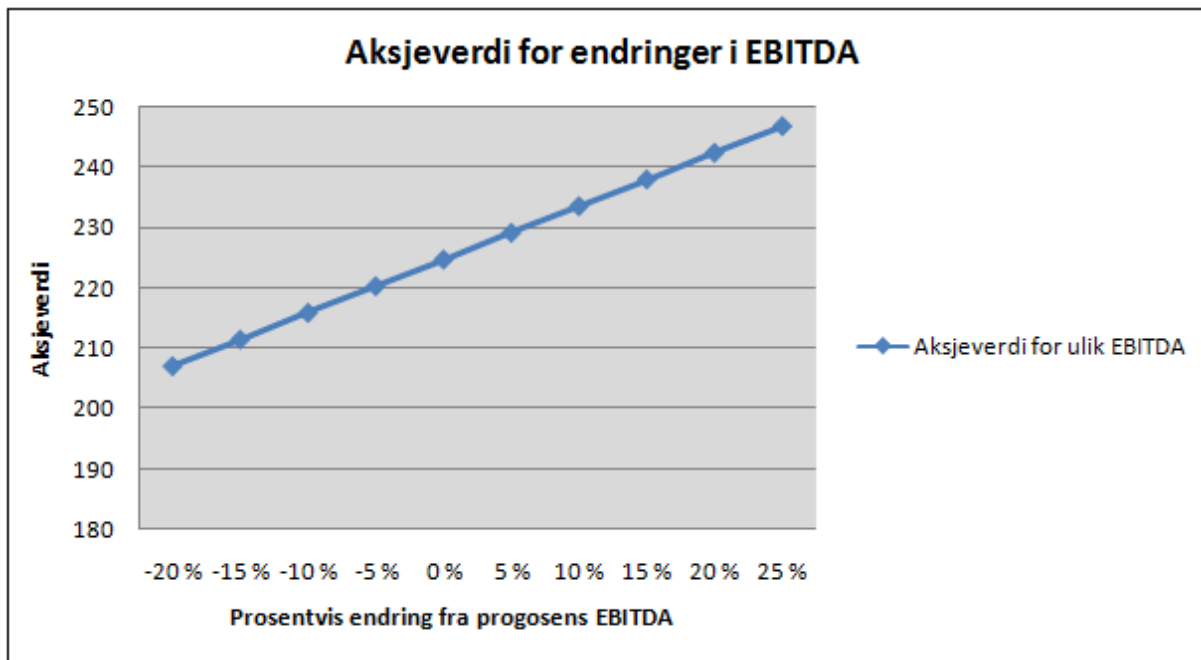
9.1 Sensitivitetsanalyse

Den fundamentale verdsettelsen jeg har foretatt er basert på mine estimater. Verdien jeg har kommet frem til forutsetter imidlertid at mine estimater er riktige. Det vil av den grunn være interessant å se hvordan endringer i sentrale estimatstørrelser vil påvirke verdien på Yara - aksjen. Jeg vil derfor gjøre en sensitivitetsanalyse på noen av de sentrale estimatstørrelsene. Jeg har valgt å se på hvordan aksjeverdien endrer seg dersom;

1. EBITDA endrer seg
2. Avkastningskravet (WACC) endrer seg
3. Vekstfaktoren i Continuing value endrer seg

9.1.1 Sensitivitet for endring i EBITDA

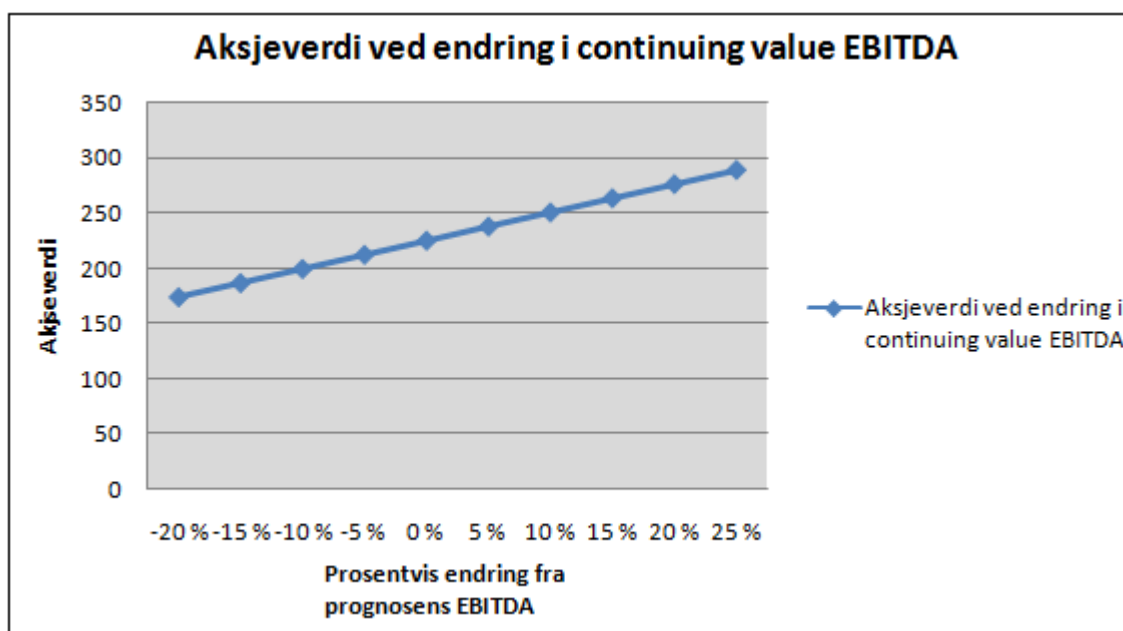
I figur 9.1 nedenfor har jeg latt aksjeverdien variere med å endre EBITDA i prognosen. Dette inkluderer ikke EBITDA – verdien for continuing value.



Figur: 9.1 Aksjeverdi for endringer i EBITDA

EBITDA for hvert år er endret med en proSENTSATS som vises i den horisontale aksen. I den vertikale aksjen vises det hvordan verdien på aksjen endrer seg ettersom EBITDA endrer seg. Vi kan altså se her at det er snakk om relativt store endringer og før verdien faller lavere enn dagens aksjekurs. Selv ved en reduksjon på EBITDA tilsvarende 20 prosent vil ikke mitt estimat falle under dagens aksjekurs.

Det ser ut som verdifastsettelsen er mer avhengig av EBITDA størrelsen som brukes i continuing value. I figur 9.2 har jeg kun endret EBITDA som brukes i continuing value og holdt fast ved estimatene mine for resten av prognosen.



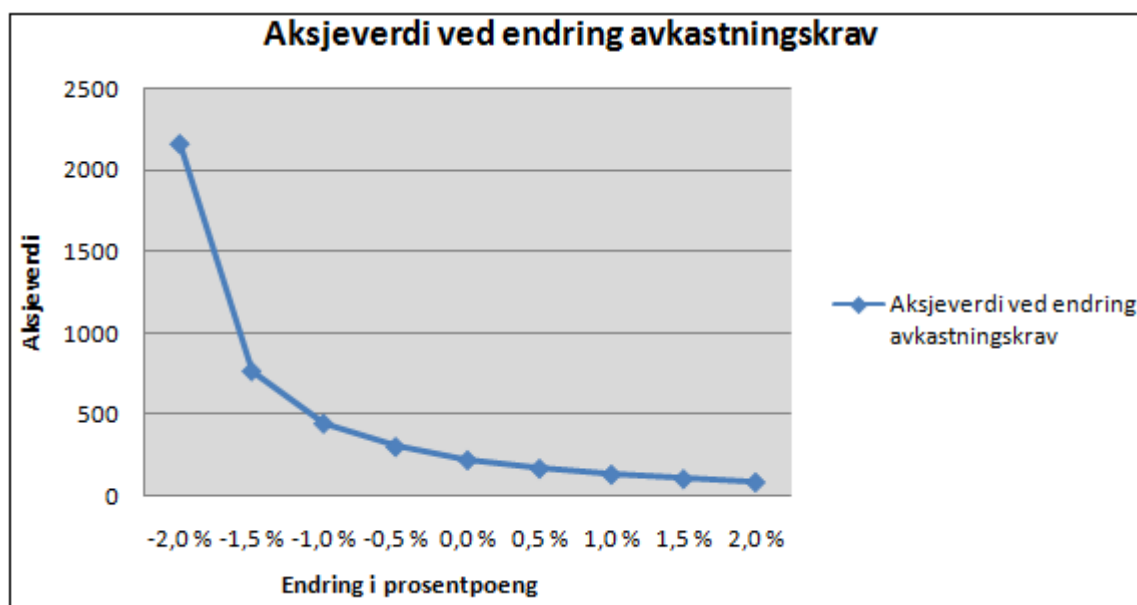
Figur 9.2: Aksjeverdi ved endring i continuing value EBITDA

Som vi ser her vil en reduksjon i EBITDA i continuing value på rundt 10 prosent føre til at estimatverdien faller under dagens aksjekurs. Det er altså langt større utslag ved endring av EBITDA i continuing value. Dette skyldes at jeg har operert med en prognoseperiode som gjør at continuing value er meget dominerende. En lengre prognoseperiode ville utlignet denne forskjellen. Noe som man bør ta hensyn til her er at det er knyttet langt større usikkerhet til denne verdien, da den er langt ute i analyseperioden. Selv om jeg forventer sykliske svingninger kan det over tid skje endringer i fundamentale forhold som påvirker det

jeg anser som en normal EBITDA. Jeg har gjort flere forutsetninger i oppgaven og endringer i disse vil kunne utløse endringer i mitt verdiestimat.

9.1.2 Sensitivitet for endring i avkastningskrav

Jeg vil her se hvilke utslag en endring i totalavkastningskravet vil gjøre for aksjeverdien. Som vil ser av figur 9.3 vil en endring i avkastningskravet kunne få meget store utslag.

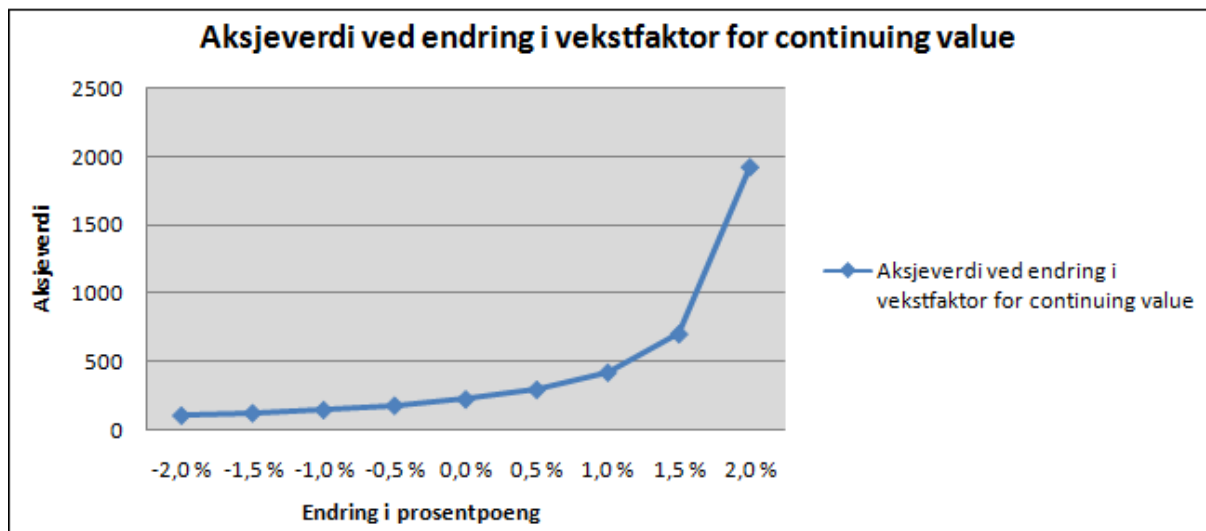


Figur 9.3 Aksjeverdi ved endring avkastningskrav

Naturlig nok ser vil at et lavere avkastningskrav vil medføre en høyere verdi på selskapet. Likeledes ser vi at et høyere avkastningskrav gir en lavere verdi. Mitt estimat ser ut til å være meget sensitivt for endringer i avkastningskravet. Ved kun å øke avkastningskravet med 0,2 prosentpoeng vil verdiestimatet falle under aksjekursen. En endring i avkastningskravet kan skyldes flere forhold. Endringer i betaverdi og rentenivå påvirker avkastningskravet direkte. Rentenivået bestemmes av flere makroøkonomiske forhold som ofte er vanskelig å forutse. Muligens er rentenivået jeg har brukt lavt i historisk sammenheng slik at et høyere avkastningskrav vil kunne forsvares.

9.1.3 Sensitivitet for vekst i continuing value

En viktig faktor i verdsettelsen er veksten i continuing value. Som jeg var inne på vil continuing value være ganske dominerende i min verdsettelse. I figur 9.4 har jeg har jeg illustrert hvordan aksjeverdien vil endre seg ved en endring i vekstfaktoren.



Figur 9.4 Aksjeverdi ved endring i vekstfaktor for continuing value

Som vi ser gir endringer i veksten store utslag i verdien. En reduksjon i veksten på 0,2 prosentpoeng vil føre til at mitt estimat vil falle under dagens aksjekurs. Annet som er verdt å merke seg er at kurven ser ut til å være konveks. Dvs. at en mulighet for svært høy vekst vil gi store utslag. Jeg har allerede argumentert for at jeg mener gjødselindustrien er en moden bransje, men jeg utelukker ikke en høy vekst i fremtiden. Dersom dette skulle bli tilfelle vil mitt vekstanslag være for pessimistisk og dermed skulle man kunne forsvare en høyere aksjekurs.

10. Konklusjon og handlingsstrategi

I min oppgave har jeg foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Yara International ASA. Dette har jeg gjort ved å bruke av fundamental verdsettelse og kapitalmetoden.

Jeg har kommet frem til at Yara har en verdi på ca 225 kroner. Per 6. juni 2009 var aksjekursen til Yara på 208, 50 kroner. Altså er mitt verdiestimat noe høyere enn faktisk verdi på nåværende tidspunkt. Dette skulle dermed tilsi at man på grunnlag av det resultat jeg har kommet frem til bør kjøpe Yara – aksjen.

Imidlertid er det flere usikkerhetsmomenter inne bildet. Fra sensitivitetsanalysen fant jeg at kun små endringer i sentrale estimatstørrelser ville kunne føre til store endringer i mitt verdiestimat. Dette gjør at jeg det er vanskelig å gi noen konkret handelsstrategi basert på min verdsettelse.

Det er knyttet spesielt stor usikkerhet til totalavkastningskravet og vekstfaktoren jeg operer med i continuing value. Dette kan skyldes at jeg muligens har vært for skeptisk til Yaras evne til å ta del i markedsvekst utenfor Europa. Jeg kan derfor ha operert med for lav vekst i min prognose. På den annen side mener jeg samtidig at det er muligheter for at avkastningskravet er for lavt. Avkastningskravet er delvis basert på dagens renter som er lave i historisk sammenheng.

En fundamental verdsettelse er relativt krevende og baserer seg på mange forutsetninger. Derfor er det i utgangspunktet en ambisiøs målsetning å verdsette et selskap på denne måten. Selv erfarne analytikere har ofte problemer med å treffe med sine prognoser. De estimerer jeg har bygget min verdsettelse må derfor vurderes med en viss ydmykhet.

Jeg mener det er stor usikkerhet rundt flere fundamentale forhold i denne verdsettelsen. Derfor at det er vanskelig å anbefale enten kjøp eller salg av aksjen. Dersom jeg likevel skulle komme med en anbefaling måtte dette i så fall være en kjøpsanbefaling. Dette skyldes først og fremst at jeg muligens har vært for lite optimistisk i forhold til Yaras vekst.

Referanseliste

Energy Charter Secretariat, 2007, Brussel. *Putting a price on energy*, Nedlastet 25.05.09:
http://www.encharter.org/fileadmin/user_upload/document/Oil_and_Gas_Pricing_2007_ENG.pdf

Hill, C. W. L. & Jones G. R. 2004. *Strategic Management Theory: An Integrated Approach*.
Houghton Mifflin, Boston

International Monetary Fund, 2009, Washington. *World Economic Outlook*, Nedlastet
13.04.09: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01/pdf/0109.pdf>

International Energy Agency, 2009, Paris, *Natural Gas Information*, Nedlastet 15.04.09
<http://data.iea.org/ieastore/product.asp?dept%5Fid=101&pf%5Fid=303> (*Siden krever brukernavn og passord.*)

Jacobsen, E. W. & Lien, Lasse B. 2001. *Ekspansjon*, Gyldendal Akademisk. Oslo

Netfonds Bank ASA, 2009a, Oslo, *Dataeksport*, Nedlastet 24.05.09
http://hopey.netfonds.no/paperhistory.php?paper=OSEBX.OSE&csv_format=txt

Netfonds Bank ASA, 2009b, Oslo, *Dataeksport*, Nedlastet 24.05.09
http://hopey.netfonds.no/paperhistory.php?paper=YAR.OSE&csv_format=txt

Norges Bank, 2009, Oslo, *Stasobligasjoner*, Nedlastet 01.06.09
http://www.norges-bank.no/templates/article____55497.aspx

Porter, M. E. 1987. *Konkurransestrategi*, Tano Aschehoug. Oslo

Roos G. von Krogh G. og Roos, J. 1996, *Innføring i strategi*, Fagbokforlaget, 2. utgave, Bergen

Yara International ASA, 2009b, Oslo, *About Yara*, Nedlastet: 11.03.09:
<http://www.yara.com/en/about/index.html>

Yara International ASA, 2009c, Oslo, *History*, Nedlastet: 11.03.09:
http://fert.yara.no/no/about_us/history/index.html

Yara International ASA, 2009a, Oslo, *Organisation structure*. Nedlastet: 16.03.09:
<http://www.yara.com/en/about/organisation/index.html>

Yara International ASA, 2009d, Oslo, *Production*, Nedlastet: 11.03.09:
<http://www.yara.com/en/about/production/index.html>

Yara International ASA, 2008, Oslo. *Yara Fertilizer Industry Handbook*, Nedlastet: 07.01.09:
http://yara.com/doc/20081106_fertilizer_industry_handbook.pdf

Årsrapporter

Yara International ASA, 2004, Oslo, *Årsrapport 2004*. Nedlastet: 07.01.09:
<http://yara.com/doc/yara2004n.pdf>

Yara International ASA, 2005, Oslo, *Årsrapport 2005*. Nedlastet: 07.01.09:
http://yara.com/doc/Yara_aarsrapport_2005.pdf

Yara International ASA, 2006, Oslo, *Årsrapport 2005*. Nedlastet: 07.01.09:
http://yara.com/doc/yara_annual_report_2006_no.pdf

Yara International ASA, 2007, Oslo, *Årsrapport 2005*. Nedlastet: 07.01.09:
http://yara.com/doc/Yara_Annual_Report_2007_NO.pdf

Yara International ASA, 2008, Oslo, *Årsrapport 2005*. Nedlastet: 22.04.09:
http://yara.com/doc/Yara_Annual_Report_2008_NO.pdf

Forelesningsnotater

BUS 425 Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse; Finn Kinserdal, NHH, våren 2008.

BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse; Kjell Henry Knivsflå, NHH, høsten 2007

STR210 – Foretaksstrategi og Etikk; Stensaker, Inger & Ims, Knut, vår 2005

Vedlegg 1 Konsernregnskap Yara International ASA

Konsernregnskap Yara International ASA						
	Tall i nok millioner	2004	2005	2006	2007	2008
	Driftsinntekter	43 066	46 171	46 969	56 631	87 926
+	Andre inntekter	160	303	1 154	930	677
+	Råvarebaserte derivater /(-tap)		76	138	-75	173
=	Driftsinntekter og annen inntekt	43 226	46 550	48 261	57 486	88 775
-	Råvarer, energikostnader og frakt	32 653	36 843	38 749	44 905	70 636
(+/-)	Beholdningsendring egen produksjon	-155	448	148	223	3 682
-	Lønn og lønnsavhengige kostnader	3 444	3 541	3 389	4 015	4 830
-	Avskrivninger	1 427	1 348	1 373	1 487	2 095
-	Andre driftskostnader	1 837	1 444	1 546	1 868	2 615
=	Driftskostnader	39 518	42 728	44 909	52 499	76 494
	Driftsresultat	3 708	3 822	3 352	4 987	12 281
	Andel resultat i t. selskaper og f. virksomhet	768	1 144	1 463	1 624	2 760
+	Renteinntekter og andre finansinntekter	171	266	277	325	676
=	Resultat før rentekostnader og skatter (EBIT)	4 647	5 231	5 092	6 936	15 717
(+/-)	Valutagevinst/(-tap)	737	-525	422	982	3 313
-	Rentekostnader og andre finansielle poster	-399	-483	-471	581	1 500
=	Resultat før skatt og minoritetsinteresser	4 985	4 224	5 043	7 337	10 905
-	Skattekostnad	1 211	1 014	833	1 262	2 664
=	Årets resultat	3 774	3 210	4 210	6 075	8 241
	Henførbart til					
	Aksjonærer	3 794	3 198	4 188	6 037	8 228
-	Minoritetsinteresser	20	-11	-22	38	13
=	Årets resultat	3 774	3 210	4 210	6 075	8 241
	Årets resultat etter minoritetsinteresser	3 794	3 198	4 188	6 037	8 228
	Resultat per aksje	11,9	10,2	13,86	20,6	28,27
	Veid snitt avntall utesåttende aksjer	318 938 750	313 393 652	302 071 267	293 028 848	291 075 663

Egenkapital og gjeld Yara International ASA (Tall i millioner)

Egenkapital og gjeld	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital					
Aksjekapital	538	524	503	496	493
Overskuddsfond	3 703	3 389	2 183	1 092	1 092
Sum innskutt egenkapital	4 241	3 913	2 686	1 588	1 585
Opptjent egenkapital	6 794	9 306	12 774	19 420	28 518
Sum egenkapital henførbart til aksjonærer i morselskap	11 035	13 219	15 460	21 008	30 103
Minoritetsinteresser	63	77	575	193	164
Sum egenkapital	11 098	13 296	16 035	21 201	30 267
Langsiktig gjeld					
Pensjonsforpliktelser	2 059	2 225	2 192	1 912	3 009
Utsatt skatteforpliktelser	1 024	1 065	1 238	2 734	5 675
Andre langsiktige forpliktelser	281	301	292	309	413
Langsiktige avsetninger	97	119	318	436	630
Langsiktig rentebærende gjeld	4 494	5 180	4 732	9 205	22 037
Sum langsiktige gjeld	7 955	8 890	8 772	14 596	31 764
Kortsiktig gjeld					
Levråndørgjeld og annen gjeld	5 534	6 080	5 915	8 226	9 277
Skattegjeld	877	319	191	411	1 592
Kortsiktige avsetninger	127	151	141	365	488
Annen kortsiktig gjeld	585	705	589	784	1 542
Banklån og andre kortsiktige rentebærende gjeld	776	1 147	1 575	2 017	5 937
Første års avdrag på langsiktig lån	175	29	45	27	21
Sum kortsiktig gjeld	8 074	8 431	8 456	11 830	18 857
Sum egenkapital og gjeld	27 129	30 617	33 263	47 626	80 887

Eiendeler Yara International ASA (Tall i millioner)					
Eiendeler	2004	2005	2006	2007	2008
Anleggsmidler					
Utsatt skattefordel	1 478	1 359	1 175	1 252	3 234
Imamaterielle eiendeler	136	142	577	1 776	4 215
Varige driftsmidler	7 383	7 536	7 600	10 412	22 524
Tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	2 521	4 400	6 019	6 076	9 590
Andre langsiktige eiendeler	554	604	1 393	5 919	4 669
Sum anleggsmidler	12 072	14 041	16 765	25 435	44 232
Omløpsmidler					
Varebeholdninger	5 526	7 033	6 689	9 291	20 195
Kundefordringer	6 518	6 868	6 834	8 465	10 062
Forskuddsbetalte kostnader og andre omløpsmidler	1 766	1 552	1 974	2 110	3 197
Andre likvide midler	16	16			6
Kontanter og bankinnskudd	1 230	1 108	1 003	2 325	3 195
Sum omløpsmidler	15 056	16 577	16 499	22 191	36 655
Sum eiendeler	27 129	30 617	33 263	47 626	80 887

Kilde: Årsrapportene Yara Internasjonl ASA, 2004 – 2008.

Vedlegg 2 Utrekning beta Yara

YAR						OSEBX					
Dato	Kurs	Avkastning	Dato	Kurs	Avkastning	Dato	Kurs	Avkastning	Dato	Kurs	Avkastning
31.03.2005	95,75		30.04.2007	174	0,045045045	31.03.2005	253,59		30.04.2007	475,12	0,030427899
30.04.2005	83	-0,133159269	31.05.2007	174	0	30.04.2005	242,69	-0,042982767	31.05.2007	487,75	0,026582758
31.05.2005	95,25	0,147590361	29.06.2007	177,75	0,021551724	31.05.2005	260,18	0,072067246	29.06.2007	503,59	0,032475654
30.06.2005	101	0,060367454	31.07.2007	156	-0,122362869	30.06.2005	281,84	0,083250058	31.07.2007	487,04	-0,032864036
29.07.2005	109,25	0,081683168	31.08.2007	153	-0,019230769	29.07.2005	296,29	0,051270224	31.08.2007	465,47	-0,044287943
31.08.2005	106	-0,029748284	28.09.2007	168,75	0,102941176	31.08.2005	313,77	0,058996254	28.09.2007	493,71	0,060669861
30.09.2005	116,5	0,099056604	31.10.2007	200,25	0,186666667	30.09.2005	326,99	0,042132772	31.10.2007	504,78	0,02242207
31.10.2005	103,5	-0,111587983	30.11.2007	202	0,008739076	31.10.2005	292,34	-0,105966543	30.11.2007	487,48	-0,034272356
30.11.2005	102,5	-0,009661836	28.12.2007	247,25	0,224009901	30.11.2005	311,39	0,06516385	28.12.2007	484,41	-0,006297694
30.12.2005	97,75	-0,046341463	31.01.2008	248,25	0,004044489	30.12.2005	331,63	0,064998876	31.01.2008	389,83	-0,195247827
31.01.2006	98,25	0,00511509	29.02.2008	291,5	0,174219537	31.01.2006	355,12	0,070831951	29.02.2008	425,41	0,091270554
28.02.2006	102	0,038167939	31.03.2008	290,5	-0,003430532	28.02.2006	364,97	0,027737103	31.03.2008	405,74	-0,046237747
31.03.2006	104,25	0,022058824	30.04.2008	367	0,263339071	31.03.2006	395,62	0,083979505	30.04.2008	454,87	0,121087396
28.04.2006	98,75	-0,052757794	30.05.2008	384	0,046321526	28.04.2006	404,13	0,02151054	30.05.2008	487,87	0,072548201
31.05.2006	81,25	-0,17721519	30.06.2008	440	0,145833333	31.05.2006	368,96	-0,087026452	30.06.2008	458,3	-0,060610409
30.06.2006	80,25	-0,012307692	31.07.2008	365,5	-0,169318182	30.06.2006	373,65	0,012711405	31.07.2008	417,16	-0,089766528
31.07.2006	91,5	0,140186916	29.08.2008	329,5	-0,098495212	31.07.2006	378,01	0,011668674	29.08.2008	422,32	0,012369355
31.08.2006	92,25	0,008196721	30.09.2008	172	-0,477996965	31.08.2006	381,3	0,008703473	30.09.2008	289,31	-0,314950748
29.09.2006	94,7	0,026558266	31.10.2008	130,00	-0,244186047	29.09.2006	368,38	-0,033884081	31.10.2008	230,41	-0,203587847
31.10.2006	112,5	0,187961985	28.11.2008	113,00	-0,130769231	31.10.2006	399,19	0,083636462	28.11.2008	218,17	-0,053122694
30.11.2006	127,5	0,133333333	30.12.2008	145,75	0,289823009	30.11.2006	412,99	0,034570004	30.12.2008	220,57	0,011000596
29.12.2006	141	0,105882353	30.01.2009	156,5	0,073756432	29.12.2006	440,34	0,066224364	30.01.2009	222,92	0,010654214
31.01.2007	165,5	0,173758865	27.02.2009	147	-0,060702875	31.01.2007	460,74	0,046327838	27.02.2009	211,37	-0,051812309
28.02.2007	165	-0,003021148	31.03.2009	143,25	-0,025510204	28.02.2007	435,97	-0,05376134	31.03.2009	221,54	0,04811468
30.03.2007	166,5	0,009090909	28.04.2009	168,25	0,17452007	30.03.2007	461,09	0,057618643	28.04.2009	242,86	0,096235443
Snitt avkastning			0,02731			Snitt avkastning			0,00291		
Kovarians (YAR,OSEBX)			0,00768			Volatilitet OSEBX			0,00696		
Beta YAR			1,1								

Kilde: Netfonds Bank ASA 2009a, 2009b.