

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

**Bergen, høsten 2005**

**Siviløkonomutredning i fordypningsområdet: Økonomisk Styring (BUS)**

**Veileder: Knut Boye**

**Regnskapsanalyse og verdsettelse av**

**Gresvig ASA**

**Av**

**Roger Linnerud**

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

## ***Innholdsfortegnelse:***

1. Innledning.....	3
2. Presentasjon av sportsbransjen i Norge og Gresvig.....	4
3. Rammeverk .....	9
4. Strategisk analyse.....	11
5. Trailing, omgruppering og justering av regnskap .....	21
6. Analyse av risiko.....	27
7. Analyse av lønnsomhet og vekst.....	33
8. Framtidsregnskap .....	46
9. Fundamental verdsetting .....	52
10. Supplerende verdsetting .....	56
11. Oppsummering/Konklusjon .....	58
Kildehensvisning:.....	59

# 1. Innledning

Med denne oppgaven, ønsker jeg å analysere bedriften Gresvig ASA. Det vil jeg gjøre ved hovedsakelig å vektlegge fundamental verdsetting, men også sammenligne med komparative bedrifter.

Oppgaven er bygd opp med en kort presentasjon av bransjen, og bedriften. Videre vil jeg vise rammeverket for fundamental verdsetting, og bruke rammeverket. Det vil hovedsakelig være en strategisk analyse av markedet, og en strategisk analyse av regnskapsdata. Til slutt vil jeg kunne danne meg et framtidsregnskap, og verdsette på bakgrunn av det. Den siste delen av oppgaven vil være alternative verdiestimat, og en kjøps/salg anbefaling.

Jeg har valgt å begrense analysen til det norske markedet, ettersom Gresvig har solgt alt av utenlandske engasjement. Det norske markedet har jeg definert som bedrifter som selger sports- og fritidsprodukter til sluttbrukere. All analyse om markedet og Gresvig er basert på offentlig informasjon, noe som kan gjøre analysen overfladisk.

Hovedmålet med analysen er å finne et verdiestimat for Gresvig. Dette verdiestimatet dannes med bakgrunn i min kunnskap, og vil være min subjektive mening av markedsverdien.

## 2. Presentasjon av sportsbransjen i Norge og Gresvig

I dette kapittelet vil jeg presentere sportsbransjen i Norge, og det børsnoterte selskapet Gresvig ASA.

### 2.1 Sportsbransjen i Norge

Min definisjon av sportsbransjen i Norge er alle forhandlere som tilbyr sports- og fritidsprodukter. Produktene som selges, er forbruksartikler som brukes til alt av sport- og fritidssysler. Det totale sortimentet er enormt, og det kan nevnes at det selges alt fra sokker til kajaker. Bransjen er stor, butikkene er mange og bransjegrensene er nokså glidende.

Prototypen av en butikk i bransjen er en fullsortimentsbutikk med utvalg kun knyttet til sports- eller fritidsbransjen med en eller annen form for spesiell kompetanse. Denne kompetansen kan være ski, sykkel, kajakk, klatring osv. Ofte er det en sammenheng mellom kompetansen og beliggenheten til butikken, for eksempel spesiell kompetanse på ski hvis butikken ligger ved en alpinbakke.

De senere år har tilveksten av bedrifter som vil selge sports- eller fritidsprodukter vært stor. Stormarkeder som COOP Obs har egne avdelinger i butikkene med sports- og fritidsprodukter. Mange etablerte forhandlere har startet med internettbasert salg, som et supplement til eksisterende drift. Det har også kommet rene internettbaserte salgssteder. Det er en økning i nisjebedrifter som satser kun på en kundegruppe.

G-sport og Intersport har lenge vært de mest kjente og etablerte kjedene i Norge. De senere år har kjeder som Sport1, MX-sport, Stadion, XXL og Sportshuset kommet inn på markedet. Disse øker i omfang, og det blir færre og færre selvstendige forhandlere rundt i Norge.

Mitt hovedfokus i denne utredningen vil være knyttet til alle kjedene som finnes i Norge, og de forhandlerne som vil være av interesse for disse kjedene.

### 2.2 Gresvig ASA

Visjonen<sup>1</sup> til Gresvig ASA er som følger:

*”Vi skal ha de mest fornøyde kundene og de mest lønnsomme forhandlerne i sportsbransjen.”*

---

<sup>1</sup> Årsrapporten til Gresvig for 2004

Dette er en klar og god visjon, som viser hvilken posisjon Gresvig ønsker å ha i sportsbransjen. Videre har de valgt noen forretningsmessige mål:

*”Selskapets viktigste mål er å skape vekst i omsetning og å øke lønnsomheten for Gresvig og forhandlerne. For å møte utfordringene, må Gresvig øke sin konkurransekraft gjennom fokus på viktige vekst drivere som kjøpslojalitet, butikkomsetning, etableringer og rekruttering, samt produktutvikling.”*

Gresvig er allerede den største aktøren i sportsbransjen. Hvis de når de målene selskapet har satt seg, vil de fortsatt kunne være den største aktøren i årene framover.

### **2.2.1 Historien<sup>2</sup> om Gresvig ASA**

I 1901 starter Aksel Gresvig opp forretning med salg av sykler og sportsutstyr. Flere butikker blir startet, og produksjon av ski og sykler blir hovednæringen til Aksel Gresvig. Etter hvert eksporteres ski, og bedriften vokser stadig.

1969 blir selve kjeden G-sport etablert, med 200 butikker over hele landet.

1. mai 1994 blir Gresvig ASA børsnotert, og i 1997 kjøper Gresvig opp Intersport. Gresvig ASA eier dermed både den største og den nest største sportskjeden i landet. De er med dette den klart største aktøren innen sportsbransjen i Norge.

2000 avvikler Gresvig alle sine virksomheter i Latvia, Polen og Danmark og satser fullt og helt på det norske markedet. De forsterker denne satsingen med å legge til enda et konsept i 2002. Det fikk navnet Super-G, og skal dekke markedets etterspørsel etter stormarkeder.

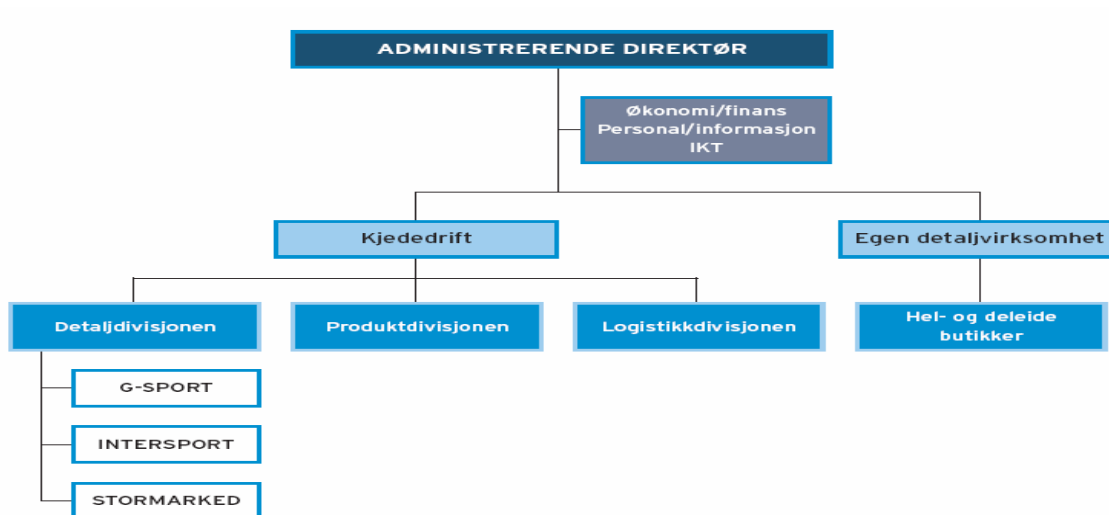
### **2.2.2 Organiseringen av Gresvig ASA**

Gresvig ASA er den delen som er børsnotert, og hele konsernet er delt i 4 hovedområder. Den største delen av selskapet er Gresvig AS. Det er den delen av selskapet som tar seg av kjededriften. Videre er det Gresvig Service AS, Gresvig Detalj AS og deleide butikker.

Nedenfor er en oversikt som viser inndelingen av Gresvig ASA.

---

<sup>2</sup> [www.g-sport.no](http://www.g-sport.no)



Figur 2.1 Organiseringen av Grevig ASA<sup>3</sup>

## Gresvig AS

Dette er kjedesentral til G-Sport, Super G og Intersport i Norge.

En sentral produkt- og innkjøpsfunksjon skal sørge for at forhandlere i begge kjeder opplever og oppnår en effektiv vareflyt. Dette er den delen av Gresvig ASA som har mest omsetning, og hadde i 2004 en driftsinntekt på 1,44 milliard kroner.

I tillegg består kjedesentralen av kjedeadministrasjon for begge kjeder. Det er separate markedsavdelinger for G-Sport og Intersport, som videreutvikler og forsterker de to kjedeprofilene.

Logistikkdivisjonen er ansvarlig for lagerdrift, distribusjon, salg- og kundeservice, innkjøp- og planlegging.

Produktdivisjonen har ansvar for varesortimentet og varemerkestrategi.

## Gresvig Service AS

Dette virksomhetsområdet står til rådighet med tjenester; regnskapskontor og konsulentselskap for kjedemedlemmer.

## Gresvig Detalj AS

Virksomhetsområdet Detalj består av 16 egneide butikker i Norge.

## Deleide butikker

<sup>3</sup> Årsrapporten til Gresvig for 2002

Deleide butikker er de butikkene hvor konsernet har eienandeler på mellom 10% til 49%

### **2.2.3 De tre kjedekonseptene til Gresvig**

Gresvig er den ledende bedriften innen sportsbransjen i Norge, med et kjedekonsept bestående av 3 forskjellige konsepter:

#### **G-sport:**

G-sport er det opprinnelige kjedenavnet som Gresvig ASA var basert på fram til 1997. Ettersom dette navnet har en forankring helt tilbake til 1959, og enda lengre tilbake under navnet Gresvig, vil det være kjent for flere generasjoner.

G-sport har 220 butikker fordelt over hele landet, noe som gir en markedsandel på ca 30%<sup>4</sup> av det totale sportsmarkedet i Norge. Disse butikkene har som hovedmål å serve hele familien med sportsartikler. Vareutvalget i G-sport butikkene skal passe til familien, og de aktiviteter som en ”vanlig” familie vil ha behov for.

Alle butikkene til G-sport skal være veldig like, og målet er at kunden skal kjenne seg igjen i hvilken som helst G-sport butikk. Med dette søker G-sport en klarere profil, og forsøker å forsterke merkenavnet G-sport.

Alle medlemsbutikkene i denne kjeden kjøper stort sett varene sentralt, og med dette har de mulighet til å utnytte stordriftsfordeler. Stordriftsfordelene vil blant annet være at de stiller mye sterkere ved et forhandlingsbord, og kan presse prisene fra leverandørene.

#### **Intersport:**

Rettighetene til å bruke navnet Intersport i Norge ble kjøpt opp av Gresvig i 1997, og Gresvig fikk da en enda sterkere plass i markedet. Merkenavnet Intersport er veldig sterkt over hele verden, noe som kommer av at det er verdens største sportskjede, 4700 butikker fordelt på 28 land<sup>5</sup>. I Norge har Intersport nå 110 butikker, som gir en markedsandel på ca 17%<sup>6</sup> av det totale sportsmarkedet.

Kjedeprofilen til Intersport er mye friere enn G-sport kjeden. Her har hver forhandler sitt spesialfelt, eller et vareutvalg som er tilpasset lokaliseringen av butikken. Hovedmålet til

---

<sup>4</sup> [www.gresvig.no](http://www.gresvig.no)

<sup>5</sup> [www.intersport.com](http://www.intersport.com)

<sup>6</sup> [www.gresvig.no](http://www.gresvig.no)

Intersport er å serve den aktive sports- og friluftinteresserte kunden, noe som krever mer av varesortimentet og fagkunnskapen til betjeningen.

### **Super G:**

Super G er det nyeste kjedekonseptet til Gresvig, med 5 butikker. Disse butikkene skal ha samme målgruppe, vareutvalg og likhet som G-sport. Det som er spesielt med Super-G, er at butikkarealet er på opptil 2000 m<sup>2</sup>. Omsetningen er 40-50 millioner kroner. Super-G har blitt til etter et økende behov for stormarkeder.

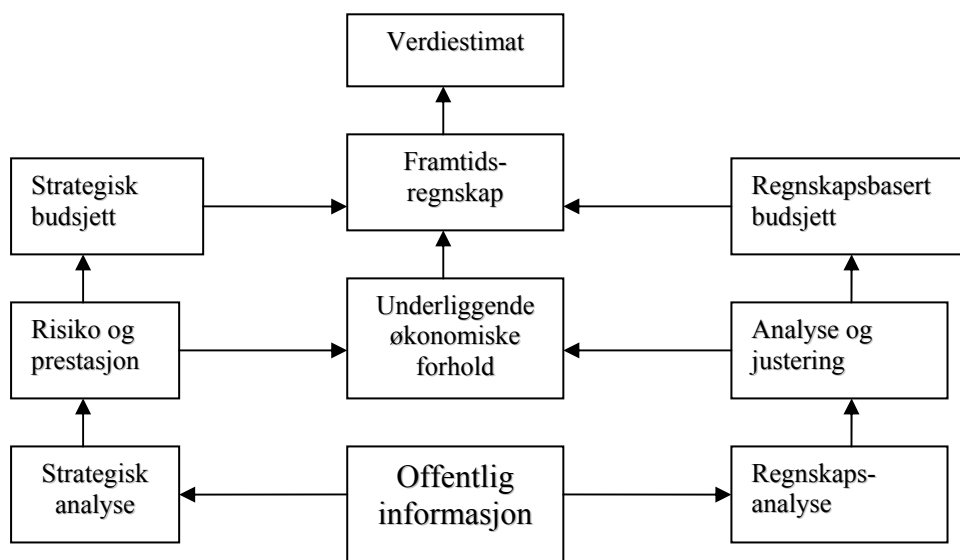


### 3. Rammeverk

I min verddivurdering av Gresvig ASA vil jeg benytte to forskjellige verddivurderingsmodeller. Den verddivurderingen jeg vil legge mest vekt på, er fundamental verdsetting og en supplerende verdsetting vil være basert på forholdstall fra komparative bedrifter.

#### 3.1 Fundamental verdsetting

Gresvig ASA har eksistert i mange år, og omsetningen de siste årene har vært noenlunde jevn. Det finnes årsrapporter fra mange år tilbake. Mitt valg av verdsettingsmodell for denne bedriften vil dermed være fundamental verdsetting. Under kommer en figur som viser oversikten og sammenhengen i fundamental verdsetting.



Figur 3.1 Rammeverk for fundamental verdsetting<sup>7</sup>

Figuren over viser at alt er basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Denne informasjonen vil i mitt tilfelle dreie seg om årsrapporter fra Gresvig, og til dels rapporter fra deres konkurrenter. Informasjon som jeg finner på hjemmesider, aviser, tidsskrift og annen offentlig informasjon vil også bli brukt.

Etter at informasjonen er samlet, må materialet bearbejdes. Årsrapporter må omgrupperes til et mer investortvsnlig regnskap, for deretter å justeres for målefeil som har

<sup>7</sup> Palepu, Healy og Bernard 2000

oppstått i bokføringen. Deretter gjøres analyser for å få fram underliggende økonomiske forhold, som senere vil bli brukt til å predikere et framtidsregnskap.

Det må også utarbeides en strategisk analyse på bakgrunn av informasjonen som er tilgjengelig. Her analyseres både bransjen og bedriften. Ut fra denne analysen kan man også få en viss indikasjon på hvordan markedet vil bli i framtiden.

Sammen vil en regnskapsanalyse og en strategisk analyse gi en mulighet for å lage et framtidsregnskap for bedriften. Denne budsjetteringen av framtiden vil kunne gi et verdiestimat basert på forskjellige verdsettingsmodeller. Jeg velger å bruke to modeller basert på totalkapitalen i bedriften til å beregne mitt verdiestimat av Gresvig ASA.

### **3.2 Komparativ verdsetting**

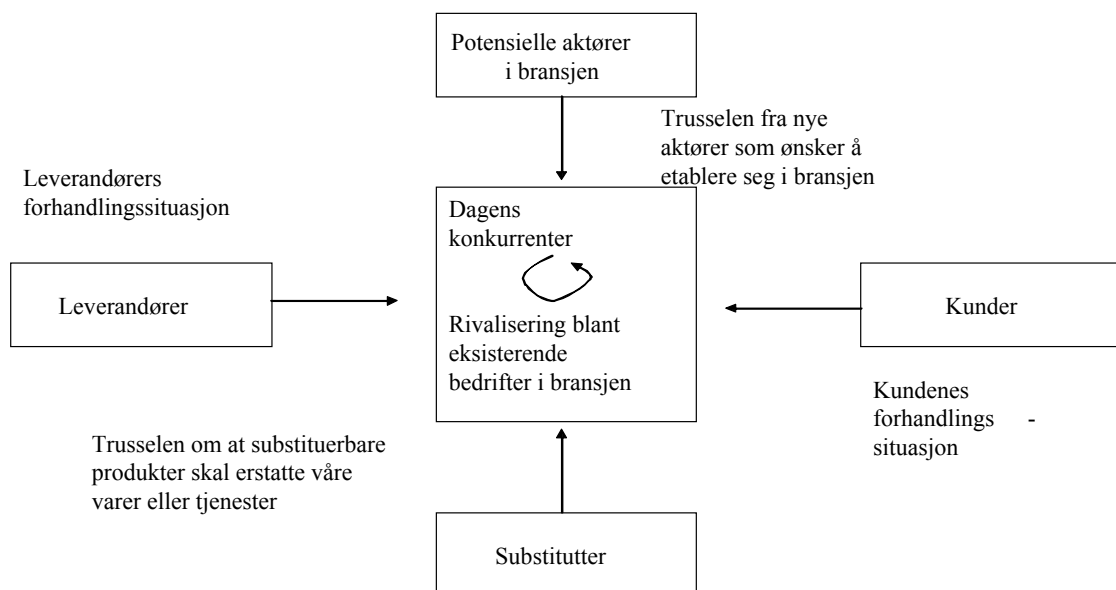
Som et supplement for den fundamentale verdsettingsmodellen vil jeg bruke enkle alternative verdsettingsmetoder. De alternative verdsettingsmetodene finner et verdiestimat ved hjelp av multiplikatorer fra komparative bedrifter. Disse selskapene må være børsnoterte, slik at man kan bruke markedsverdien til disse.

## 4. Strategisk analyse

I dette kapittelet følger en strategisk analyse av Gresvig og sportsbransjen i Norge. Alle opplysninger denne analysen er basert på er offentlig informasjon.

### 4.1 Ekstern analyse:

Den eksterne analysen er basert på Porter sin bransjeanalyse. Sammenhengen i denne bransjeanalysen er beskrevet i figuren nedenfor.



Figur 4.1 Porters five forces<sup>8</sup>

Porters five forces beskriver fem konkurransekrefter som er avgjørende for lønnsomheten i en næring. Gjennom en analyse av disse 5 konkurransekraftene kan man få et bilde av hvor lønnsom en næring er. Om man prøver å få fram hvordan utviklingen i disse kreftene vil bli framover, kan man si noe om hvordan lønnsomheten sannsynligvis vil utvikle seg.

#### 4.1.1 Risiko for nyetableringer:

Sportsbransjen består av mange aktører, men bare noen få kan betegnes som store. Faren for nyetablering av foretak som vil kunne utkonkurrere de store allerede eksisterende

<sup>8</sup> Hill & Jones, 2004

aktørene, vil jeg betegne som liten. Sannsynligheten er større ved etablering i Norge av et allerede eksisterende utenlandsk selskap. Det jeg ser på som mest sannsynlig, er en etablering av det svenske selskapet Stadium, som ekspanderer kraftig utenfor Sveriges grenser.

#### **4.1.2 Kundernes forhandlingskraft:**

Kundene i detaljhandelen er små og mange. Ingen av disse har noe særlig påvirkningskraft overfor prisene på produktene som selges. Det eneste kan være lag, foreninger eller spesielle kundegrupper som studenter som har mulighet til å presse fram særavtaler med de forskjellige butikkene.

Ser man utelukkende på kjededriften i selskapet, vil hver butikk som er tilknyttet kjeden, være en kunde for kjeden. Dette gjelder de butikkene som er selvstendige aksjeselskaper, som kun kjøper rettigheter til å bære navnet til kjeden. Disse er forholdsvis små i forhold til et selskap som Gresvig, men en avtale med disse vil være gjensidig gunstig for begge parter. Så selvstendige forhandlere, har en viss forhandlingsmakt overfor kjedekonseptene.

#### **4.1.3 Leverandørenes forhandlingsmakt:**

Når det gjelder leverandørenes forhandlingsmakt, er den litt varierende med tanke på størrelse og innflytelse. Leverandørene er avhengig av å få produktene sine ut i så mange butikker som mulig, for deretter å ha mulighet til å selge størst mulig kvantum. Her vil små og mellomstore bedrifter ha relativ liten forhandlingsmakt, mens de større og mer kjente bedriftene ha større forhandlingsmakt.

Jeg kan nevne leverandørene av fotballutstyr som et eksempel på dette maktforholdet. De små og mellomstore leverandørene som Umbro, Puma og Lotto har ikke så stor forhandlingsmakt overfor de forskjellige kjedene. Mens jeg vil tro at giganter som Nike og Adidas har en større forhandlingsmakt. Disse gigantene har kontrakter med de største stjernene, høye markedsføringskostnader og oppnår stor etterspørsel etter sine varer som følge av denne markedsføringen. Etterspørselen etter produktene til Nike og Adidas er gull verdt for kjedene, som de kan nyte godt av i form av kundestrøm til butikkene. Kjedene vil i tilfellene med Nike og Adidas ikke presse så mye på prisene, men kanskje heller gå med på en mindre avanse for å kunne selge disse produktene. Selv om Umbro, Puma og Lotto ikke er så store at de kan sloss direkte med Nike og Adidas, kanskje er mer fornøyde med bare å komme inn på markedet.

Alt i alt vil nok de fleste leverandører være mer avhengig av å kunne komme inn i butikkene og dermed ut på markedet, enn butikkene i bransjen er avhengig av disse merkene. Substitusjonsmuligheten til varene fra leverandørene er i denne bransjen stor innen de fleste typer interesseområder. Kvaliteten på er ofte veldig lik på samme vare fra de forskjellige leverandørene. Et eksempel på dette er at Ole Einar Bjørndalen har vunnet World Cup renn med både Madshus ski og Atomic ski.

#### **4.1.4 Konkurransen fra substitutter:**

Detaljforhandlerne i sportsbransjen selger produkter fra leverandører til sluttbruker. Kjedefilene fungerer stort sett som et bindeledd mellom leverandørene og detaljforhandlerne. Klare substitutter til detaljforhandlerne eller kjedefilene finnes ikke etter min mening.

Det som er mulig å definere som konkurranse fra substitutter, er glidningen som bransjen opplever. Det finnes vel ikke noe klar definisjon på en sportsbutikk lengre, ei heller ikke hva som kreves som varesortiment i en sportsbutikk. COOP Obs har mer og mer fått typiske sportsartikler inn i sitt varesortiment, mange selskaper selger sportsartikler over nett, og det finnes lag og foreninger som har direkte avtaler med leverandører. Selv om det ikke finnes noe klar definisjon på sportsbransjen, kan disse defineres som mulige substitutter til en tradisjonell sportsbutikk.

#### **4.1.5 Rivalisering blant eksisterende aktører:**

##### **4.1.5.1 Antall aktører:**

Det er cirka 600-700 sportsbutikker i Norge, mens det finnes 6-7 store kjedefiler. I denne markedsanalysen er det kjedefilene som er mest interessant, og her er vel hovedkonkurrentene G-sport, Intersport, Sport1, XXL, Mx-Sport, Stadion og Sport Direkt. De to førstnevnte eies av Gresvig, mens de to sistnevnte er under Stadion. Alle er kjeder med forskjellig profil, men mye er likt og konkurransen er nokså hard mellom de forskjellige kjedene.

##### **4.1.5.2 Konkurrentenes størrelse og innflytelse**

Sport1 og XXL blir trukket fram i Gresvig ASA sin årsrapport fra 2004 med denne begrunnelsen; ”*Sport1 ut fra størrelse og XXL ut fra vekst, markedsprofil og kostnadseffektivitet*”

G-sport er den største aktøren i markedet med ca 220 butikker, som dekker ca 31%<sup>9</sup> av markedet. Intersport er den nest største aktøren i Norge med sine 110 butikker, noe som dekker ca 17% av markedet. Sport1 176<sup>10</sup> butikker, XXL 5<sup>11</sup> stormarkeder, MX-sport 116<sup>12</sup> butikker, Stadion(inkl. SportDirekt) ca 65<sup>13</sup> butikker.

Gresvig er fortsatt en klar markedsleder, men som vi ser av oversikten i forrige avsnitt, har også konkurrentene mange forhandlere i sine kjeder.

#### 4.1.5.3 Markedsvekst

Fra 1971 til 2000 har tiden vi bruker til idrett og friluftsliv økt med 6% for menn og 17% for kvinner. Det skal nevnes at i samme tidsrom økte fritiden med 22% for menn og 28% for kvinner. Dette viser at vi stadig får mer fritid, og bruker noe av den økningen til idrett og friluftsliv<sup>14</sup>. Økningen i fritid kan føre til økt forbruk av sports- og friluftsprodukter og dermed en økning i markedet.

Økningen i fritid er ikke den eneste grunnen til markedsvekst. Velstanden i Norge er stadig økende, og flere har mulighet til å forbruke mer sports- og fritidsprodukter. Dette kan være en annen årsak til markedsvekst. Sports- og friluftsutstyr kan regnes som luksusgoder, så økningen i kjøp av disse produktene vil øke med økt inntekt. En konsument tenderer ofte til å ha en høyere relativ økning i forbruk av luksus goder enn andre goder ved inntektsøkning.

Trendene innen sport og friluftsliv er nå blitt flere, og ofte mer utstyrstrengende. Eksempelvis kan jeg nevne noe som er ”in” nå for tiden er klatring, kiting, jibbing og ekstrem sykling. Alle krever investering i utstyr, ofte kostbart utstyr. Det er særlig den yngre delen av befolkningen som utøver de nevnte sportsgrenene. Det vil absolutt være positivt for framtiden til bransjen.

Sport1, MX-sport og Stadion har alle hatt en høy vekst i omsetningen de siste årene. Grunnen til dette tror jeg er at flere og flere forhandlere i bransjen går over fra å drive selvstendig til å bli en del av en kjede. Gresvig har hatt jevn omsetning i samme periode, med en liten omsetningsøkning i kjededriften. Det er mulig økningen i omsetningen til alle disse kjedene kan få en stopp, når det ikke er flere selvstendige forhandlere igjen. Det blir mer og mer innviklet for en forhandler å stå på egne bein, uten noe form for kjedetilknypning i årene framover.

---

<sup>9</sup> Hjemmesiden til Gresvig

<sup>10</sup> Hjemmesiden til Sport1

<sup>11</sup> Hjemmesiden til XXL

<sup>12</sup> Hjemmesiden til MX-sport

<sup>13</sup> Hjemmesiden til Stadion

<sup>14</sup> Trening, mosjon og friluftsliv, Odd Frank Vaage 2004

Hvordan markedsveksten vil være i årene framover, er vanskelig å forutse, men jeg har troen på at veksten i bransjen vil overgå normal vekst de nærmeste årene. Nye trender oppstår stadig, så markedet har fortsatt stor mulighet til å vokse.

#### **4.1.5.4 Produktfokus og produktdifferensiering**

Hver av kjedene har forskjellig profil, og ønsker å framstå på forskjellige måter. Som nevnt under presentasjonen av Gresvig, vil G-sport forsøke å holde et produktspekter som treffer hele familien, mens Intersport forsøker å tilfredsstille de aktive sports- og friluftinteresserte menneskene med et mer spisset vareutvalg.

Sport1 har som mål å være totalleverandør av sport- og friluftprodukter, topp produkter til gunstige priser som tilfredsstiller både elite og mosjonister. Dette gjør Sport1 til en direkte konkurrent med både G-sport og Intersport.

Mx-Sport har som sitt kjedekonsept et løfte om å bevare særpreget til alle butikker som inngår i deres kjedekonsept. De kan bevare sitt opprinnelige navn, og sin lokale tilpasning, noe som er veldig likt filosofien til Intersport.

Stadion er også et fullsortiment kjedekonsept som gir forhandlerne full frihet til å bevare sitt særpreg og lokale merkenavn. Altså meget likt kjedekonseptene til Mx-Sport og Intersport. Forskjellen fra Mx-sport og Intersport er at Stadion ikke krever felles produktkampanjer, noe som brukes mye i de to andre kjedekonseptene. Det ser også ut til at Stadion regner det allerede eksisterende merkenavnet til forhandleren som sterkere enn merkenavnet Stadion.

Sport Direkt har et mer snevert kjedekonsept enn de andre kjedene, for de søker mer direkte mot fotballklubber. Vareutvalget til detaljforhandlerne i denne kjeden er dermed veldig snevert, og forhandlerne kan betegnes som nisjeforhandlere.

XXL sport forsøker å holde et vareutvalg som dekker de aller fleste behov til kundene. Alt skal befinne seg under samme tak, og butikkene finnes kun i området rundt Oslo.

De forskjellige kjedene har til dels forskjellig visjon og mål når det gjelder produktfokus og produktdifferensiering. Alle er rivaler til Gresvig sine to kjedekonsept. MX-sport og Sport1 er de største konkurrentene på landsbasis, mens XXL er en trussel i Osloområdet.

#### **4.1.5.5 Kapasitet og lagring**

Kjedene i sportsbransjen er alle kunder av leverandører, og fungerer som et mellomledd til kjøper. En stor endring av etterspørselen til et kjedekonsept vil alle kjedene

kunne takle. Enten det skulle være flere kunder hos deres forhandlere, eller pågang fra andre butikker for å komme inn i kjeden.

Problemer vil oppstå hvis en av kjedene har kontrakt med leverandører som ikke klarer å skaffe nok varer. Denne bransjen har som nevnt tidligere substitusjonsmuligheter på de fleste varetyper. De kjedene som har kontrakt med flere leverandører, vil ikke komme i noe problem ved en uventet vekst i salget.

Skulle det bli noe uventet økning i salget til Gresvig, har de både egne merkevarer de kan selge, samtidig som de har supplerende leverandører for de fleste varetyper.

#### **4.1.5.6 Utgangsbarrierer/byttekostnader for detaljistene**

For en vanlig kunde i en sports/fritidsbutikk er ikke forskjellene mellom kjedene så veldig stor. Forskjellene kan være ved behov for spesielle varer, kunnskap eller lokalisering. Derfor er ikke utgangsbarrierene for en vanlig kunde særlig stor.

Når det gjelder butikkene som er knyttet til de forskjellige kjedene, kan utgangsbarrierene være av større betydning. Hver av kjedene har forskjellige innkjøpsordninger, plassering av grossistlager, kassesystem, design, til dels produktfokus og differensiering av varer.

Ved skifte av kjedetilhørighet må designet av butikken endres, noe som vil føre til økte kostnader. Likevel er det usikkert om det er butikken eller kjeden selv som dekker kostnadene, og hvis det er kjeden som dekker disse vil ikke det ha betydning for butikken. Innkjøpsordninger og kassesystem innebærer en forandring for de ansatte, og krever at de må lære noe nytt. Store endringer kan skape misnøye blant de ansatte, så det er en barriere som gjør det vanskelig å bryte ut av et kjedekonsept.

Det å følge en kjedeprofil og det produktsortimentet som følger med kjedeprofilen, trenger ikke være en fordel for forhandlerne. De kan miste kunder, men også få nye kunder, så total endring i kundemasse er vanskelig å forutse. Likevel mener jeg at en sluttkunde i Norge ikke har den store kjedetilhørigheten når det gjelder sportsbutikker, men mer en leverandørtilhørighet. Så hvis et skifte av kjedetilhørighet fører til forandring av merkene som føres i butikkene, kan dette være en barriere for forhandleren.

En ting Stadion trekker fram som er interessant, er at de gir sine forhandlere mulighet til å bli medeiere i kjededriften. Det gir forhandlerne enda større intensiver for at kjededriften fungerer, og at den utvikler seg i riktig retning. Ved en investering i aksjekapitalen til kjedekonseptet, vil tilhørigheten til kjeden være sterkere enn ved en vanlig franchiseavtale. Det gir dermed forhandlerne større barrierer for å bryte med kjededriften.



#### **4.1.5.7 Utgangsbarrierer ved å forlate bransjen**

Utgangsbarrierene til kjedene ved å forlate sports- og friluftsbansjen ser jeg på som store. De har ofte lange kontrakter med sine forhandlere, og er veldig knyttet til bransjen. Hvis de så velger å gå fra bransjen, vil all goodwill de har opparbeidet seg gjennom kjedenavnene være borte. Spesialiteten til kjedene er selve kjededriften, med salg til sluttbruker, logistikk, økonomistyring som viktige komponenter. Ved avvikling i en bransje og bevegelse over i en annen bransje er det stort sett kun kompetansen ved å drifte en kjede som er igjen. Det vil kreve lang tid å komme seg ut av denne bransjen og over til en annen bransje.

#### **4.1.6 Konklusjon av ekstern analyse:**

Aktørene som befinner seg i bransjen har nokså stor forhandlingsmakt overfor både kunder og leverandører. Det er et viss press fra substitutter som prøver å vinne deler av markedet ved å tilføre sports- og friluftspordukter i allerede eksisterende vareutvalg. Det er en fare for at utenlandske selskaper kan etablere seg på det norske markedet. De kan etablere seg ved enten å komme inn med eget merkenavn, eller kjøpe opp eksisterende aktører på det norske markedet.

Gresvig befinner seg i en bransje der konkurransen er stor, og stadig økende. Selve markedet har ikke store utviklingsmuligheter. Det gjelder for Gresvig å holde på de forhandlerne de har i sin portefølje og prøve å vinne forhandlere fra konkurrentene ved å gi bedre avtaler enn sine konkurrenter.

#### **4.2 SVIMA –analyse:**

SVIMA er et verktøy for å analysere ressurser, og dermed danne forståelse for hvilke av bedriftens ressurser som er dens varige konkurransefortrinn.

##### **Sjeldenhet:**

At konkurrentene ikke har ressursen i like mengder og kvalitet som bedriften selv

##### **Viktighet:**

Om ressursen er viktig for bedriften

##### **Imiterbarhet:**

Om ressursen er lett å kopiere

**Mobiliserbarhet:**

Om ressursen kan omdannes til økonomisk overskudd

**Approprierbarhet:**

Om bedriften selv sitter igjen med fortjenesten eller om det er andre som stikker av med gevinsten

**4.2.1 Merkevarer:**

Gresvig består som tidligere nevnt av to kjedekonsepter, nemlig G-sport og Intersport. Begge disse representerer et sterkt merkenavn, som har eksistert i mange år.

G-sport har vært kjent i Norge helt siden 1969, og stadig økt i antall butikker. Nå har de som tidligere nevnt i oppgaven ca 220 butikker over hele landet. I en undersøkelse ble Gresvig kåret til det 6. sterkeste merkenavnet<sup>15</sup> i Norge, noe som sier mye om verdien av dette merkenavnet.

Intersport er som nevnt i et tidligere kapittel verdens største sportskjede med butikker over hele verden. Det alene indikerer at Intersport er et sterkt merkenavn som vil vare lenge, og noe Gresvig kan dra nytte av i framtiden.

Gresvig har vært dyktig i sin sammensetning av kjedene G-sport og Intersport. Begge opererer i samme bransje, men likevel uten å være direkte konkurrenter. Grunnen til at de ikke er direkte konkurrenter, er at de satser på forskjellige kundesegment. Gresvig klarer med kombinasjon av disse to kjedeprofilene å serve alle segmentene som søker sports- og friluftsutstyr i Norge. Dette gir Gresvig en mulighet til å tjene penger på hele sports- og friluftsbansjen.

**4.2.2 Egne produkter:**

Gresvig har i dag egne merkevarer som utgjør 30<sup>16</sup> prosent av omsetningen. På sikt ønsker de å oppnå hele 50 prosent av omsetningen dekket av egne merkevarer. Mange av disse er produsert i Kina eller andre lavkostnadsland, noe som gir en lav innkjøpspris. De kan deretter oppnå høyere avanse ved salg av egne produkter, enn ved salg av produkter fra andre leverandører.

G-sport har egne produkter som Diamant, Head og Fjellsport

Intersport har egne produkter som Firefly, Pro Touch, McKinley, etirel, TECNOpro, CrazyCreek, Nakamura og Online.

---

<sup>15</sup> [www.g-sport.no](http://www.g-sport.no)

<sup>16</sup> Dagens Næringsliv 25/11-05

Mange av disse merkene hos både G-sport og Intersport er mer eller mindre et billig alternativ til produktene fra de kjente internasjonale leverandørene. Dette er mye av det samme vi ser i dagligvarebransjen, hvor kjedene prøver å selge sine egne varer som gir større profitt. Gresvig har solgt egne merkevarer i en lengre periode, og har et forsprang i forhold til mange av sine konkurrenter.

#### **4.2.3 Erfaring:**

Gresvig har en lang historie som strekker seg hundre år tilbake. Det har vært stadig endringer i selskapet, og det har vært mye endringer de siste 10 år. Gjennom alle årene de har drevet, og endringene de har gjennomført, har Gresvig fått solid erfaring som selskap. Særlig erfaringen til organisasjonsstrukturen de har bygd opp. Gresvig har utviklet egen logistikk, datasystemer, regnskapshjelp og rutiner ved drift for sine kjedekonsepter. Denne erfaringen som har ført til utviklingen av organisasjonen vil stadig utvikles videre ettersom de får ny erfaring. I 2002 gjorde Gresvig en effektiviseringsendring av hele konsernet, noe som er et klart eksempel på at de stadig må forbedre seg for å opprettholde konkurransefortrinn.

#### **4.2.4 Volum:**

Gresvig gir alle sine forhandlere mulighet til å bestille varer fire ganger i året. Varene blir bestilt på varemesser som eksisterer kun med dette som formål. På varemessene er varesortimentet bestemt, og varene vil ha en 10-12 måneders ledetid. Dette gir Gresvig mulighet til å bestille store kvantum, som gir dem en sterk posisjon ved prisfastsettelse. Redusert innkjøpspris gir påfølgende mulighet til å holde lav pris, eller få høyere avanse ved salg av produktene. Det store kvantumet som blir kjøpt og videre solgt hos forhandlerne, kan også gi Gresvig en enerett på salg i Norge. Et eksempel på dette er det svenske turutstyrsmarket Hagløfs, som kun selges i G-sportsbutikker.

#### **4.2.5 Lokalisering:**

Både G-sport og Intersport har forhandlere over hele Norge, og når dermed ut til hele befolkningen. Dette er unikt i forhold til mange av deres konkurrenter som ofte kun konsentrerer seg om visse områder. Sport1 er vel den eneste av konkurrentene som er representert over hele Norge.

#### 4.2.6 Oversikt:

	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar
Merkevare	Ja	Ja	Nei	Ja	Nei
Egne produkter	Nei	Ja	Delvis	Ja	Nei
Erfaring	Ja	Ja	Ja	Delvis	Delvis
Volum	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Lokalisering	Delvis	Ja	Nei	Ja	Delvis

#### 4.2.6 Oppsummering svima:

Gresvig har mange ressurser som gir dem konkurransefortrinn, og mulighet for å være mer lønnsomme enn konkurrentene. Særlig har de fortrinn ved sitt store volum og erfaring. De kan utnytte sine to sterke merkenavn og videreutvikle egne produkter. Egne produkter gir penger inn til Gresvig, i stedet for til andre merkeleverandørene. Alt dette kan gjøre Gresvig mer lønnsomme enn sine konkurrenter i framtiden.

#### 4.3 Oppsummering og konklusjon av strategi

Etter bransjeanalysen og en intern ressursbasert analyse av Gresvig kan jeg nå si litt om hvordan mulighetene til Gresvig vil være i framtiden. Gresvig er i dag klar markedsleder i bransjen, men begynner å få mange og sterke utfordrere. Nesten alle forhandlerne i markedet er knyttet til en kjede, og det blir stadig hardere kamp om de siste selvstendige forhandlerne. Det er viktigere nå enn noen gang at Gresvig har en mer lønnsom kjedestruktur enn noen av sine konkurrenter. Denne lønnsomheten kan de oppnå ved å utnytte sin erfaring og volum til det ytterste ved å gi konkurransedyktige innkjøpspriser til sine forhandlere. Merkenavnene er viktig å opprettholde, så de fortsatt kan trekke kunder til sine butikker. Lønnsomheten fra kjededriften skal økes i framtiden med blant annet økning av egne merker.

Gresvig har absolutt en mulighet til å holde unna for konkurrentene, og kan få en resultatvekst i årene framover. Men det forutsetter at de utnytter sine ressurser fullt ut, og opprettholder sin posisjon som markedsleder.

## 5. Trailing, omgruppering og justering av regnskap

I dette kapittelet vil jeg endre det rapporterte regnskapet til Gresvig til å bli mer investororientert. Først må jeg gjøre en trailing av det siste regnskapsåret, for å kunne få representative tall for 2005. Trailingen vil bli brukt i min analyse videre i oppgaven. Jeg skal også omgruppere regnskapet til å skille mellom drift og finansiering. Til slutt vil jeg justere for målefeil, for å oppnå et best mulig analysegrunnlag.

### 5.1 Trailing av årsregnskap

Årsregnskapet til Gresvig ASA er ikke ferdig for 2005, derfor må jeg ta utgangspunkt i kvartalsrapportene. 3.kvartalsrapport har nå kommet, men da min utregning av trailing ble gjort hadde jeg bare 2.kvartalsrapport som hjelp for trailing. Mine beregninger er av den grunn basert på informasjon fra 2.kvartal. Kvartalsrapportene er litt mindre detaljerte enn årsrapportene, så mange av postene i trailing regnskapet er basert på beste skjønn fra min side.

Først vil jeg vise fra trailingen av resultatregnskapet for Gresvig. Denne er basert på 3. og 4. kvartal for 2004 og 1. og 2. kvartal for 2005. Viktige punkter jeg har gjort for å forme trailingen er som følger:

- Alle unormale poster fra 2004 regnskapet er fjernet. De unormale postene gjelder kun for 2004, og vil ikke finne sted i 2005.
- Gresvig har forandret regnskapsrapportering fra NGAP til IFRS, noe som blant annet fører til at Gresvig ikke fortsetter å avskrive goodwill. Dette vil være omdiskutert, men kan forsvares ut fra et investors synspunkt. Det kan gjelde hvis bedriften stadig generer ny goodwill, eller klarer å opprettholde eksisterende goodwill. Gresvig har to sterke merkenavn i G-sport og Intersport, og jeg forutsetter at de vil opprettholde sin eksisterende goodwill.
- Skattekostnaden for trailing året er basert på skattesatsen fra 2.kvartalsrapport, og multiplisert med resultat før skatt i hele trailingsåret.

<i>Trailingregnskapet for 2005</i>	<b>1.1 - 30.6 2005</b>	<b>1.7-31.12 2004</b>	<b>2005T</b>
<b>DRIFTSINNTEKTER</b>			
Netto salgsinntekter	675 597	812 372	1 487 969
Andre driftsinntekter	55 904	77 046	132 950
<b>Driftsinntekter</b>	<b>731 501</b>	<b>889 418</b>	<b>1 620 919</b>
<b>DRIFTSKOSTNADER</b>			
Varekostnad	501 130	622 794	1 123 924
Lønnskostnad	71 376	99 084	170 460
Avskrivning driftsmidler, øvrige immaterielle eiendeler	8 660	14 385	23 045
Andre driftskostnader	105 036	94 067	199 103
<b>Driftskostnader</b>	<b>686 202</b>	<b>830 330</b>	<b>1 516 532</b>
<b>Driftsresultat før unomrale driftsposter</b>	<b>45 299</b>	<b>59 088</b>	<b>104 387</b>
Unormalt driftsresultat	0	0	0
<b>Driftsresultat</b>	<b>45 299</b>	<b>59 088</b>	<b>104 387</b>
<b>FINANSINNTEKTER/KOSTNADER</b>			
Inntekt fra investering i tilknyttet selskap	24	1 443	1 467
Annen finansinntekt	3 661	6 495	10 156
Finanskostnader	4 994	10 006	15 000
<b>Netto finansposter</b>	<b>-1 309</b>	<b>-2 068</b>	<b>-3 377</b>
<b>Ordinært resultat før skattekostnad</b>	<b>43 990</b>	<b>57 020</b>	<b>101 010</b>
Skattekostnad på ordinært resultat	11 506	13 821	26 435
<b>Resultat før minoritetsinteresser</b>	<b>32 484</b>	<b>43 199</b>	<b>74 575</b>
Minoritetsinteresser	0	0	0
<b>Årsresultat</b>	<b>32 484</b>	<b>43 199</b>	<b>74 575</b>

Ta

#### *bell 5.1 Trailing av resultatet til Grevig 2005*

Trailingen av balansen til Grevig tar utgangspunkt i tallene presentert i 2.kvartal. Tallene som er presentert i 2. kvartalsrapport er sammenslåtte ved noen anledninger og ikke så detaljerte som tidligere årsregnskap. Jeg har derfor vektet saldpостene med samme vekt som for 2004 der det er nødvendig, kun for å få et bedre bilde av den omgruppert balanse for trailingåret 2005. Vektingen har vært gjort på finansielle anleggsmidler. På langsiktig gjeld har jeg basert trailing tallene på skjønn. Balansen for Grevig ble som følger:

Eiendeler:	BALANSE FOR GRESVIG			
	2004	2005T	2004	2005T
<b>ANLEGGSMIDLER</b>			<b>Gjeld og Egenkapital</b>	
Varemerker	2 331	0	EGENKAPITAL	
Andre immaterielle eiendeler	39 478	57 166	Aksjekapital	99 132
Utsatt skattefordel	9 917	0	Overkursfond	182 401
Goodwill	104 449	125 968	Sum innskutt egenkapital	281 533
<b>Sum immaterielle eiendeler</b>	<b>156 175</b>	<b>183 134</b>	Avsatt utbytte	89 477
Bygningsinnredning	6 337	6 745	Annen egenkapital	-30 965
Driftsløsøre, inventar og lignende	40 399	42 000	Minoritetsinteresser	0
<b>Sum varige driftsmidler</b>	<b>46 736</b>	<b>48 745</b>	<b>Sum egenkapital</b>	<b>340 045</b>
Investering i tilknyttet selskap	29 346	30 388	GJELD	
Lån til tilknyttet selskap	3 803	3 938	Pensjonsforpliktelser	9 965
Investering i aksjer og andeler	4 678	4 844	Utsatt skatt	
Andre fordringer	39 919	41 336	Andre avsetninger for forpliktelser	700
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>77 746</b>	<b>80 506</b>	Konvertibelt obligasjonslån	
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>280 657</b>	<b>312 385</b>	Gjeld til kredittinstitusjoner	204 605
<b>OMLØPSMIDLER</b>			Øvrig langsiktig gjeld	1 836
Varer	240 571	254 576	<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>217 106</b>
Kundefordringer	153 893	150 694	Gjeld til kredittinstitusjoner	0
Andre fordringer	25 398	0	Leverandørgjeld	93 123
Investeringer	0	0	Betalbar skatt	5 060
Bankinnskudd, kontanter og lignende	86 277	211	Skyldig offentlige avgifter	40 854
Sum omløpsmidler	506 139	405 481	Annen kortsiktig gjeld	90 608
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>786 796</b>	<b>717 866</b>	<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>229 645</b>
			<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>786 796</b>

Tabell 5.2 Trailing av balansen til Gresvig 2005

## 5.2 Omgruppering<sup>17</sup>

Årsrapportene til Gresvig framstiller et resultat og balanse som er kreditorientert. For å vurdere Gresvig sitt regnskap ut fra et investors ståsted må jeg omgruppere regnskapet. Denne omgrupperingen foregår i fire steg:

1. Omgrupper det avsatt utbyttet fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital.
2. Kartlegg "dirty surplus" og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. Med "dirty surplus" mener jeg direkte føringer mot egenkapital som ikke har blitt resultatført i resultatregnskapet.
3. Skill mellom det normale og det unormale resultat i utvidet betydning, og fordel skattekostnaden på det normale og unormale resultatet.
4. Grupper poster i resultatregnskapet og balansen klart i drifts og finansposter, og fordel skattekostnaden på driftsresultatet, finansinntekter og -kostnader.

Omgrupperingen jeg har gjort, har fulgt de 4 stegene ovenfor. Spesielle poster jeg kan nevne er først i resultat regnskapet:

- Normal skattesats har jeg satt til 28%. Tidligere driftsskattesatser spriker mye og jeg kom fram til et gjennomsnitt på 63%. Dette føler jeg er unormalt høyt, så jeg velger derfor å bruke 28% i det omgrupperte regnskapet. Det vil bli en differanse mellom

<sup>17</sup> Forelesningsnotater BUS 425, forelesning 5, plansje 9, vår 05

bokført driftsskattesats, og den skattesatsen jeg har valgt å bruke. Denne differansen vil bli tilført det unormale resultatet, som unormal skatt på normalt resultat.

- Andre poster som er satt til unormale, er nedskrivning og omstrukturering.
- De normale postene har jeg fordelt på drift og finans
- Resultat fra tilknyttede selskaper kommer som egen post i driftsresultatet. Det er på grunn av at man må skille dette ut fra egenvirksomhet.
- Netto betalt utbytte blir beregnet ut fra endringen i egenkapital og fullstendig resultat til egenkapital.

<b>Omgruppert resultatregnskap:</b>		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsinntekter	DI	1 939 655	1 907 636	1 646 010	1 581 517	1 562 818	1 581 494	1 630 716	1 620 919
- Driftskostnader	DK	1 958 437	1 876 557	1 647 003	1 554 269	1 466 520	1 510 025	1 537 234	1 516 532
= Driftsresultat i egen virksomhet	DR	-18 782	31 079	-993	27 248	96 298	71 469	93 482	104 387
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK	-5 259	8 702	-278	7 629	26 963	20 011	26 175	29 228
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	NRD	-13 523	22 377	-715	19 619	69 335	51 458	67 307	75 159
+ Nettoresultat fra driftstilknyttede virksomheter	NRT	-3 092	1 542	1 021	522	125	720	714	1 467
= Netto driftsresultat	NDR	-16 615	23 919	306	20 141	69 460	52 178	68 021	76 626
+ Netto finansinntekt	NFI	10 932	14 255	6 728	8 634	5 877	6 448	6 315	7 312
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	-5 683	38 173	7 034	28 775	75 337	58 625	74 336	83 938
- Netto finanskostnad	NFK	41 466	41 633	34 461	39 031	24 082	18 012	10 825	10 800
- Netto minoritetsresultat	NMR	1 126	-122	-603	0	-125	0	0	0
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	-48 274	-3 337	-26 824	-10 256	51 380	40 614	63 511	73 138
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-133 399	-15 974	-32 276	-18 597	-3 312	-3 265	-5 670	-41 762
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	-181 673	-19 311	-59 100	-28 853	48 068	37 349	57 841	31 376
- Netto betalt utbytte	NBU	-6 136	13 711	3 018	-240	-121 035	33 754	20 223	68 733
= <b>Endring i egenkapital</b>	<b>^EK</b>	<b>-175 537</b>	<b>-33 022</b>	<b>-62 118</b>	<b>-28 613</b>	<b>169 103</b>	<b>3 595</b>	<b>37 618</b>	<b>-37 357</b>

Tabell 5.3 Omgruppert resultatregnskap for Gresvig 98-05

Den omgrupperte balansen skiller eiendeler og gjeld som er knyttet til driften av selskapet med eiendeler og gjeld som kun er finansielle. For Gresvig har dette vært nokså greit å skille med bakgrunn av tallene i årsrapportene. Fordelingen til drift og finansiering har jeg forutsatt til å bli som følger:

<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>Finansiell anleggsmidler</b>
Varemerker	Varer	Investering i tilknyttet selskap
Andre immaterielle eiendeler	Kundefordringer	Lån til tilknyttet selskap
Utsatt skattefordel	Andre fordringer	Investering i aksjer og andeler
Goodwill		Andre fordringer
Bygningsinnredning		
Driftsløsøre, inventar og lignende		
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>Egenkapital</b>	<b>Langsiktig driftsrelatert gjeld</b>
Investeringer	Aksjekapital	Pensjonsforpliktelse
Bankinnskudd, kontanter og lignende	Overkursfond	Utsatt skatt
<b>Minoritetsinteresser</b>	Avsatt utbytte	Andre avsetninger for forpliktelse
Minoritetsinteresser	Annen egenkapital	
<b>Kortsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>Langsiktig finansielle gjeld</b>	<b>Kortsiktig finansiell gjeld</b>
Leverandørgjeld	Konvertibelt obligasjonslån	Gjeld til kredittinstitusjoner
Betalbar skatt	Gjeld til kredittinstitusjoner	Annen kortsiktig gjeld
Skyldig offentlige avgifter	Øvrig langsiktig gjeld	



Gruppering ovenfor gir denne omgrupperte balansen:

SKK - BALANSE		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	353 711	319 462	286 878	253 541	232 097	213 905	202 911	231 879
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	11 687	14 164	14 057	11 545	12 108	10 373	13 529	13 564
= Netto anleggsmidler	NAM	342 024	305 298	272 821	241 996	219 989	203 532	189 382	218 315
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	616 211	509 900	495 344	404 705	374 814	450 640	419 862	405 270
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	133 914	73 914	94 940	102 103	138 101	129 393	139 037	42 239
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	482 297	435 986	400 404	302 602	236 713	321 247	280 825	363 031
NETTO DRIFTSEIENDELER	NDE	824 321	741 284	673 225	544 598	456 702	524 779	470 207	581 346
Finansielle anleggsmidler	FAM	20 807	62 537	67 900	65 811	78 617	95 395	77 746	80 506
+ Finansielle omløpsmidler	FOM	34 476	17 829	14 418	12 898	65 758	1 160	86 277	211
= FINANSIELLE EIENDELER	FE	55 283	80 366	82 318	78 709	144 375	96 555	164 023	80 717
<b>SYSSELSETTE EIENDELSSE</b>		<b>879 604</b>	<b>821 650</b>	<b>755 543</b>	<b>623 307</b>	<b>601 077</b>	<b>621 334</b>	<b>634 230</b>	<b>662 063</b>
EGENKAPITAL	EK	236 350	217 116	155 210	130 580	294 002	303 189	337 181	299 824
MINORITETSINTERESSER	MI	14 102	874	307	0	4 657	0	0	0
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	371 862	335 360	301 534	356 525	213 376	200 402	206 441	212 786
+ Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	257 292	268 300	298 492	136 202	89 042	117 743	90 608	149 453
= FINANSIELL GJELD	FG	629 154	603 660	600 026	492 727	302 418	318 145	297 049	362 239
<b>SYSSELSETT KAPITAL</b>	<b>SSK</b>	<b>879 606</b>	<b>821 650</b>	<b>755 543</b>	<b>623 307</b>	<b>601 077</b>	<b>621 334</b>	<b>634 230</b>	<b>662 063</b>

Tabell 5.4 Omgruppert balanse for Gresvig 98-05

### 5.3 Analyse og justering av målefeil<sup>18</sup>

Det omgrupperte regnskapet er ikke perfekt for investor analyse, for det vil høyst sannsynlig inneholde målefeil. Ettersom ikke alle verdiene er satt til virkelig verdi, må noen justeringer gjøres for å få et mer virkelighetsnært bilde av de underliggende økonomiske forholdene i bedriften.

Målefeil kan deles inn i tre typer. Type 1 er målefeil mellom korrekt historisk kost og virkelig verdi. Type 2 er målefeil mellom god regnskapsskikk og korrekt historisk kost. Type 3 er målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring.

Når det gjelder Gresvig ser jeg ikke noe i årsrapportene som tilsier at bokføringen fører til så mye målefeil i analysen min. Gresvig har eksistert i mange år, og jobber stadig for å bli mer effektive. I bedrift som Gresvig kan dermed målefeil av typen 1 og 2 ofte viske hverandre ut, så det er bedre å la være å justere for disse målefeilene. Målefeil av type 3, kreativ regnskapsføring, ser jeg ingen klar grunn til at skal eksistere. Jeg ser heller ingen tegn til opplåste poster i regnskapet.

Et tilfelle vil jeg uansett justere, som helt klart er bokført til feil verdi, nemlig pensjonsforpliktelsene. Her er den virkelige verdien oppført i notene i årsrapporten, men ikke bokført til virkelig verdi. Denne justeringen har jeg vist nedenfor, og disse justeringene er allerede ført inn i det omgrupperte regnskapet fra forrige delkapittel.

<sup>18</sup> Forelesningsnotater BUS424, høst 05

<b>Justering av pensjonsforpliktelsene til Gresvig</b>									
	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>1) Balansen</b>									
Virkeligverdi pensjonskrav	11 786	21 357	25 093	24 276	23 455	26 204	24 303	31 937	?
- Virkeligverdi pensjonsfond	4 682	9 191	10 669	9 821	12 940	14 730	14 926	17 995	?
= Netto pensjonskrav til virkelig verdi	7 104	12 166	14 424	14 455	10 515	11 474	9 377	13 942	13 978
- Ikke balanseført gjeld	891	4 209	3 430	3 923	(1 182)	240	(1 058)	3 978	3 978
= Balanseført netto pensjonskrav	6 213	7 957	10 994	10 532	11 697	11 234	10 435	9 964	10 000
--> Gir effekt på:									
netto driftseiendeler før skatt	(891)	(4 209)	(3 430)	(3 923)	1 182	(240)	1 058	(3 978)	(3 978)
utsatt skatt	(249)	(1 179)	(960)	(1 098)	331	(67)	296	(1 114)	(1 114)
- netto driftseiendeler	(642)	(3 030)	(2 470)	(2 825)	851	(173)	762	(2 864)	(2 864)
= egenkapital	(642)	(3 030)	(2 470)	(2 825)	851	(173)	762	(2 864)	(2 864)
<b>2) Resultat</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
--> Gir effekt på:									
unormalt driftsresultat		(3 318)	779	(493)	5 105	(1 422)	1 298	(5 036)	-
- endring i utsatt skatt		(929)	218	(138)	1 429	(398)	363	(1 410)	-
= unormalt netto driftsresultat		(2 389)	561	(355)	3 676	(1 024)	935	(3 626)	-

*Tabell 5.5 Justering av pensjonsforpliktelsene*

Som tabellen ovenfor viser har denne justeringen en endring av egenkapitalen. Den vil få motsatt endring på langsiktig driftrelatert gjeld. Det unormale resultatet vil også bli påvirket av denne endringen.

## 6. Analyse av risiko

I denne analysen av risiko, vil jeg med bakgrunn i de omgrupperte rapporterte regnskapsdata vise noen forholdstall som indikerer likviditet, soliditet og rentabilitet hos Gresvig. Tallene gir liten informasjon i absolutt form, derfor vil jeg knytte dem opp mot ”tommelfingerregler”, utvikling og bransjedata.

Gresvig er den helt klart største aktøren i det norske markedet. Sett i forhold til andre kjedekonseptene har de driftsinntekter fra kjededrift som er ca 10 ganger så store som nærmeste konkurrent. Dette kan virke som de er i en helt annen liga, og dermed ikke mulig å sammenligne forholdstall med de andre i bransjen. Dette mener jeg er feil. Konkurrentene til Gresvig i Norge har alle vokst de siste 5-6 årene, og kan bli en trussel for Gresvig i framtiden. Det jeg har brukt som grunnlag for et bransjesnitt er rapporterte regnskapstall fra Sport1, MX-sport og Stadion fra 2000-2004. Disse regnskapene er hovedsakelig kun vektlagt kjededriften, noe som igjen gjenspeiler Gresvig sitt regnskap. Her burde jeg også hatt med regnskapene til XXL, men de rapporterte tallene har for mye støy til at jeg kan bruke dem til sammenligning.

Alle formeler som er brukt i dette kapittelet, bruker tall fra det omgrupperte regnskapet vist i kapittel 5. Formlene inneholder mange resultat- og kapitalbenevnelser, og det omgrupperte regnskapet viser sammenhengen mellom disse.

### 6.1. Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen vil gi meg et bedre innblikk i hvordan den kortsiktige likviditetstilstanden er hos Gresvig. Jeg har valgt å se nærmere på likviditetsgrad 1 og rentedekningsgraden.

Likviditetsgrad1 viser om bedriften har nok likvide midler til å betjene den kortsiktige gjelden. Likviditetsgrad1 finner jeg ved hjelp av denne formelen:

$$\text{Likviditetsgrad1} = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

DOM = Driftsrelaterte omløpsmidler FOM = Finansielle omløpsmidler KDG = Kortsiktig driftrelatert gjeld KFG = Kortsiktig finansiell gjeld
---

Diagrammet som følger under, viser utviklingen i likviditetsgrad1 hos Gresvig og bransje snittet i Norge.

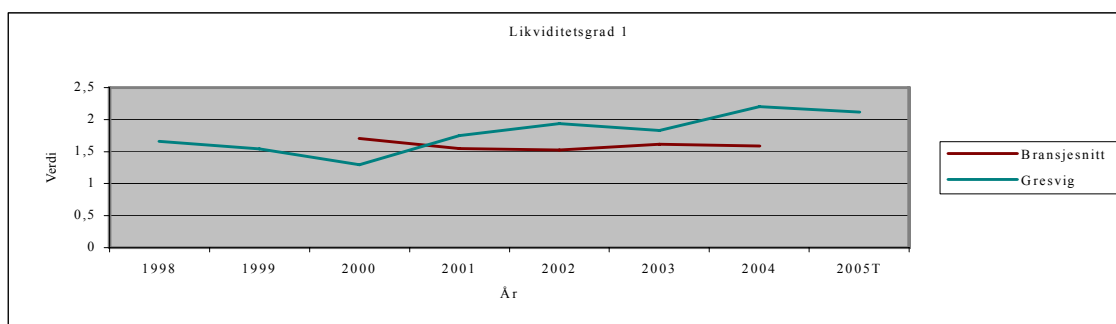


Diagram 6.1 Likviditetsgrad 1 til Gresvig og Bransjen

Diagrammet over sier mye om likviditetsutviklingen til Gresvig de siste årene. Den har vært stigende, og har nå verdier over 2. Dette betyr at Gresvig sine omløpsmidler er det dobbelte av den kortsiktige gjelden til bedriften. De viser at den kortsiktige likviditeten til Gresvig er bra, og ser ut til å være mer likvide enn sine konkurrenter. I årsrapporten for 2004 trekker Gresvig fram at likviditeten er bedret som et av hovedpunktene. Det tyder på at de har en ønsket utvikling på dette området, og vil fokusere på dette i framtiden også. Likevel kan det diskuteres om det er behov for så mye likvide midler. Gresvig har relativt sett mye mer enn sine konkurrenter, og kanskje den optimale mengden likvider vil være lavere enn dagens mengde. På grunn av at det er driftsrelaterte investeringer som genererer avkastning i bedriften.

Oslo Børs har et snitt(median) på 1,759<sup>19</sup> for bransjen handel, som vil være et naturlig sammenligningsgrunnlag for Gresvig ASA. Dette indikerer at Gresvig de siste årene har utviklet en likviditetsgrad som er høyere enn snittet i bransjen, og har kanskje en høyere likviditet enn nødvendig.

Jeg bruker også rentedekningsgraden for å få et bedre innblikk i Gresvigs likviditet. Den vil si meg om bedriftens evne til å dekke rentekostnadene. Rentedekningsgraden finner jeg ved hjelp av denne formelen:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{NRE_t + NMR_t + NFK_t}{NFK_t}$$

NRE = Nettoresultat til egenkapital  
 NMR = Nettoresultat til minoritet  
 NFK = Netto finanskostnader

Rentedekningsgraden, er som formelen forteller en indikator på hvor stort nettoresultatet til egenkapital og minoritetsinteresser er i forhold til nettofinansielle kostnader.

<sup>19</sup> BUS425 Forelesning 9, plansje 39 vår 05

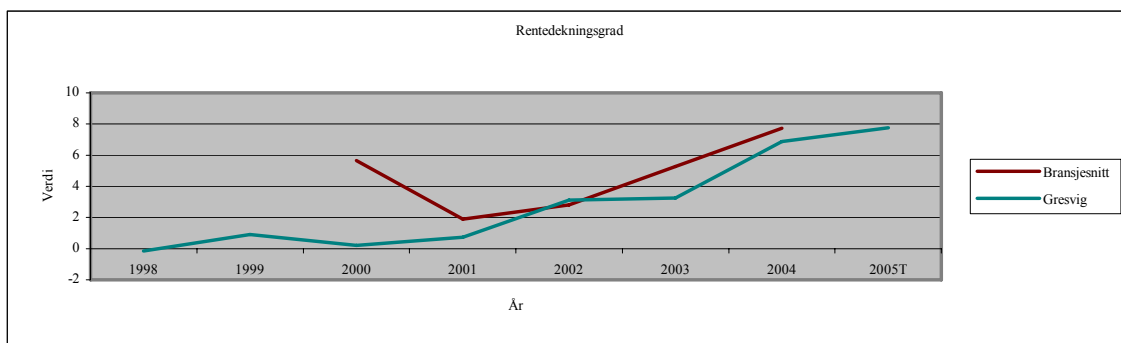


Diagram 6.2 Rentedeckningsgrad for Gresvig og bransjen

I diagrammet over ser vi at Gresvig har en positiv utvikling i analyse perioden. De har gått fra å være ca 0 til gode positive verdier. Bransjetallene ligger litt over Gresvig sine tall, og utviklingen har vært nokså parallell med Gresvig sin utvikling. Selv om Gresvig har en rentedeckningsgrad som er lavere enn sine konkurrenter, er det vanskelig å si noe konkret i dette tilfellet ettersom utviklingen er lik.

Oslo Børs har for bransjen handel en median for Rentedeckningsgrad lik 0,996<sup>20</sup> i årene 1999-2003. Dette er skremmende lavt for hele bransjen handel. I samme periode som tallene fra Oslo Børs hadde Gresvig et høyere snitt, dette var på 1,65.

## 6.2 Soliditetsanalyse

Denne analysen viser hvor godt rustet Gresvig er til å tåle tap i framtiden.

Analysen beregnes på bakgrunn av denne formelen:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK_t + MI_t + NUS_t}{SSK_t + DG_t}$$

EK = Egenkapital  
MI = Minoritetsinteresser  
NUS = Netto utsatt skatt  
SSK = Sysselsatt kapital  
DG = Driftsrelatert gjeld

Egenkapital utviklingen til Gresvig og den analyserte delen av bransjen ble som følger:

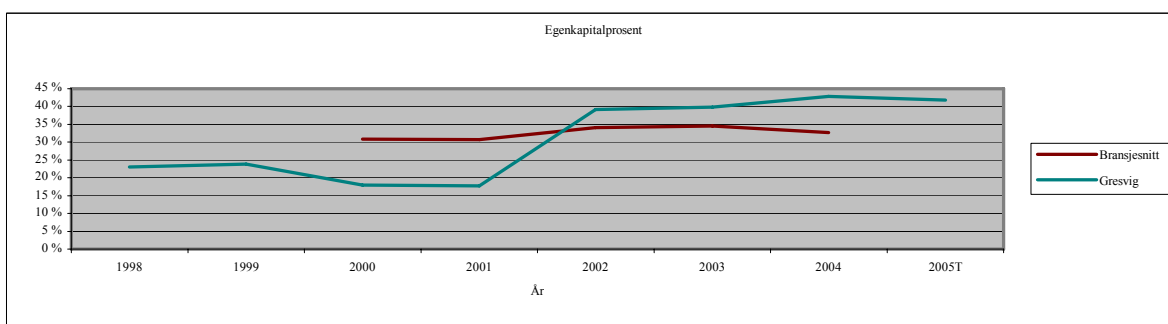


Diagram 6.3 Egenkapitalprosent for Gresvig og bransjen fra 1998-2005T

<sup>20</sup> BUS425 Forelesning 9, plansje 42 vår 05

Likviditetsutviklingen til Gresvig har, som vist i forrige delkapittel, vært positiv. Dette gjelder også for egenkapitalprosenten, noe som viser at Gresvig har blitt mer solid de siste årene. Gresvig ble tilført en del kapital i 2002. Som diagrammet viser forbedret egenkapitalprosenten seg mye dette året. Årene etter 2002 har egenkapitalprosenten vært stabil, og Gresvig har vært mer solid enn sine konkurrenter.

Egenkapitalprosenten på Oslo Børs for bransjen handel (1999-2003) var på ca 40%<sup>21</sup>. Gresvig har i samme tidsrom et snitt på 28%. Dette snittet er klart lavere enn bransjen, og viser at Gresvig hadde et problem med soliditeten.

### 6.3 Rentabilitet

Rentabilitet er et mål på hvor mye verdi som skapes av kapitalen som finnes i bedriften. Det er to typer rentabilitet jeg vil analysere, nemlig avkastningen på egenkapitalen, og avkastningen på driftskapitalen.

Rentabiliteten til nettodriftskapital finner jeg ved hjelp av denne formelen:

$$\text{Nettodriftskapitalrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$

NDR = Netto driftsresultat  
NDK = Netto driftskapital

Rentabiliteten fra driftskapitalen vises i diagrammet under.

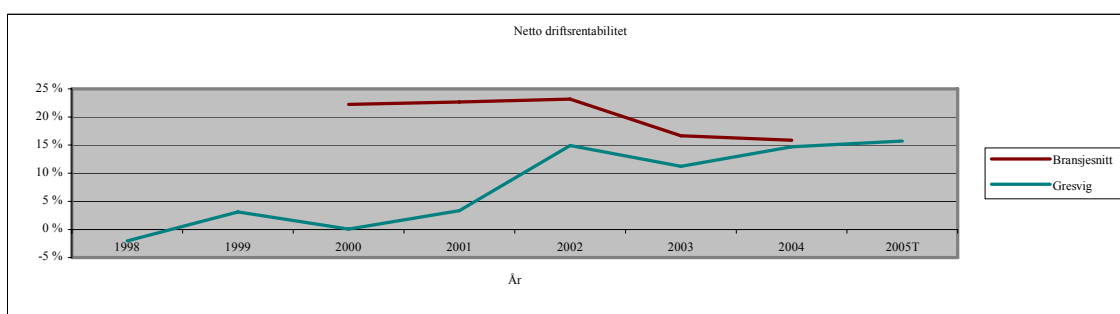


Diagram 6.4 Nettodriftskapital for Gresvig og bransjen fra 1998 til 2005T

Diagrammet ovenfor viser at nettodriftsrentabiliteten til Gresvig har steget gjennomsnittlig fra 1998 til 2005T, noe som er meget positivt. Verdiene Gresvig hadde fram til 2001 var virkelig dårlige, og ga ingen avkastning på kapitalen som er investert i bedriften. Endringen som skjedde i 2002 virket som det ga en positiv ringvirkning. De siste årene ser det

<sup>21</sup> BUS425 Forelesning 9, plansje 57, vår 05

ut til at de også har nådd snittet til sine konkurrenter, noe som viser at de er konkurransedyktige på avkastning.

Rentabiliteten til egenkapitalen finner jeg ved hjelp av denne formelen:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

NRE = Nettoresultat til egenkapital  
EK = Egenkapital

Diagrammet under viser utviklingen i egenkapitalrentabiliteten til Gresvig og bransjen.

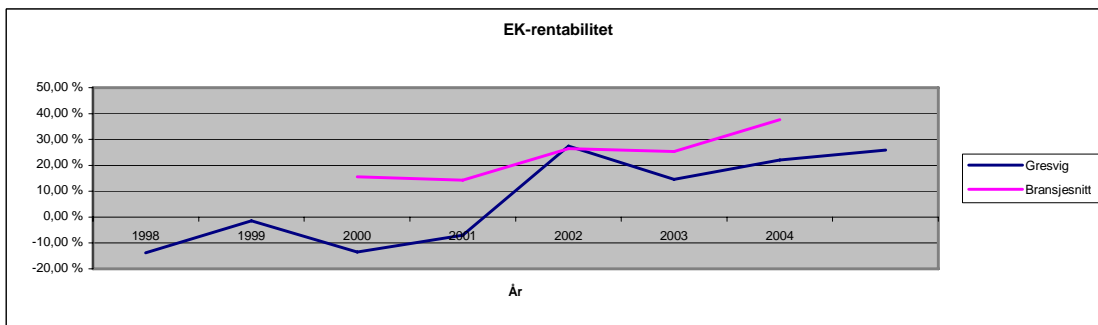


Diagram 6.5 egenkapitalrentabilitet for Gresvig fra 1998 til 2005T

Diagrammet ovenfor viser mye av det samme som nettodriftsrentabiliteten viser. Gresvig har ikke en god rentabilitet før i 2002, men etter det er utviklingen på et godt nivå. Likevel har de en mye lavere rentabilitet enn snittet til bransjen. Konkurrentene til Gresvig har hatt mye mer vekst enn Gresvig de siste årene, mens Gresvig viser mer at de er i en moden fase. Det kan forsvare det at de har en lavere rentabilitet enn konkurrentene, og at konkurrentene ikke kan forvente at den høye rentabiliteten er vedvarende.

## 6.4 Syntetisk rating

Standard & Poor's har en klassifisering av selskaper ut fra forholdstall. Hver verdi av et forholdstall gir selskapet en karakter ut fra en oppgitt skala. Karakterene Standard & Poor's bruker, går fra AAA(best) til D(dårligst). Til slutt vil et snitt av karakterene gi selskapet en total karakter som brukes ved vurdering av konkurrisiko og kredittrisikofaktor. Denne ratingen til Standard & Poor's vil jeg bruke på Gresvig, og ut fra den bedømme konkurrisikoen til selskapet.

	Syntetisk rating:								
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Likviditetsgrad 1:	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	
Rentedekningsgrad:	CCC	B	CCC	B	A	A	AA	AA	
Egenkapitalprosent:	B	B	B	B	BBB	BBB	BBB	BBB	
Nettodriftsrentabilitet:	CC	B	CCC	B	A	BBB	A	A	
Rating i snitt:	CCC	B	CCC	B	BBB	BBB	BBB	BBB	<b>Vektasnitt:</b>
Vekt:			0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25	<b>BBB</b>
Konkurssannsynlighet:	30,85 %	6,08 %	30,85 %	6,08 %	0,37 %	0,37 %	0,37 %	0,37 %	<b>0,37 %</b>
Kreditrisikofaktor:	3	1	3	1	0,4	0,4	0,4	0,4	<b>0,4</b>

Tabell 6.1 Syntetisk rating for Gresvig 1998-2005

Ovenfor har jeg ratet Gresvig ved å se nøye på de fire forholdstallene listet opp i tabellen.. Forholdstallene er sammenlignet med Standard & Poor's<sup>22</sup> sine ratingtabeller. Hvert år har jeg gitt de fire forholdstallene en karakter, og snittet av disse fire gir en samlet rating for hvert år. Senere har jeg vektet disse årsratingene, med mest vekt på de siste to årene, og ender opp med et snitt som er representativt for Gresvig. Dette snittet viser at Gresvig er en bedrift som er kvalifisert til BBB, noe som gir en konkurssannsynlighet på 0,37%.

Konkurssannsynligheten gjelder for konkurs innen et år. Ved hjelp av risikofri rente, kan kreditrisikopremien brukes som en multiplikator til å beregne passende gjeldsrentekrav.

Den informasjonen som analysen beskrevet over gir oss, er at Gresvig nå befinner seg i en situasjon der hvor sannsynligheten for konkurs er relativ liten. Når konkurrrisiko er så liten som hos Gresvig, vil det også gi en lav kreditrisikofaktor. Kreditrisikofaktor er den risikopremien långivere legger til for konkurrrisiko ved fastsettelse av krav på utlånt kapital.

<sup>22</sup> www.standardandpoors.com



## 7. Analyse av lønnsomhet og vekst

I dette kapittelet vil jeg først se på kravene som bør stilles til kapitalavkastningen hos Gresvig. Deretter se nærmere på rentabiliteten til Gresvig, for så å sammenligne disse. Til slutt vil jeg se på veksten som Gresvig har oppnådd i analyse perioden. Denne veksten vil være en indikator på videre vekst.

### 7.1 Krav til avkastning på egenkapital

I dette kapittelet vil jeg dermed se nærmere på kravet eierne vil stille til avkastningen på egenkapitalen i Gresvig. Kravene vil jeg senere sammenligne med rentabiliteten og se om Gresvig klarer å tjene en såkalt "superprofitt" utover kravet. Beregningen av avkastingskravet er viktig i verdsettelsen av Gresvig på grunn av at de brukes i to viktige sammenhenger:

- En investor krever å få en avkastning som er i samsvar med avkastning på tilsvarende investeringer med samme risiko. Dette kravet vil sammenlignes med rentabiliteten til Gresvig, for å avdekke eventuell superprofitt.
- Kravene kan også brukes som en diskonteringsrente for å flytte verdier fra en periode til en annen. Det vil jeg bruke ved å neddiskontere beregnet framtidig verdi på egenkapitalen.

For å finne egenkapitalkravet har jeg brukt kapitalverdimodellen(CAPM):

Avkastningskrav = risikofri rente + risikopremie \* beta + likviditetspremie

#### 7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente har blitt beregnet ut fra 3 måneders nominell nibor(Norwegian InterBank Offered Rate)rente<sup>23</sup>. Det er altså renta som bankene tilbyr til hverandre. Der har jeg brukt de månedlige rapporterte tallene, og regnet ut et snitt for hvert år. Niborrenta har i utgangspunktet et lite risikotillegg, og jeg velger å sette det risikotillegget lik 10%.

Risikotillegget har jeg fjernet fra hvert år. Det som blir igjen er risikofrirente for alle disse årene, og snittet for hele analyse perioden er på 4,66%. Grunnen til at jeg har brukt nominell rente skyldes at rentabiliteten til selskapet er nominell.

---

<sup>23</sup> Hentet fra statistikk på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

### 7.1.2 Risikopremie

Risikopremie er differansen mellom forventet markedsavkastning og risikofri rente. Kapitalverdimodellen antar at investorer er risikoaverse, og de krever dermed en avkastning på risiko utover risikofri rente. Denne risikopremien har Thore Johnsen, professor ved NHH, estimert helt tilbake til 1903. Jeg velger å bruke disse estimerte verdiene for hvert år i min analyse periode.

### 7.1.3 Betaverdi

Betaverdi er et mål på den systematiske risikoen som er knyttet til selskapet i forhold til markedsporteføljen. Dagens næringsliv har en beta basert på de siste 12 måneder på 0,70 (02/11-05). Ved å bruke Børsprosjektet NHH sin betakalkulator, finner jeg en beta over hele analyse perioden lik 0,53. Det vil være et mye bedre estimat på Betaverdien til Gresvig. Ut fra Merrill Lynch sin formel bør man vekte betaestimatet mot markedsbetaen. Det gir dette resultatet:

$$2/3*0,53 + 1/3*1 = 0,687$$

Betaestimatet som er funnet her, har jeg brukt for å beregne justerte betaverdier for de foregående år. Jeg trenger de for å finne avkastningskravet til egenkapitalen.

<b>Netto driftsbeta:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
Eienkapitalbeta	0,998	1,031	1,313	1,265	0,464	0,525	0,423	0,588	<b>0,687</b>
* EK/NDK	0,287	0,293	0,231	0,240	0,644	0,578	0,717	0,516	<b>0,438</b>
+ Minoritetsbeta	0,998	1,031	1,313	1,265	0,464	0,525	0,423	0,588	<b>0,687</b>
* MI/NDK	0,017	0,001	0,000	0,000	0,010	0,000	0,000	0,000	<b>0,004</b>
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	<b>0,000</b>
* NFG/NDK	0,696	0,706	0,769	0,760	0,346	0,422	0,283	0,484	<b>0,558</b>
= Netto driftsbeta	0,303	0,303	0,303	0,303	0,303	0,303	0,303	0,303	<b>0,303</b>

Tabell 7.1 Sammenheng mellom betaverdiene til Gresvig

EK/NDK = Egenkapitalvekt i forhold til netto driftskapital.  
MI/NDK = Vekten til minoritetsinteressene i forhold til driftskapital  
NFG/NDK = Vekten til netto finansiell gjeld i forhold til netto driftskapital  
Verdiene er hentet fra omgruppert regnskap kapittel 5.

Forklaring siste kolonne i tabellen:  
Egenkapital betaen er den estimerte betaen for analyseperioden.  
Minoritetsbetaen er lik som egenkapitalbetaen  
Alle vektene er et gjennomsnitt over analyseperioden.

Tabellen ovenfor viser at nettodriftsbeta er konstant over hele analyse perioden. Det kommer av Miller&Modigliani sin utredning: "The value of a company is not depending on how the company is financed." Selv om dette er urealistisk med tanke på konkurskostnader ved høy gjeldsgiring, velger jeg å finne den justerte egenkapitalbetaen med denne

forutsetningen av fast nettodriftsbeta. Netto driftsbetaen for alle årene i tabellen tar utgangspunkt i verdien funnet i kolonnen helt til venstre i tabellen.

I denne tabellen har jeg også forutsatt nettofinansiell gjeldsbeta lik null, på grunn av at jeg forutsetter denne er risikofri.

Forutsetningene jeg har satt med tanke på netto driftsbeta, og nettofinansiell gjeldsbeta, er på plass i tabellen. Med bakgrunn i disse forutsetningene er det enkelt å finne egenkapitalbetaen. Den vil variere med hvordan bedriften er finansiert.

#### 7.1.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie til Gresvig vil være nokså lav. Gresvig er blant de minst likvide aksjene på Oslo Børs, så jeg setter verdien til 2,5%. Uten å ha en god begrunnelse for det, men regner det som en vanlig likviditetspremie på mindre likvide aksjer. Jeg forutsetter at den vil være den samme over hele analyse perioden.

#### 7.1.5 Oppsummering av krav til avkastning på egenkapital

Tabellen nedenfor setter sammen alt jeg har kommet fram til i de foregående delkapittelene.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	97-05T
Snitt 3 mnd nominell Niborrente:	5,79 %	6,54 %	6,75 %	7,23 %	6,91 %	4,10 %	2,00 %	2,11 %	<b>5,18 %</b>
- Risikotillegg; 10%	0,58 %	0,65 %	0,67 %	0,72 %	0,69 %	0,41 %	0,20 %	0,21 %	<b>0,52 %</b>
= Risikofri rente før skatt	5,21 %	5,88 %	6,07 %	6,50 %	6,22 %	3,69 %	1,80 %	1,90 %	<b>4,66 %</b>
- 28% skatt	1,46 %	1,65 %	1,70 %	1,82 %	1,74 %	1,03 %	0,51 %	0,53 %	<b>1,30 %</b>
= Risikofri rente etter skatt	3,75 %	4,24 %	4,37 %	4,68 %	4,48 %	2,66 %	1,30 %	1,37 %	<b>3,35 %</b>
+ Justert beta	0,998	1,031	1,313	1,265	0,464	0,525	0,423	0,588	<b>0,687</b>
* Risikopremie etter skatt	5,00 %	5,60 %	7,30 %	4,20 %	2,40 %	3,30 %	5,40 %	6,20 %	<b>4,93 %</b>
+ Likviditetspremie	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	2,50 %	<b>2,50 %</b>
<b>= Egenkapitalkrav</b>	<b>11,24 %</b>	<b>12,51 %</b>	<b>16,46 %</b>	<b>12,49 %</b>	<b>8,09 %</b>	<b>6,89 %</b>	<b>6,08 %</b>	<b>7,51 %</b>	<b>10,16 %</b>

Tabell 7.2 Egenkapitalkrav for Gresvig 98-05T

Ved bruk av CAPM ser vi hvordan egenkapitalkravet har forandret seg over årene, og gir et snitt på 10,16%. Dette er mye over risikofri rente, så kravet gjenspeiler at det er knyttet en viss risiko ved investering i Gresvig.

Minoritetsinteressene til Gresvig vil få en illikviditetspremie, pga at aksjene deres ikke er så likvide som majoriteten. Denne illikviditetspremien velger jeg å sette lik 2%, noe som gir minoritetskrav = egenkapitalkrav + 2%

## 7.2 Krav til avkastning på driftskapital

Sysselsattkapitalkrav og nettodriftskrav er to mål på krav som tar hensyn til alle investeringer i bedriften som gjeld, egenkapital og minoritetsinteresser. For å finne kravene må jeg først finne betaverdiene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Deretter finne krav på eiendeler og gjeld.

### 7.2.1 Avkastningskrav til finansiell gjeld, eiendeler og nettofinansiell gjeld

Det første jeg vil finne i dette avsnittet er betaverdier til finansielle eiendeler( $\beta_{FE}$ ) og finansiell gjeld( $\beta_{FG}$ ). Disse finner man ved å bruke to enkle formler:

$$\beta_{FE} = \text{Investeringer/Finansielle eiendeler}, \quad \beta_{FG} = \text{Investeringer/Finansiell gjeld}$$

Vektene som beregnes i tabellen under er finansiell gjeld eller finansielle eiendeler, vektet i forhold til nettofinansiell gjeld. Nettofinansiell gjeld er finansiell gjeld minus finansielle eiendeler.

Netto finansiell gjeldsbeta forutsetter jeg at er risikofri.

Betaverdiene vises i tabellen under:

Finansielle betaverdier:	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
$\beta_{FG}$	0,014	0,040	0,051	0,072	0,142	0,140	0,115	0,097	<b>0,084</b>
* Finansiell gjeldsvekt	1,096	1,154	1,159	1,190	1,914	1,436	2,233	1,287	<b>1,434</b>
- $\beta_{FE}$	0,155	0,301	0,372	0,454	0,298	0,461	0,207	0,436	<b>0,336</b>
* Finansiell eiendelsvekt	0,096	0,154	0,159	0,190	0,914	0,436	1,233	0,287	<b>0,434</b>
<b>= Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>

Tabell 7.3 Finansielle betaverdier for Gresvig 98-05

Videre brukes betaverdiene i tabellen til å finne risikotillegget som legges på den risikofrie renten.

Premie for systematiskrisiko =  $\beta_{FG}$  \* risikopremien i markedet

Premie for kredittrisiko = kredittrisikofaktor \* risikofri rente

Jeg kan nå beregne finansielt gjeldskrav:

<b>Finansielle gjeldskrav:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
Syntetisk rating	CCC	B	CCC	B	BBB	BBB	BBB	BBB	<b>BBB</b>
Risikofri rente etter skatt	0,037	0,042	0,044	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	<b>0,034</b>
+ Premie for systematiskrisiko	0,001	0,002	0,004	0,003	0,003	0,005	0,006	0,006	<b>0,004</b>
+ Premie for kredittrisiko	0,112	0,042	0,131	0,047	0,018	0,011	0,005	0,005	<b>0,013</b>
<b>= Finansielt gjeldskrav</b>	<b>0,151</b>	<b>0,087</b>	<b>0,179</b>	<b>0,097</b>	<b>0,066</b>	<b>0,042</b>	<b>0,024</b>	<b>0,025</b>	<b>0,084</b>

Tabell 7.4 Finansielt gjeldskrav for Gresvig 98-05

Etter jeg har funnet finansielt gjeldskrav velger jeg å finne finansielt eiendelskrav. Denne blir vektet ut fra kravene til kontantene, fordringene og investeringene som de finansielle eiendelene består av. De forskjellige kravene er som følger:

- Kontant krav følger risikofri rente, på grunn av dette ofte er bankinnskudd.
- Finansiell fordringskrav har jeg valgt å være risikofrirente pluss et tillegg på 2%.  
Denne verdien har jeg satt med bakgrunn i at de fleste bedrifter har BBB som rating, og denne gir en kredittrisikofaktor lik 0,4. Snittet på risikofri rente over analyse perioden er 3,4%, som gir en kredittrisikopremie på 1,3%(3,4\*,04). Denne føler jeg at er noe lav, derfor setter jeg den lik 2% i stedet for.
- Investeringskravet setter jeg lik markedsavkastningen. Noe som vil være et fornuftig krav på investeringer.

<b>Finansielt eiendelskrav:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
Kontantkrav	0,037	0,042	0,044	0,047	0,045	0,027	0,013	0,014	<b>0,034</b>
* Kontantvekt	0,529	0,220	0,173	0,162	0,454	0,009	0,526	0,003	<b>0,259</b>
+ Finansielt fordringskrav	0,057	0,062	0,064	0,067	0,065	0,047	0,033	0,034	<b>0,054</b>
* Finansiell fordringsvekt	0,316	0,479	0,455	0,384	0,248	0,530	0,267	0,561	<b>0,405</b>
+ Investeringskrav	0,087	0,098	0,117	0,089	0,069	0,060	0,067	0,076	<b>0,083</b>
* Investeringsvekt	0,155	0,301	0,372	0,454	0,298	0,461	0,207	0,436	<b>0,336</b>
<b>= Finansielt eiendelskrav</b>	<b>0,052</b>	<b>0,069</b>	<b>0,080</b>	<b>0,074</b>	<b>0,057</b>	<b>0,052</b>	<b>0,030</b>	<b>0,052</b>	<b>0,058</b>

Tabell 7.5 Finansielt eiendelskrav for Gresvig 98-05

Etter at jeg har funnet de finansielle kravene til Gresvig, er det mulig å få fram noen verdier for det netto finansielle gjeldskravet. Formelen som brukes for å få fram disse verdiene er som følger:

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

nfgk = netto finansielt gjeldskrav  
 fgk = finansielt gjeldskrav  
 fek = finansielt eiendelskrav  
 FG = finansiell gjeld  
 FE = finansielle eiendeler  
 NFG = netto finansiell gjeld

Verdiene finnes i tabellen under og forkortelsene er de samme som for formelen over.

<b>Netto finansielt gjeldskrav:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
Krav til finansiell gjeld	0,151	0,087	0,179	0,097	0,066	0,042	0,024	0,025	<b>0,084</b>
* FG/NFG	1,096	1,154	1,159	1,190	1,914	1,436	2,233	1,287	<b>1,434</b>
- Krav til finansielle eiendeler	0,052	0,069	0,080	0,074	0,057	0,052	0,030	0,052	<b>0,058</b>
* FE/NFG	0,096	0,154	0,159	0,190	0,914	0,436	1,233	0,287	<b>0,434</b>
<b>= Krav til netto finansiell gjeld</b>	<b>0,160</b>	<b>0,090</b>	<b>0,194</b>	<b>0,101</b>	<b>0,074</b>	<b>0,037</b>	<b>0,018</b>	<b>0,018</b>	<b>0,095</b>

Tabell 7.6 Netto finansielt gjeldskrav for Gresvig 98-05

## 7.2.2 Netto driftskrav

Alle krav og beta verdier som er beregnet i de foregående delkapittelene, gjør det relativt enkelt å komme fram til et netto driftskrav. Under gjengir jeg tabellen som viser vektene som fører fram til netto driftskrav basert på egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.

<b>Netto driftskrav:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
Egenkapitalkrav	0,112	0,125	0,165	0,125	0,081	0,069	0,061	0,075	<b>0,102</b>
* EK/NDK	0,287	0,293	0,231	0,240	0,644	0,578	0,717	0,516	<b>0,438</b>
+ Minoritetsinteressekrav	0,142	0,155	0,195	0,155	0,111	0,099	0,091	0,105	<b>0,132</b>
* MI/NDK	0,017	0,001	0,000	0,000	0,010	0,000	0,000	0,000	<b>0,004</b>
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,160	0,090	0,194	0,101	0,074	0,037	0,018	0,018	<b>0,087</b>
* NFG/NDK	0,696	0,706	0,769	0,760	0,346	0,422	0,283	0,484	<b>0,558</b>
<b>= Netto driftskrav</b>	<b>0,146</b>	<b>0,100</b>	<b>0,187</b>	<b>0,107</b>	<b>0,079</b>	<b>0,056</b>	<b>0,049</b>	<b>0,047</b>	<b>0,093</b>

Tabell 7.7 Netto driftskrav for Gresvig 98-05

EK/NDK = Egenkapitalvekt i forhold til netto driftskapital.  
MI/NDK = Vekten til minoritetsinteressene i forhold til netto driftskapital  
NFG/NDK = Vekten til netto finansiell gjeld i forhold til netto driftskapital  
Verdiene er hentet fra omgruppert regnskap kapittel 5.

### 7.2.3 Sysselsatt kapitalkrav

Kravet til sysselsattkapital beregnes på samme måte som netto driftskravet ble beregnet ved forrige delkapittel. Eneste forskjell er at her vektetes finansiell gjeld istedenfor netto finansiell gjeld. Kapitalen som brukes er naturligvis sysselsatt kapital i stedet for netto driftskapital. Det gir denne tabellen under:

<b>Sysselsatt kapitalkrav:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005T	<b>97-05T</b>
Krav til egenkapital	0,112	0,125	0,165	0,125	0,081	0,069	0,061	0,075	<b>0,102</b>
* EK/SSK	0,269	0,264	0,205	0,209	0,489	0,488	0,532	0,453	<b>0,364</b>
+ Krav til minoriteten	0,142	0,155	0,195	0,155	0,111	0,099	0,091	0,105	<b>0,132</b>
* MI/SSK	0,016	0,001	0,000	0,000	0,008	0,000	0,000	0,000	<b>0,003</b>
+ Krav til finansiell gjeld	0,151	0,087	0,179	0,097	0,066	0,042	0,024	0,025	<b>0,084</b>
* FG/SSK	0,715	0,735	0,794	0,791	0,503	0,512	0,468	0,547	<b>0,633</b>
<b>= Krav til sysselsatt kapital</b>	<b>0,140</b>	<b>0,097</b>	<b>0,176</b>	<b>0,103</b>	<b>0,074</b>	<b>0,055</b>	<b>0,044</b>	<b>0,048</b>	<b>0,090</b>

Tabell 7.8 Krav til sysselsattkapital for Gresvig 98-05

EK/NDK = Egenkapitalvekt i forhold til sysselsattkapital.  
MI/NDK = Vekten til minoritetsinteressene i forhold til sysselsattkapital  
NFG/NDK = Vekten til netto finansiell gjeld i forhold til sysselsattkapital  
Verdiene er hentet fra omgruppert regnskap kapittel 5.

## 7.3 Analyse av lønnsomhet

Først vil jeg henvise til diagram 6.5 som viser utviklingen i egenkapitalrentabiliteten til Gresvig for årene 98-05, sammen med utviklingen av bransjesnittet fra 00-04. Dette viser avkastningsutviklingen til egenkapitalen disse årene, og kan gi en pekepinn på hvordan utviklingen vil bli i framtiden.

Formelen som er brukt i utregningen av egenkapitalrentabiliteten i diagram 6.5 er som følger:

$$EK - \text{rentabilitet}(ekr) = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{(\Delta EK_t - NRE_t)}{2}}$$

EK = egenkapital  
 NRE = nettoresultat til egenkapital

I dette kapittelet vil jeg videre dekomponere rentabiliteten, og med dette finne ut hva som er hovedårsaken til rentabiliteten i Gresvig. Formelen som er vist ovenfor, kan også vises på en mer detaljert måte som skiller mer mellom drift, finansiering og minoritet.

$$ekr = \underbrace{ndr}_{7.3.1} + \underbrace{(ndr - nfggr) * nfgg}_{7.3.2} + \underbrace{(ndr - mir) * mig}_{7.3.3} \quad 24$$

ndr = netto driftsrentabilitet  
 nfggr = netto finansiell gjeldsrente  
 nfgg = netto finansiell gjeldsgrad  
 mir = minoritetsrentabilitet  
 mig = minoritetsgrad

Nærmere forklaring på delene kommer i de neste kapitlene:  
 7.3.1 = Netto driftsrentabilitet  
 7.3.2 = Virkning av finansiell gearing  
 7.3.3 = Virkning av minoritetsinteresser

### 7.3.1 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftseiendelene kaster av seg av verdi. Det vil si en indikator på hvor lønnsom selve driften av selskapet er. Netto driftsrentabilitet finner jeg ved hjelp av denne formelen:

$$ndr = \frac{NDR}{\underbrace{DI}_{ndm}} * \frac{DI_t}{\underbrace{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}_{onde}}$$

NDR = nettodriftsresultat  
 DI = driftsinntekter  
 NDK = netto driftskapital  
 ndm = nettodriftsmargin  
 onde = omløpshastighet til nettodriftseiendeler

Resultatene for denne verdien finnes i tabellen under:

Netto driftsrentabilitet (ndr)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05T
ndm=netto driftsmargin	-0,86%	1,25%	0,02%	1,27%	4,44%	3,30%	4,17%	4,73%	2,29%
* onde = omløpshastighet netto drifteier	2,34	2,47	2,33	2,64	3,35	3,40	3,52	3,33	2,92
= ndr = ndm * onde	<b>-2,00%</b>	<b>3,10%</b>	<b>0,04%</b>	<b>3,36%</b>	<b>14,91%</b>	<b>11,23%</b>	<b>14,68%</b>	<b>15,72%</b>	<b>7,63%</b>
Netto driftskrav	14,62%	10,02%	18,74%	10,68%	7,90%	5,55%	4,87%	4,72%	9,33%

Tabell 7.9 Netto driftsrentabilitet og -driftskrav for Gresvig 98-05

Vil først henvise til diagram 6.4, hvor netto driftsrentabiliteten blir sammenlignet med resten av bransjen i et digram. I det diagrammet er ikke netto driftsrentabiliteten dekomponert, men viser kun den totale utviklingen.

<sup>24</sup> BUS425 Forelesning 11, plansje 35, vår 05

Ser man nøyere på dekomponeringen i tabellen over oppdager jeg et par ting. Netto driftsmargin har hatt en tydelig økning i løpet av analyse perioden. Den går fra å være negativ til å nå et nivå på nesten 5% som må kalles positiv utvikling. Omløpshastigheten til netto driftseiendeler har ikke hatt samme stigning som netto driftsmarginen, men utviklingen har likevel vært positiv. Med en positiv utvikling i både omløpshastigheten til netto driftseiendeler og netto driftsmargin, vil naturligvis netto driftsrentabiliteten også ha en positiv utvikling. Utviklingen har også vært positiv i forhold til kravet, som vi ser har blitt redusert samtidig som rentabiliteten har økt.

### 7.3.2 Finansiell gearing

Finansiell gearing viser hvor mye egenkapitalrentabiliteten påvirkes av at bedriften er finansiert med gjeld. Finansiell gearing kan vises ved hjelp av denne formelen:

(netto driftsrentabilitet – netto finansiell gjeldsrente) \* netto finansiell gjeldsgrad

Netto finansiell gjeldsrente finner vi ved hjelp av denne formelen:

$$nfgr = \left( \frac{NFK}{FG} * \frac{FG}{NFG} \right) - \left( \frac{NFI}{FE} * \frac{FE}{NFG} \right)$$

nfgr = netto finansiell gearing  
 NFK = nettofinanskostnad  
 NFI = nettofinansinntekt  
 FG = finansiell gjeld  
 FE = finansielle eiendeler  
 NFG = netto finansiell gjeld

Resultatene fra Gresvig finnes i tabellen under:

<b>Netto finansiell gjeldsrente:</b>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	<b>98-05T</b>
fgr = finansiell gjeldsrente	7,65 %	6,99 %	5,89 %	7,41 %	6,25 %	5,98 %	3,58 %	3,33 %	<b>5,89 %</b>
* fgg = Finansiell gjeldsdel	115,98 %	111,35 %	115,39 %	116,91 %	139,22 %	163,71 %	172,62 %	157,76 %	<b>136,62 %</b>
- fer = finansiell eiendelsrente	14,64 %	23,48 %	8,63 %	11,33 %	5,41 %	5,50 %	4,97 %	6,16 %	<b>10,02 %</b>
* feg = Finansiell eiendelsdel	15,98 %	11,35 %	15,39 %	16,91 %	39,22 %	63,71 %	72,62 %	57,76 %	<b>36,62 %</b>
<b>= nfgr = netto finansiell gjeldsrente</b>	<b>6,54 %</b>	<b>5,12 %</b>	<b>5,47 %</b>	<b>6,74 %</b>	<b>6,57 %</b>	<b>6,28 %</b>	<b>2,58 %</b>	<b>1,70 %</b>	<b>5,13 %</b>
Krav til netto finansiell gjeld	16,02 %	8,98 %	19,43 %	10,11 %	7,45 %	3,72 %	1,80 %	1,75 %	<b>9,49 %</b>

Tabell 7.10 Netto finansiellgjeldsrente for Gresvig 98-05

Det man kan si ut fra tabellen over er at netto finansiellgjeldsrente har sunket, noe som er positivt. Finansielle gjeldsdel har økt en del, men samtidig har den finansielle renta sunket.

Netto finansiellgjeldsgrad finnes ved hjelp av denne formelen:

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad  
 NFG = netto finansiell gjeld  
 NFK = netto finansiell kostnad  
 NFI = netto finansiell inntekt  
 EK = egenkapital  
 NRE = netto resultat til EK



$$nfgg = \frac{NFG_{t-1} + (\Delta NFG_t - (NFK_t - NFI_t)) / 2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t) / 2}$$

Netto finansiell gjeldsgrad for Gresvig er som følger:

Netto finansiell gjeldsgrad	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05T
nfgg=netto finansiell gjeldsgrad	133,27%	234,19%	253,86%	304,45%	148,41%	66,13%	60,69%	72,90%	159,24%

Tabell 7.11 Nettofinansiell gjeldsgrad for Gresvig 98-05

Denne utviklingen har vært veldig positiv for Gresvig, og endringen har vært stor fra 2001 til 2005. Det skal likevel nevnes at i rentabilitetssammenheng kan det være positivt at denne er høy. Det vil gjelde så lenge netto driftsrentabilitet er høyere enn finansiell gjeldrente. Uansett er det knyttet en del risiko til høye gjeldsgrader, så jeg velger å nevne at utviklingen Gresvig har vært gjennom de siste årene er positivt for bedriften.

### 7.3.3 Minoritetsinteresser

Den siste delen som påvirker egenkapitalrentabiliteten er minoritetsinteressene. I Gresvig er disse veldig små og ubetydelige. De siste årene har de ikke hatt noe minoritetsinteresser, men det vil påvirke rentabiliteten på denne måten:

(netto driftsrentabilitet – minoritetsrentabilitet) \* minoritetsgrad

Rentabiliteten til minoriteten regnes ut som følger:

$$mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + (\Delta MI_t - MI_t) / 2}$$

mir = minoritetsrentabilitet  
NMR = netto minoritets resultat  
MI = minoritetsinteresser

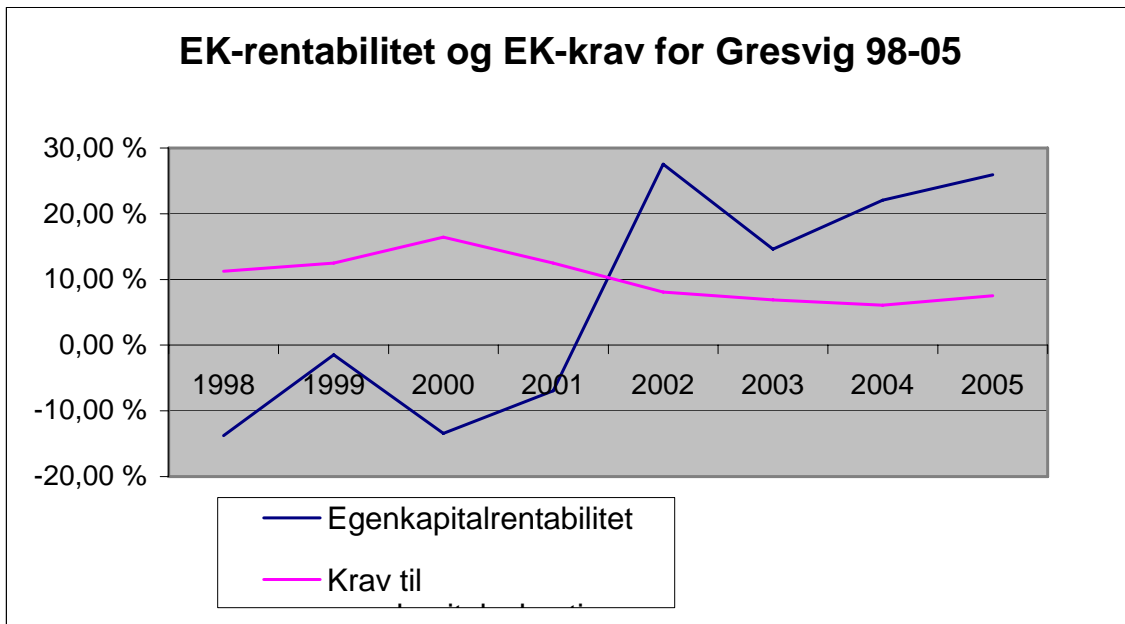
Under finner viser jeg en tabell som har noen av verdiene til Gresvig.

Minoritetsmål:	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05T
nir=netto minoritetsrentabilitet	9,00%	-1,62%	-67,60%	0,00%	-5,23%	0,00%	0,00%	0,00%	-8,18%
nig=minoritetsgrad	3,57%	3,31%	0,45%	0,10%	1,28%	0,84%	0,00%	0,00%	1,19%

Ettersom minoritetsinteressene til Gresvig er nokså ubetydelige og ikke har eksistert de siste to årene, er det lite å trekke ut av tabellen over.

## 7.4 Sammenligning mellom lønnsomhet og krav

Ved å sammenligne EK-rentabilitet og EK-krav ser vi om Gresvig har oppnådd superprofitt, og om de har utsikter for å videreføre den superprofitten.



*Digram 7.1 Egenkapitalrentabilitet kontra –krav for Gresvig 98-05*

Som diagrammet viser, og dekomponeringene i forrige delkapittel indikerte, har lønnsomheten til Gresvig steget mye de siste årene. Etter 2002 har de vært på et stabilt høyt nivå, og Gresvig har oppnådd superprofitt. Hvor lenge de klarer å holde denne superprofitten er høyst usikkert, for det er noen faktorer som påvirker nettopp dette. Både interne og eksterne faktorer. Det er veldig viktig at Gresvig fortsetter å utvikle seg som markedsleder, og bli stadig dyktigere. Det må til for å holde på denne superprofitten de har skaffet seg.

## 7.5 Analyse av vekst

Jeg vil nå se litt nærmere på hvordan veksten har vært i Gresvig. Vekst i egenkapital, omsetningsvekst og resultatvekst vil alle gi et svar på hvordan utviklingen har vært for Gresvig. Ved å se på denne utviklingen, vil den kunne hjelpe meg videre ved å estimere videre utvikling i framtiden.

### 7.5.1 Vekst i Egenkapital

Denne veksten er funnet med bakgrunn i en veldig enkel formel:

$$\text{Egenkapitalvekst} = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}}$$

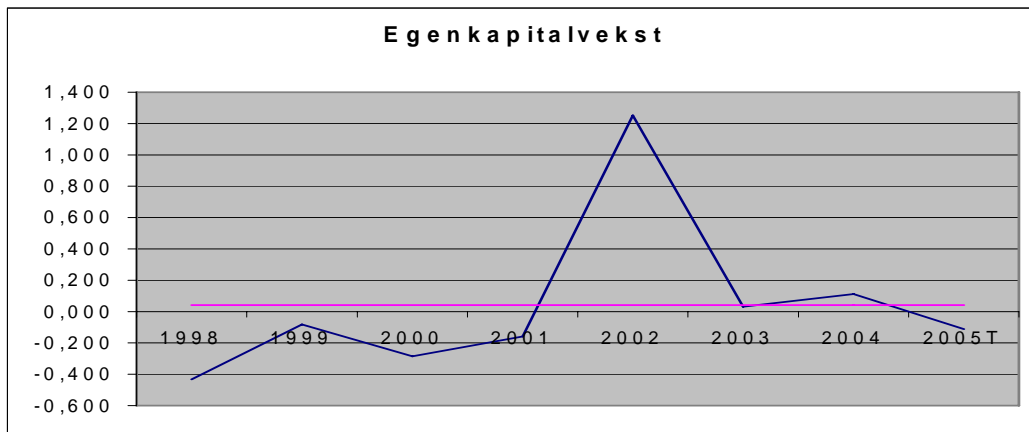


Diagram 7.2 Egenkapitalvekst for Gresvig fra 98-05

Diagrammet ovenfor viser utviklingen til egenkapitalen over analyse perioden. Det som kan nevnes, og som vises veldig klart i diagrammet, er at Gresvig ble tilført mye egenkapital i år 2002. Før 2002 hadde Gresvig en negativ vekst i egenkapital, noe som sannsynlig er en av grunnene til kapitaltilveksten i 2002. Veksten har vært bedre etter 2002, men vært en nedgang i 2005. Den rette linjen som vises i diagrammet er snittet over analyseperioden. Dette snittet har en verdi på 0,041 i egenkapitalvekst.

### 7.5.2 Vekst i nettoresultat til egenkapital

Netto resultatvekst viser endringen i netto resultatet til egenkapital. Det resultatet vises i det omgrupperte regnskapet fra normaliserte poster. Den relative endringen i resultatet finner jeg ved hjelp av denne formelen:

$$\text{Nettoresultatvekst} = \frac{NRE_t - NRE_{t-1}}{NRE_{t-1}}$$

Denne formelen kan ikke ha negative verdier i nevner, og resultatet fra formelen blir da misvisende. Gresvig hadde mange negative resultat før 2002, så disse vil være ubrukelige som relative beregninger. Jeg vil av den grunn heller vise utviklingen med absolutte tall.

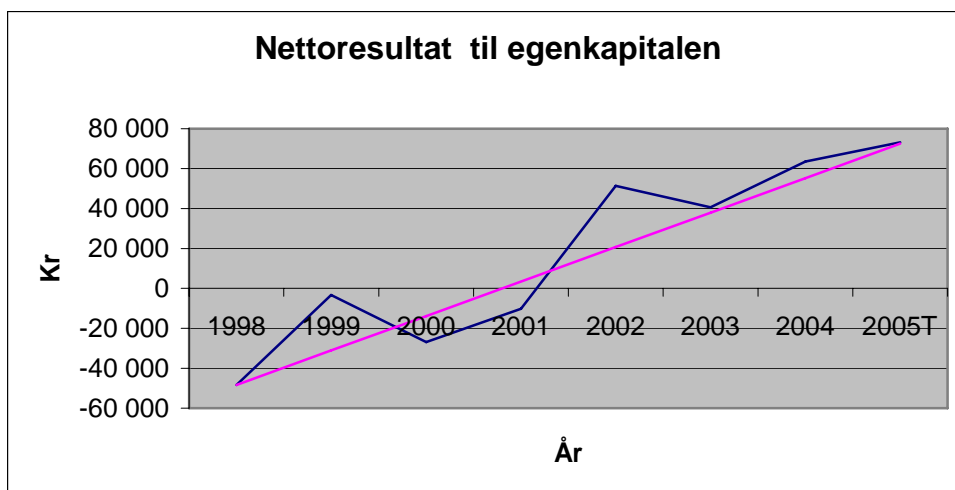


Diagram 7.3 Utvikling nettoresultat til egenkapital 98-05

Dette diagrammet ovenfor viser at de absolutte tallene til Gresvigs nettoresultat til egenkapitalen har økt over analyse perioden. Det gir et mye bedre bilde enn de relative tallene. Så det jeg kan si med bakgrunn i diagrammet ovenfor, er at Gresvig har hatt en positiv utvikling. Det har vært en tydelig vekst i dette resultatet.

### 7.5.3 Vekst i driftsinntekter

Driftsinntektsveksten (div) er beregnet ved hjelp av denne formelen:

$$div = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

Det gir dette diagrammet for Gresvig:

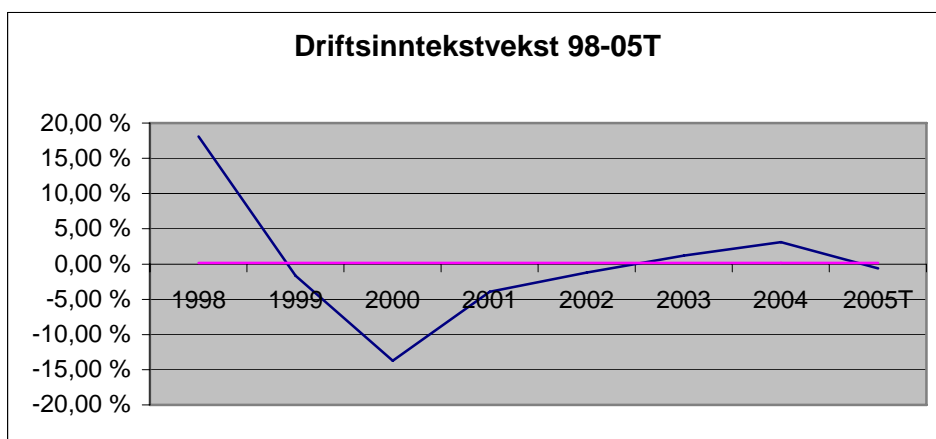


Diagram 7.4 Driftsinntektsvekst 98-05 for Gresvig

Den rette linjen i diagrammet viser gjennomsnittlig driftsinntektsvekst over hele analyseperioden. Dette snittet er på beskjedne 0,2 promille. Den andre linjen viser utviklingen fra år til år.

Gresvig hadde en enorm utvikling fra 97 til 98, men falt senere en del. Ikke før i 2003 ser vi igjen en økning driftsinntektsveksten. Det er vanskelig å få noe ut av denne utviklingen, ettersom den har vært jevnt rundt null de siste årene. Det kan tyde på at Gresvig befinner seg i moden fase av selskapsutviklingen, og det er vanskelig å øke noe særlig omsetning.

Selv om omsetningen ikke har økt, har jo som vi så i forrige diagram, utviklingen i nettoresultatet til egenkapitalen økt jevnt. Det viser at bedriften er blitt mer effektiv, og tjener mer per krone omsatt enn de gjorde tidligere. Dette er også et godt tegn for den videre driften av selskapet.

Det skal også nevnes i denne sammenheng at det er nokså tilfeldig at det har vært så små endringer i omsetningen til konsernet de siste årene. For mens kjedesentralen, som er mest interessant i denne oppgaven, har økt jevnlig de siste årene. Har divisjonen med de egneide butikkene hatt en nedgang i omsetning. Fra 2002-2004 har kjedesentralen til Gresvig økt omsetningen med 2,74% ut fra årsrapporten 2004.

Til slutt kan det nevnes at SSB har en konsumpristigning i samme periode, på 17,3<sup>25</sup> prosent. Altså i snitt ca 2% per år. Denne pristigningen er langt over omsetningsøkningen til Gresvig.

## 7.6 Oppsummering og konklusjon om strategisk situasjon

Ved hjelp av den strategiske regnskapsanalysen har jeg funnet ut at utviklingen til Gresvig har vært positiv over analyseperioden. Utviklingen har vært nokså jevn med konkurrentene i bransjen, og Gresvig ser ikke ut til å tape noe i forhold til konkurrentene. Bedriften er ratet som en BBB bedrift, og sannsynligheten for å gå konkurs er liten.

Gresvig har oppnådd superrentabilitet de siste årene, noe som er veldig positivt. Gresvig befinner seg i en mer moden fase enn konkurrentene, så rentabiliteten er litt lavere enn konkurrentene. Selv om konkurrentene er i en voldsom vekstfase, vokser også resultatet til Gresvig. Utviklingen i resultatet er veldig oppløftende. De siste årene har også inntektene hatt et lite løft. Her kommer mye av utfordringene til Gresvig framover; hvordan de skal klare å øke omsetningen. Den positive resultatveksten, sammen med en økning i omsetning, vil kunne gi Gresvig en positiv superrentabilitet i årene framover også.

Nesten alle analyser jeg har regnet ut de siste kapitlene, har sett positive ut for Gresvig. Jeg har stor tro på at dette vil være vedvarende, og mulighetene for at Gresvig kan vokse som bedrift er absolutt tilstede.

---

<sup>25</sup> [www.ssb.no](http://www.ssb.no)

## 8. Framtidsregnskap

I dette kapitlet vil jeg sette sammen den strategiske analysen, sammen med regnskapsanalysen. Disse analysene vil til sammen kunne gi meg god informasjon om hvordan fremtiden til Gresvig vil kunne se ut. Denne informasjonen vil jeg bruke til å lage et framtidsregnskap for Gresvig. Dette regnskapet skal senere brukes til å verdsette Gresvig.

### 8.1 Sammendrag av analyse kapitlene.

Denne delen av oppgaven er har jeg tatt utgangspunkt i den strategiske analysen av markedet og den strategiske regnskapsanalysen. Med bakgrunn i hva jeg har funnet ut tidligere i oppgaven kan jeg predikere verdier for budsjettdriverne. Budsjettdriverne skal hjelpe med til å få et best mulig framtidsregnskap for Gresvig basert på realistiske forutsetninger.

Gresvig har de siste årene hatt en veldig lav vekst i omsetning, og isolert sett tyder ikke det så bra for fremtiden. Denne lave veksten er nok mye grunnet en økning i konkurrenter, som gjør det vanskeligere å øke omsetningen. Likevel har Gresvig hatt en bra resultatvekst i samme periode. Sannsynligvis har Gresvig blitt mer og mer effektiv de siste årene, noe som er en styrke. Dette viser at Gresvig har store muligheter til å konkurrere om markedet framover, noe som gir vekst potensial. Jeg velger å tro at markedet har satt seg mer om 10 år, og Gresvig er enda mer stabil da. Min forutsetning er dermed en steady state i 2015. Deretter vil alle budsjettdriverne flate ut, og låse seg på et fast nivå.

### 8.2 Budsjettdriverne

Framtidsregnskapet vil jeg estimere ved hjelp av 6 forskjellige budsjettdriverne. Disse er vekst i driftsinntekter, omløpet til nettodriftseiendeler, netto driftsmargin, finansielle eiendels- og gjeldsdel og finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet. Minoritetsinteresser kunne også vært med, men jeg velger å se bort ifra det.

#### 8.2.1 Driftsinntekter:

Utviklingen av driftsinntektene ble beskrevet i kapittel 7.5.3, og viser at veksten i driftsinntektene til Gresvig har et snitt på 2 promille. Det tilsvarer null i omsetningsvekst, noe som er veldig lite når alle tilsvarende konkurrenter i Norge har hatt en fenomenal vekst i samme periode. Mye av veksten til konkurrentene skyldes at de er nokså nystartete kjeder, og fått mange forhandlere på kort tid.

Som nevnt tidligere har omsetningen til kjededriften hos Gresvig vært økende, og jeg tror Gresvig vil satse mer på denne i framtiden og mindre på egneide butikker. Det er på grunn av at Gresvig har hatt mye problemer med driften av de egneide butikkene, og de har ikke klart å få disse lønnsomme. Jeg velger å tro at Gresvig vil slutte å drive egne butikker, og satse helt på kjededrift i framtiden. Det er på kjededriften at Gresvig virkelig har sin styrke.

Jeg forutsetter utfra mulighetene til Gresvig at de sakte men sikkert øker sin inntektsvekst, og vil oppnå en fast økning på 5% etter 2015. Et langsiktig steady state mål på 5% vil jeg tro er et fornuftig estimat på realvekst + inflasjon. Dette estimatet har jeg satt med bakgrunn i Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5%<sup>26</sup>, og at gjennomsnittlig årlig realvekst i bruttonasjonalprodukt i Norge fra 1865-2003 har vært på 3%<sup>27</sup>. Jeg har valgt å være litt mer moderat, på grunn av usikkerheten.

Under mine forutsetninger om hvordan veksten vil være i framtiden har jeg kommet fram til dette diagrammet:

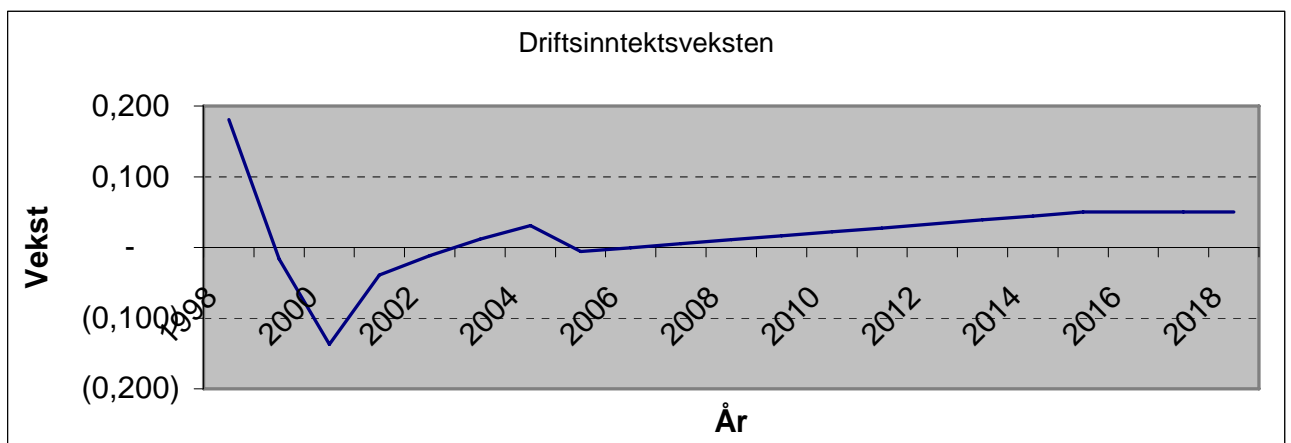


Diagram 8.1 Estimert driftsinntektsvekst for Gresvig

### 8.2.2 Omløpet til nettodriftseiendeler

Gresvig er en bedrift med et nokså høyt omløp av nettodriftseiendeler. De har steget over analyse perioden, og vært helt oppe i 3,4 ganger i 2002 og 2004. Ut fra disse opplysningene ser jeg for meg et omløp på rundt 3 på horisontleddet. Det er nokså jevnt fra dagens nivå, så overgangen til horisontleddet vil være lineært.

<sup>26</sup> [www.norgesbank.no](http://www.norgesbank.no), pressemelding 21.september 2005

<sup>27</sup> SSB historisk statistikk

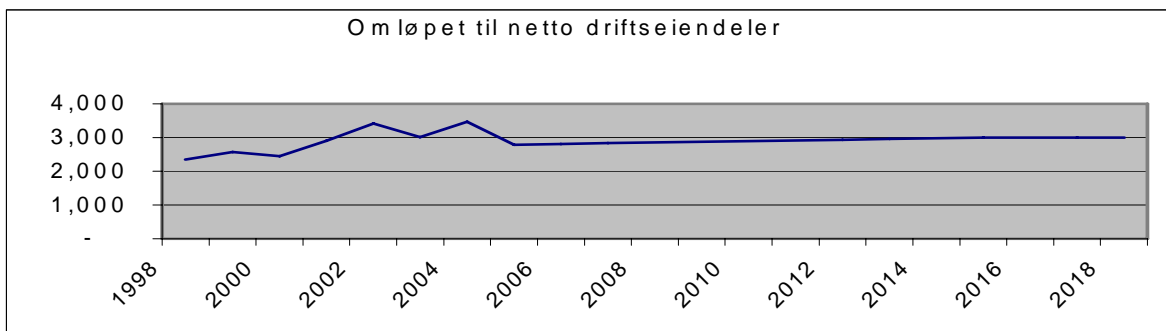


Diagram 8.2 Estimert omløp til netto driftseiendeler til Gresvig

### 8.2.3 Netto driftsmargin

Denne delen har steget mye over analyse perioden, men hvor lenge den vil stige er vanskelig å si. Konkurransen vil fortsatt være hard i framtiden, så det er ikke sikkert det er mulig å få tatt ut så mye mer netto driftsmargin for Gresvig. Mitt estimat er at den nå har nådd de høyder vi tro Gresvig vil holde seg på i framtiden, så jeg har estimert et horisont mål på litt over 4%.

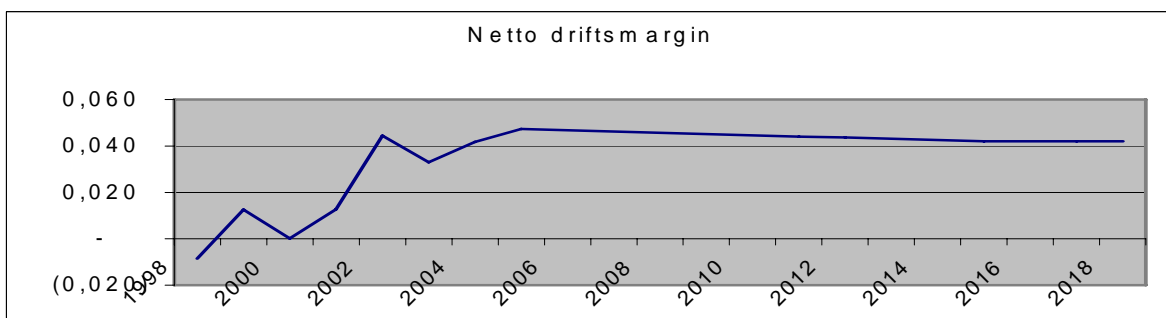


Diagram 8.3 Estimert netto driftsmargin til Gresvig

### 8.2.4 Finansiell eiendels- og gjeldsdel

Hvordan de finansielle eiendelene og gjelden vil være i forhold til netto driftseiendeler i framtiden er vanskelig å si. Under analyseperioden kvittet Gresvig seg med mye gjeld, som vises som nedgang i diagrammet nedenfor. Mitt estimat på disse budsjettdriverne i framtiden vil være at de holder seg nokså likt som etter 2002. Det har vært et viktig år for Gresvig med store effektive endringer, og jeg velger å tro at denne fordelingen av finansiell kapital vil være et godt estimat for framtiden.



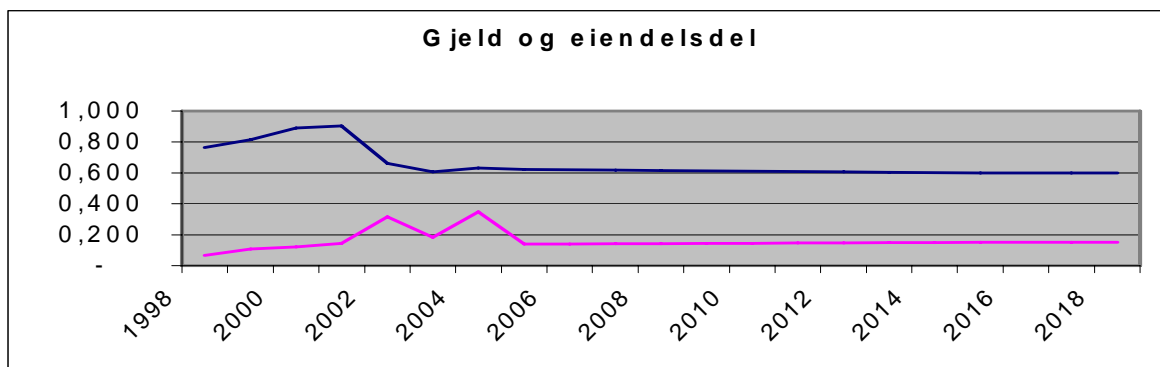


Diagram 8.4 Estimert gjelds- og eiendelsdel hos Gresvig

### 8.2.5 Finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet

Når jeg har satt verdier for finansiell gjeldsdel velger jeg å forutsette at den netto finansielle gjelden vil være bokført til virkelig verdi. Med dette kan jeg predikere den framtidige gjeldsrenten lik kravet til finansiell gjeld. Dette kravet vil jeg komme tilbake til senere i oppgaven.

Eiendelsrentabiliteten har sunket en del over analyse perioden. Jeg velger likevel å bruke gjennomsnittet for analyse perioden som et mål på horisont leddet.

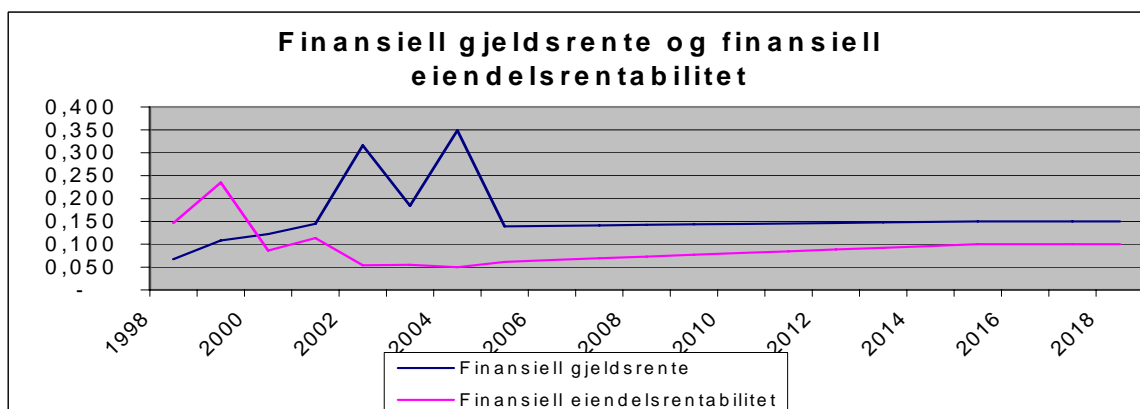


Diagram 8.5 Estimert finansiell gjeldsrente og –eiendelsrentabilitet hos Gresvig

### 8.2.6 Minoritetsdel og nettominoritetsrentabilitet

Minoriteten har jeg valgt å se bort ifra ved utarbeidelse av et framtidsregnskap. Det har vært en veldig liten del av selskapet, og vært fraværende i noen år deriblant 2005. Derfor ser jeg ingen grunn til å beregne en minoritetsdel i årene framover.

## 8.3 Framtidsregnskap:

Når alle budsjettdriverne er nøye vurdert og fastsatt kan jeg forme et framtidsregnskap.

Først vil jeg vise en oversikt over budsjettdriverne som ble presentert i forrige delkapittel.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntektsveksten	(0,006)	(0,000)	0,005	0,011	0,016	0,022	0,028	0,033	0,039	0,044	<b>0,050</b>
Omløpet til netto driftseiendeler	2,788	2,809	2,831	2,852	2,873	2,894	2,915	2,936	2,958	2,979	<b>3,000</b>
Netto driftsmargin	0,047	0,047	0,046	0,046	0,045	0,045	0,044	0,044	0,043	0,043	<b>0,042</b>
Finansiell gjeldsdel	0,623	0,621	0,618	0,616	0,614	0,612	0,609	0,607	0,605	0,602	<b>0,600</b>
Finansiell eiendelsdel	0,139	0,140	0,141	0,142	0,143	0,144	0,146	0,147	0,148	0,149	<b>0,150</b>
Finansiell gjeldsrente	0,033	0,026	0,032	0,037	0,043	0,049	0,054	0,060	0,065	0,071	<b>0,074</b>
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,062	0,065	0,069	0,073	0,077	0,081	0,085	0,088	0,092	0,096	<b>0,100</b>

Ved å bruke disse budsjettdriverne, har jeg kommet fram til dette framtidsregnskapet:

### Resultat regnskap:

Budsjett Resultat:	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	1 620 259	1 628 675	1 646 255	1 673 246	1 710 051	1 757 243	1 815 580	1 886 021	1 969 759	2 068 247	2 171 659
Nettodriftsresultat	75 740	75 275	75 219	75 570	76 331	77 511	79 126	81 202	83 769	86 866	91 210
+ Netto finansinntekt	5 282	5 579	5 955	6 373	6 842	7 368	7 962	8 633	9 396	10 264	10 858
= <b>Nettoresultat til SSK</b>	<b>81 022</b>	<b>80 854</b>	<b>81 174</b>	<b>81 943</b>	<b>83 172</b>	<b>84 879</b>	<b>87 088</b>	<b>89 835</b>	<b>93 165</b>	<b>97 131</b>	<b>102 068</b>
- Netto finanskostnad	9 563	11 407	13 384	15 449	17 637	19 986	22 535	25 328	28 418	30 814	32 231
- Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= <b>Nettoresultat til EK</b>	<b>71 459</b>	<b>69 446</b>	<b>67 790</b>	<b>66 494</b>	<b>65 535</b>	<b>64 893</b>	<b>64 553</b>	<b>64 507</b>	<b>64 746</b>	<b>66 317</b>	<b>69 837</b>
Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fullstendig nettoresultat til EK</b>	<b>71 459</b>	<b>69 446</b>	<b>67 790</b>	<b>66 494</b>	<b>65 535</b>	<b>64 893</b>	<b>64 553</b>	<b>64 507</b>	<b>64 746</b>	<b>66 317</b>	<b>69 837</b>
Netto betalt utbytte	72 561	66 486	63 109	60 022	57 172	54 505	51 970	49 516	47 089	44 996	49 930
<b>Endring i EK</b>	<b>-1 102</b>	<b>2 960</b>	<b>4 681</b>	<b>6 472</b>	<b>8 363</b>	<b>10 388</b>	<b>12 583</b>	<b>14 991</b>	<b>17 658</b>	<b>21 321</b>	<b>19 907</b>

### Balanse:

Budsjett Balanse:	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftseiendeler	575 387	577 278	582 418	590 873	602 768	618 287	637 677	661 254	689 416	723 886	760 081
+ Fiansielle eiendeler	80 531	81 440	82 815	84 676	87 053	89 984	93 518	97 713	102 643	108 583	114 012
= <b>Sysseisatte eiendeler</b>	<b>655 918</b>	<b>658 719</b>	<b>665 233</b>	<b>675 549</b>	<b>689 822</b>	<b>708 272</b>	<b>731 195</b>	<b>758 967</b>	<b>792 059</b>	<b>832 469</b>	<b>874 093</b>
Egenkapital	298 722	301 682	306 363	312 835	321 198	331 585	344 168	359 159	376 817	398 138	418 044
+ Minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansiell gjeld	357 196	357 037	358 870	362 715	368 624	376 686	387 026	399 808	415 242	434 332	456 048
= <b>Sysseisatt kapital</b>	<b>655 918</b>	<b>658 719</b>	<b>665 233</b>	<b>675 549</b>	<b>689 822</b>	<b>708 272</b>	<b>731 195</b>	<b>758 967</b>	<b>792 059</b>	<b>832 469</b>	<b>874 093</b>

### Framtidig kontantstrøm:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	76 626	75 740	75 275	75 219	75 570	76 331	77 511	79 126	81 202	83 769	86 866
Unormal netto driftsresultat	-41 762	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i NDE	111 139	-5 959	1 892	5 139	8 455	11 895	15 519	19 390	23 577	28 161	34 471
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>-76 275</b>	<b>81 699</b>	<b>73 383</b>	<b>70 080</b>	<b>67 115</b>	<b>64 435</b>	<b>61 992</b>	<b>59 737</b>	<b>57 624</b>	<b>55 607</b>	<b>52 396</b>
Netto finansinntekter	7 312	5 282	5 579	5 955	6 373	6 842	7 368	7 962	8 633	9 396	10 264
Unormale netto fin.intekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i finansielle eiendeler	-83 306	-186	909	1 375	1 861	2 377	2 931	3 533	4 195	4 930	5 940
<b>Fri kontantstrøm til SSK</b>	<b>14 343</b>	<b>87 167</b>	<b>78 053</b>	<b>74 660</b>	<b>71 627</b>	<b>68 900</b>	<b>66 429</b>	<b>64 165</b>	<b>62 063</b>	<b>60 073</b>	<b>56 720</b>
Netto finanskostnad	10 800	9 563	11 407	13 384	15 449	17 637	19 986	22 535	25 328	28 418	30 814
Unormale netto fin.kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i fin.gjeld	65 190	-5 043	-159	1 833	3 845	5 909	8 062	10 340	12 782	15 434	19 090
Netto min.resultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i min.interesser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fri kontantstrøm til EK</b>	<b>68 733</b>	<b>72 561</b>	<b>66 486</b>	<b>63 109</b>	<b>60 022</b>	<b>57 172</b>	<b>54 505</b>	<b>51 970</b>	<b>49 516</b>	<b>47 089</b>	<b>44 996</b>

## 8.4 Avkastningskrav

Videre må jeg framskrive krav til netto finansiell gjeld, egenkapitalkrav og nettodriftskrav.

Disse kravene er funnet med samme framgangsmåte som kravene i kapittel 7, men er bygd på framtidige forutsetninger. Jeg velger kun å nevne de forutsetninger jeg tar som utgangspunkt i beregningene. Beregningene er de samme som i kapittel 7, så jeg henviser dit med tanke på utregningen av kravene som blir presentert under.

Fortsetningene jeg har valgt er som følger:

- Rente vil stige i årene framover på grunn av at rentenivået som har vært de siste årene har vært unormalt lav. Så jeg forutsetter at den risikofrie renten vil øke til 5% i horisonten.
- Risikopremien til markedet vil gå mot gjennomsnittet i analyse perioden, som er på 4,9%
- Netto driftsbeta er den samme som i kapittel 7, og jeg forutsetter at den vil være den samme i framtiden også.
- Den effektive utbytteskatten har jeg satt til 5%, og forventer at dette vil være ut horisonten. Det er mulig dette er et høyt estimat, men forutsetter dette med bakgrunn i utbytteskatten som blir innført fra 2006.
- Illikviditetspremien til Gresvig aksjene vil forststatt være på 2,5, og forventer det å vare evig.

Kravene følger fortløpende under:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finansielt eiendelskrav	0,043	0,046	0,048	0,051	0,053	0,056	0,059	0,061	0,064	0,064
Finansielt gjeldskrav	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Egenkapitalkrav	0,082	0,085	0,088	0,091	0,093	0,096	0,099	0,102	0,105	0,108
Netto driftskrav	0,055	0,059	0,064	0,068	0,072	0,077	0,081	0,085	0,089	0,094

## 9. Fundamental verdsetting

Nå er tiden inne for å bruke framtidsregnskapet til å finne et verdiesimat for Gresvig. Dette er den siste delen av rammeverket, og verdiesimatet finnes ved bruk av spesielle formler.

Den fundamentale verdsettingen kan finnes enten ved å finne verdien av egenkapitalen direkte, eller indirekte ved å finne verdien av totalkapitalen minus gjelden til bedriften. De modellene jeg har valgt å bruke i min analyse er to som baserer seg på egenkapitalen, og to som baserer totalkapitalen. Jeg har valgt å bruke netto driftskapital som totalkapital i min verdsetting.

De to egenkapitalmodellene og de to driftskapitalmodellene, vil kunne gi samme resultat ved å bruke virkelige verdier på alle vektene som inngår i modellene. Ettersom dette er en verdsettelsesoppgave, og jeg i utgangspunktet baserer meg på balanseførte verdier, vil ikke det stemme her. Skulle dette stemme måtte jeg ha utvidet modellen til å oppdatere alle vekter med nytt verdiesimat etter første verdsetting. Deretter gjøre en ny verdsetting med nye vekter, finne nye vekter på basis av det nye estimatet og så videre. Det måtte jeg ha gjort helt til modellene konvergerer mot samme resultat. Det har jeg i denne oppgaven valgt å se bort fra.

### 9.1 Metoder og modeller<sup>28</sup>

Modellene jeg har valgt å bruke i verdsettingen er som følger:

#### Fri kontantstrøm til egenkapital - modellen:

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

VEK = virkelig verdi på egenkapitalen FKE = fri kontantstrøm til egenkapital ek = egenkapitalkravet i det enkelte år i budsjettperioden T = horisonten ekv = egenkapitalveksten på horisonten
---

Denne modellen diskonterer den frie kontantstrømmen til egenkapital, som er lik det netto betalte utbyttet i framtidsregnskapet. Den blir neddiskontert hvert år med kravet til

<sup>28</sup> Forelesningsnotater BUS425, Forelesning 17 og 18, vår 05.

avkastning på egenkapitalen. Horisontleddet er basert på forutsetninger om konstant vekst etter horisontleddet for evig tid.

### Superprofitt til egenkapital – modellen:

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

*Horisontverdien*

VEK = virkelig verdi på egenkapitalen  
 EK = egenkapital  
 ekr = egenkapitalrentabilitet  
 ekk = egenkapitalens avkastningskrav  
 T = horisonten

I denne modellen starter man med bokført egenkapital. Tilfører denne nåverdien av kommende superrentabilitet, diskontert med kravet til avkastning på egenkapitalen. Horisontleddet neddiskonterer all forventet superprofitt etter 2015 til nåverdi. Sammen gir alle ledd virkelig verdi for egenkapitalen i dag.

### Fri kontantstrøm fra drift - modellen:

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

*Horisontverdien*

VEK = virkelig verdi egenkapital  
 FKD = fri kontantstrøm fra drift  
 ndk = avkastningskravet til netto driftskapital  
 ndv = vekst i netto driftskapital  
 NFG = netto finansiell gjeld

Denne modellen er den samme som for den frie kontantstrømmen til egenkapitalen. Fri kontantstrøm fra drift er lik netto driftsresultat minus endring i netto driftseiendeler. I denne modellen må jeg trekke ut netto finansiell gjeld til slutt.

### Superprofitt fra drift - modellen:

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPDt}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)}$$

*Horisontverdien*

VEK = virkelig verdi egenkapital  
 NDK = netto driftskapital  
 SPD = superprofitt fra drift  
 ndk = avkastningskrav til netto driftskapital  
 ndv = vekst i netto driftskapital

Denne modellen har det samme oppsettet som for egenkapitalmodellen. Starter med bokført verdi fra trailing året 2005. Legger dermed til forventet superprofitten til netto driftskapital.

## 9.2 Verdiestimat:

Ved å bruke modellene som jeg beskrev i forrige delkapittel, har jeg kommet fram til 2 forskjellige verdiestimat. Disse blir som følger:

Fri kontantstrøm til egenkapital metoden: kr 729 295 152

Superprofitt til egenkapital metoden: kr 729 295 152

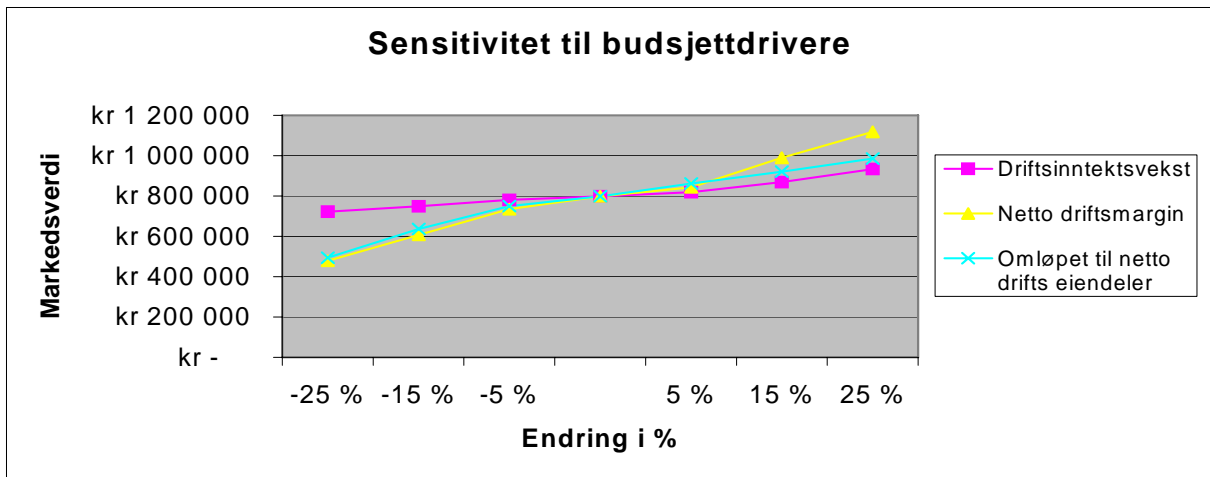
Fri kontantstrøm fra drift metoden: kr 798 766 037

Superprofitt fra drift metoden: kr 798 766 037

Disse burde egentlig vært like, og gitt fire bevis på samme verdiestimat. Jeg har som nevnt ikke konvertert disse verdiestimatene, så jeg vet ikke hvilken verdi denne konvergeringen ville gitt. Jeg velger av den grunn å legge mest vekt på totalkapital metoden, fordi jeg mener denne trolig gir det mest korrekte verdiestimatet.

## 9.3 Sensitivitetsanalyse

Framtidsregnskapet er basert på mange forutsetninger og usikre verdier. Jeg vil derfor i dette kapitlet lage en analyse som viser hvor sensitivt verdiestimatet er for endringer i noen av forutsetningene jeg har satt. De budsjettdriverne jeg har valgt å se litt nærmere på, er de som knyttes til driften av Gresvig. Det er driftsinntektsveksten, netto driftsmargin og omløpet til nettodriftseiendeler. Valget av disse er på grunn av at jeg føler disse er de forutsetningene som er viktigst at stemmer overens med hva som skjer i framtiden.



*Diagram 9.1 Sensitivitet til verdiestimatet for Gresvig ved endring i budsjett driverne*

Diagrammet ovenfor viser at endringer i budsjett driverne kan gi store endringer i verdiestimatet for Gresvig. Mest endring vil det være for netto driftsmargin, mens estimatet ikke er så følsomt for driftsinntektsvekst endring. Det jeg kan si ut fra dette diagrammet, er at verdiestimatet er bygd på usikre forutsetninger som ved endringer fort kan gi et annet verdiestimat.

## 10. Supplerende verdsetting

I dette kapitlet vil jeg ta for meg en annen verdsettingsmetode. Med denne metoden kan jeg bruke forskjellige multiplikatorer, og er mye enklere enn den fundamentale verdsettingsmetoden.

Eksempler på multiplikatorer<sup>29</sup> kan være som følger:

- De som tar utgangspunkt i pris per aksje eller markedsverdien av egenkapitalen. Disse kalles egenkapitalmultiplikatorer og er for eksempel pris/bok eller pris/fortjeneste.
- De som tar utgangspunkt i summen av markedsverdier av både egenkapital og netto finansiell gjeld. Disse kalles total kapital multiplikatorer og kjennetegnes ved at telleren i brøken er verdien av driften i selskapet.

### 10.1 Verdsetting ved hjelp av bransjesnittet

Den multiplikatoren jeg vil bruke for å verdsette Gresvig på denne måten, er en enkel pris/bok multiplikator. Medianen til Oslo Børs for bransjen handel i perioden 1993-2003 er på 1,899<sup>30</sup>. Dette kan være en god indikator for hva som bør være prisen på Gresvig. Jeg vil her ta utgangspunkt i egenkapitalen fra den omgrupperte balansen for 2005. Ved hjelp av denne multiplikatoren vil verdiestimatet for Gresvig bli:

Bokført egenkapital	kr	299 823 840
Multiplikator		1,899
<u>Estimert verdi</u>	<u>kr</u>	<u>569 365 472</u>

Estimatet av markedsverdien til Gresvig er som vi ser mye lavere enn estimatet jeg fant i den fundamentale verdsettingen. Jeg velger å se bort ifra dette estimatet. Det er på grunn av at bransjen ikke er noe god målestokk for å verdsette Gresvig.

### 10.2 Verdsetting ved hjelp av komparative bedrifter

Det å sammenligne Gresvig mot et bransjegjennomsnitt, er ikke noe særlig komparativt. Jeg har valgt noen bedrifter som gir et bedre sammenligningsgrunnlag. Bedriftene er Footlocker, The Sports Authority og Intersport. Alle disse er kjeder, som kan sammenlignes med Gresvig. Intersport er hovedkontoret til kjeden sentralt i Sveits, og er børsnotert i Zurich. Footlocker er en kjede som brer seg over mye av Europa, og satser mest

---

<sup>29</sup> Dymes, Sverre ”Verdsettelse med bruk av multiplikatorer”

<sup>30</sup> Forelesningsnotater BUS425, forelesning 20, plansje 20, vår 05



på sportssko. Footlocker er børsnotert i Frankfurt. The Sports Authority er amerikansk og børsnotert i New York.

Pris/fortjeneste-forhold rapport i Datastream:

Virksomhet	Pris per aksje 15/12-05:	Fortjeneste i 2005:	Pris/Fortjeneste:
Gresvig	45,1	3,88	11,62
Footlocker	19,27	1,64	11,75
The Sports Authority	31,01	1,92	16,15
Intersport	105	4,88	21,52
		<u>Snitt:</u>	<u>15,26</u>

Komparativt verdiestimat for Gresvig:

$$3,88 * 15,26 = 59,21 \text{ NOK}$$

Total markedsverdi:

$$59,21 \text{ NOK per aksje} * 20,2 \text{ mill aksjer} = 1\,196\,042\,000 \text{ NOK}$$

I denne beregningen av markedsverdien har jeg hentet data fra Datastream. Fortjenesten til bedriftene er estimert av analytikere, så disse er usikre. Samtidig som jeg har sett bort ifra eventuell forskjellig kapitalstruktur. Alle bedriftene er børsnoterte på forskjellige børser, og opererer i forskjellige land. Kapitalstrukturen er høyst sannsynlig forskjellig, men jeg velger likevel å se bort ifra dette.

Det som overrasket meg i denne verdsettingen, er at Gresvig er priset veldig lavt i forhold til sine komparative bedrifter. Det kan bety at bedriftene ikke er så komparative som jeg først antok. Likevel vil jeg bruke dette verdiestimatet i konklusjonen på oppgaven.

## 11. Oppsummering/Konklusjon

I løpet av denne oppgaven har jeg kommet til forskjellige verdiestimat utfra hvilke metoder jeg har brukt, forutsetninger jeg har tatt og til slutt mitt eget skjønn som analytiker. Det endelige verdiestimatet jeg har kommet fram til blir som følger:

Metode:	Vekt:	Verdiestimat:
Totalkapitalmetoden	80 %	kr 798 766 037
Egenkapitalmetoden	10 %	kr 729 295 152
Komparativ verdsetting	10 %	kr 1 196 040 224
<b>Endelig verdiestimat:</b>	<b>100 %</b>	<b>kr 831 546 367</b>

Mitt endelige verdiestimat er ca 90 millioner kroner under dagens markedsverdi på ca 920 millioner kroner (25/11-05). Det vil si at jeg føler markedet har overpriset Gresvig, og det bør selges til den prisen som er i markedet nå.

Verdiestimatene jeg har kommet fram til er basert på mye skjønn og usikre faktorer. Jeg har vært nokså forsiktig i min vurdering av framtiden, fordi jeg føler konkurransen i markedet vil tilspisse seg mer i årene som kommer. Denne økte konkurransen, mener jeg er nok til å senke verdien av selskapet en del.

## Kildehensvisning:

### Bøker:

- Penman, Stephen H, 2004: "Financial Statement Analysis and Security Valuation", 2<sup>nd</sup> edition, McGraw-Hill Education.
- Hill, Charles W og Jones, Gareth R, 2004: "Strategic Management Theory, an integrated approach", Sixth edition, Houghton Mifflin Company.
- Palepu, Krishna G., Healy Paul M. og Bernard Victor L. 2000: "Business analysis & valuation : using financial statements"

### Artikler:

- Dyrnes, Sverre: "Verdsettelse med bruk av multiplikatorer"
- Odd Frank Vaage (2004): "Trening, mosjon og friluftsliv"
- Dagens Næringsliv 25/11-05: "Kina-import gir resultatløft i sportsbransjen"

### Kompendier:

- Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap (2005): Forelesningsnotater BUS425, Kjell Henry Knivsflå.
- Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap (2005): Forelesningsnotater BUS424, Kjell Henry Knivsflå

### Internett sider:

- Hjemmesiden til Gresvig: [www.gresvig.no](http://www.gresvig.no)
- Hjemmesiden til G-sport: [www.g-sport.no](http://www.g-sport.no)
- Hjemmesiden til Intersport: [www.intersport.no](http://www.intersport.no)
- Hjemmesiden til Sport1: [www.sport1.no](http://www.sport1.no)
- Hjemmesiden til MX-sport: [www.mx-sport.no](http://www.mx-sport.no)
- Hjemmesiden til Stadion: [www.stadion.no](http://www.stadion.no)
- Hjemmesiden til XXL: [www.xxl.no](http://www.xxl.no)
- Hjemmesiden til Statistisk Sentralbyrå: [www.ssb.no](http://www.ssb.no)
- Hjemmesiden til Norges Bank: [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)
- Hjemmesiden til Standard & Poor's: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)