

Lønnsomhetsanalyse av Kværner

Historisk avkastning 1993-2001

Marita Nilsen

Veileder: Professor Frøystein Gjesdal

Utredning innenfor profilen Økonomisk Styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Oppgaven har tatt for seg en lønnsomhetsanalyse av Kværner i perioden 1993-2001. Fokuset er historisk avkastning, og lønnsomhetsutviklingen i perioden. Spørsmålet har vært om Kværner klarte å generere tilfredsstillende avkastning på investert kapital, og hva som eventuelt var årsakene til problemene på slutten av 90-tallet.

Relevant teori innenfor området lønnsomhets- og regnskapsanalyse presenteres først i oppgaven for å gi et rammeverk og beslutningsgrunnlag. Deretter presenteres Kværner og de viktigste hendelsene i perioden.

Jeg foretar en regnskapsanalyse på bakgrunn av teori og informasjon av Kværner, og ønsker gjennom dette en resultatmåling basert på clean surplus. Etter regnskapsanalysen vurderes avkastningskrav, før avkastningen beregnes og sammenlignes mot kravet.

Resultatet av oppgaven viser Kværner fikk store problemer med lønnsomheten fra 1996, etter kjøpet av Trafalgar House. Gjelden ble for høy og driften klarte ikke gi et godt nok resultat, selv med høy omsetning. Kværner evnet ikke generere positive resultater til sine aksjonærer i perioden.

Forord

Jeg valgte Økonomisk Styring som spesialisering i min masterprofil med fokus på regnskapsfag. Støtteprofilen er Finansiell økonomi.

Gjennom årene på NHH har jeg fått tatt del i mange interessante problemstillinger, og valg av tema var ikke enkelt. Jeg var lenge inne på tanken om å foreta en generell verdsettelse av et selskap med bakgrunn i fagene strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse, slik som så mange andre. Slik ble det ikke.

Høsten 2006 tok jeg kurset BUS 430 Finansregnskap og kapitalmarkeder, et kurs som ga meg god innsikt i regnskap, og ikke minst ble opphavet til valg av tema i utredningen. Ideen om en lønnsomhetsanalyse ble vakt under en forelesning av min veileder, Frøystein Gjesdal. Det ga meg muligheten til å kombinere kunnskapen fra kurset med kursene i regnskapsanalyse.

Etter valg av tema var neste hodepine valg av selskap. Det er mange interessante selskaper man kan foreta en lønnsomhetsvurdering på. Igjen var veileder behjelpelig og foreslo Odfjell, Orkla og Kværner. Valget falt på Kværner, hvor perioden før Røkke tok over vakte interesse. Jeg husker godt mediestyret rundt Kværner på 90-tallet, og det kunne være morsom å se på opphavet til styret.

Jeg retter en stor takk til min veileder Frøystein Gjesdal for mange gode innspill i kurset Finansregnskap og Kapitalmarkeder, og for hjelp til valg av selskap.

Contents

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
CONTENTS	4
1. PROBLEMSTILLING OG FORMÅL	7
1.1 FORMÅLET MED ANALYSEN.....	7
1.2 PROBLEMSTILLING	7
2. METODE	9
2.1 INFORMASJON	9
2.2 HVORDAN FORETA EN LØNNSOMHETSANALYSE?	10
3. REFERANSERAMME FOR LØNNSOMHETSANALYSE	11
3.1 KAPITALBEGREP.....	11
3.1.1 <i>Egenkapital</i>	11
3.1.2 <i>Sysselsatt kapital</i>	11
3.1.3 <i>Driftsrelatert kapital</i>	12
3.2 VERDSETTELSE AV KAPITALEN.....	12
3.3 REGNSKAPSFØRING AV FINANSREGNSKAPET.....	13
3.3.1 <i>Grunnleggende regnskapsprinsipper</i>	13
3.3.2 <i>Prinsippanvendelse og lønnsomhetsmåling</i>	15
3.3.3 <i>Valg av avskrivningsplan</i>	16
3.4 AVKASTNINGSKRAVET	18
3.4.1 <i>Krav til egenkapitalen</i>	19
3.4.2 <i>Avkastning til sysselsatt kapital</i>	20
3.4.3 <i>Avkastning til netto driftskapital</i>	21
3.5 LØNNSOMHETSMÅL.....	21

3.5.1	<i>Egenkapitalrentabiliteten</i>	21
3.5.2	<i>Avkastning på sysselsatt kapital</i>	22
3.5.3	<i>Netto driftsrentabilitet</i>	22
3.5.4	<i>Residual income</i>	22
3.5.5	<i>Rentabilitetsmåling og skatt</i>	23
3.6	REGNSKAPSANALYSE.....	24
3.6.1	<i>Omgruppering for analyse</i>	24
3.6.2	<i>Analyse og justering av målefeil</i>	25
3.6.3	<i>Forholdstallsanalyse</i>	26
4.	KVÆRNER ASA	27
4.1	KVÆRNERES HISTORIE	27
4.2	KVÆRNERES VIRKSOMHETSOMRÅDER	27
4.3	HENDELSER I PERIODEN 1993-2001	28
4.4	KVÆRNERES FINANSREGNSKAP	31
4.4.1	<i>Regnskapsdata i Kværner</i>	31
4.4.2	<i>Klassifisering av poster i balansen</i>	33
5.	LØNNSOMHETSANALYSE AV KVÆRNER ASA	35
5.1	OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE	35
5.2	JUSTERINGER	37
5.2.1	<i>Analyse og justering av driftsrelatert anlegg</i>	37
5.2.2	<i>Analyse og justering av langsiktig driftsgjeld</i>	38
5.2.3	<i>Analyse og justering av driftssyklusen</i>	38
5.2.4	<i>Analyse og justering av driftstilknyttede investeringer</i>	39
5.2.5	<i>Analyse og justering av foretaksintegrasjon</i>	39

5.2.6	<i>Analyse og justering av netto finansiell gjeld</i>	39
5.2.7	<i>Analyse og justering av driftsrelatert skatt</i>	40
5.3	BEREGNING AV AVKASTNINGSKRAV	42
5.3.1	<i>Krav til egenkapitalen</i>	42
5.3.2	<i>Krav til sysselsatt kapital</i>	44
5.3.3	<i>Krav til netto driftskapital</i>	44
5.4	BEREGNING AV RENTABILITET	45
5.5	COMMON SIZE ANALYSE.....	47
6.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	50
7.	APPENDIKS	52
	LITTERATURLISTE	55

1. Problemstilling og formål

1.1 Formålet med analysen

Formålet med analysen er å finne økonomiske underliggende forhold i selskapet Kværner ASA i perioden før Røkke tok over kontrollen i 2001. Oppgaven forsøker å forklare årsakene til den katastrofale lønnsomhetsutviklingen på slutten av 90-tallet ved å se på underliggende forhold.

1.2 Problemstilling

Jeg ønsker å se på den historiske lønnsomheten til Kværner ASA gjennom den turbulente tiden på 90-tallet. Gjennom en vurdering av lønnsomhet ønsker jeg å se på hvilke områder Kværner feilet, og årsakene bak lønnsomhetsutviklingen. Skal et selskap lykkes må den generere lønnsomhet for å trekke til seg investorer og kapital i markedet. Grad av lønnsomhet vil også ha betydning for forholdet til finansielle institusjoner og tilgang til lån med gode betingelser. Vurdering av historisk lønnsomhet over tid kan gi et godt innblikk i virksomhetens økonomiske underliggende forhold.

Historisk lønnsomhet kan avdekke eventuelle problemområder i et selskap, og gjøre vei for bedre beslutninger. Lønnsomhetsmåling har også et kontrollformål. Beregninger av lønnsomhet kan gi investorer en mulighet til å kontrollere at ledelsen forvalter investert kapital på en riktig måte. Oppgaven vil vurdere hvorvidt ledelsen brukte riktig grunnlag for beslutninger av den videre utviklingen av Kværner i perioden.

Målet med oppgaven er å klargjøre lønnsomheten i perioden 1993-2001. Jeg ønsker å avdekke årsakene til hvorfor Kværner holdt på å gå konkurs i slutten av 2001. For å gjennomføre det er det viktig å tolke og analysere regnskapet, og sørge for at forholdstallene bygger på såkalt clean surplus.

Oppgaven bygger på en kvantitativ analyse av regnskapstall. Den burde i tillegg omfattet en kvalitativ analyse for å bedre estimerer i vurderingene jeg tar. På grunn av oppgavens omfang ser jeg bort fra en kvalitativ analyse. Jeg tar heller ikke for meg makroøkonomiske forhold eller politiske rammebetingelser som kan ha påvirket lønnsomheten i Kværner. Dette

begrenser verdien av analysen, oppgaven kan likevel bidra til å gi pekepinner på problemområder for nærmere undersøkelser.

2. Metode

Metoden dreier seg om hvordan jeg vil foreta lønnsomhetsanalysen og hvilken informasjon jeg baserer seg meg på.

2.1 Informasjon

Jeg har valgt et ståsted som ekstern analytiker av konsernet Kværner ASA. Det innebærer at jeg foretar analysen basert på sekundær informasjon som er offentlig tilgjengelig, slik som årsberetninger, lovverk media og annet skrevet materiale. Når jeg inntar en slik rolle kan jeg vurdere ulike poster og justere dem selv om lovverket er klart formulert om føring av regnskapsinformasjon. Ved bruk av sekundær informasjon er det viktig å være kritisk til kildematerialet. En årsberetning kan for eksempel være preget av synet ledelsen har om framtiden, og være mer optimistisk enn det som er det reelle tilfellet. Verdimåling i regnskapet er dessuten basert på skjønn. Skjønnsmessige vurderinger bør bestrebe seg til å være så objektive som mulige. Det vil likevel alltid være en viss grad av subjektivitet i skjønnsmessige vurderinger. Dette kan forringe kvaliteten på informasjonen, og det er viktig at jeg som analytiker er observant på slike forhold og vurdere estimer og verdimåling på en kritisk måte.

Siden oppgaven dreier seg om historisk lønnsomhet, er tilgjengeligheten på informasjon relativt god. Det har vært skrevet, og sagt, mye om Kværner i analyseperioden som jeg kan nyttiggjøre. Det betyr også at jeg må prøve å sile ut relevant informasjon til oppgaven. Igjen vil en kritisk vurdering være viktig ved valg av informasjonskilder. Kritisk vurdering vil blant annet omfatte å ikke ha forutinntatte holdninger til oppgaveløsningen, finne konklusjonen før jeg har foretatt analysen.

Kvaliteten på analysen vil aldri bli bedre enn kvaliteten på informasjonen. Manglende informasjon eller tilgjengelig dokumentasjon kan forringe kvaliteten betraktelig. Finansregnskapet føres med bakgrunn i lovverket, gjennom regnskapslov, bokføringslov og lignende. Lovreguleringen er med på å øke kvaliteten på rapporterte regnskapsdata. Men lovverket åpner også for skjønnsmessige vurderinger, og det er her en må være kritisk.

2.2 Hvordan foreta en lønnsomhetsanalyse?

Lønnsomhetsvurderingen i oppgaven gjøres på bakgrunn av en kvantitativ analyse basert på regnskapsanalyse og teorier om lønnsomhetsmåling. Jeg starter med å tabellere regnskapsdataene i over perioden for å få en oversikt over tallmaterialet. Her generaliseres postene i større grad, og gjøres sammenlignbar hvis oppsettene har endret seg over analyseperioden.

Regnskapsanalysen går ut på å undersøke regnskapstallene kritisk, og forsøke å hente ut tilleggsinformasjon fra noter, årsberetninger og annet kildemateriell. Justeringer foretas for å gi et, forhåpentlig, bedre bilde av hva regnskapet viser. Analysen forsøker å finne relevante poster som kan gi bedre informasjon om underliggende økonomiske forhold. Regnskapsanalysen ses deretter i forhold til teorier om lønnsomhetsberegning.

Opgaven tar utgangspunkt i økonomiske teorier vedrørende lønnsomhetsberegninger og hva som påvirker lønnsomhet. Teoriene ses deretter i sammenheng med hvordan man praktiserer en lønnsomhetsanalyse. Lønnsomhetsteoriene og regnskapsanalysen benyttes deretter på case fra virkeligheten, hvor caset er virksomheten som skal vurderes.

Teorien og regnskapsanalysen vurderer informasjonen i Kværners finansregnskap, og justeringer i regnskapsdata foretas på bakgrunn av teorien. Målet er at regnskapsanalysen skal finne økonomiske underliggende forhold som ikke kommer klart fram i Kværners rapportering av finansregnskapet.

En regnskapsanalyse må foreta et valg av analyseperiode. Jeg har valgt en analysehorisont på 9 år, fra 1993 til 2001. I 2001 overtok Kjell Inge Røkke kontrollen i Kværner. Analysen vil dreie seg om perioden før Røkke tok over for å finne årsaker til den katastrofale situasjonen Kværner befant seg i.

Analysen foretas på konsernnivå. En helt riktig vurdering av Kværner ville basert seg på hver enkelt forretningsområde. Manglende informasjon på forretningsnivå i årsberetningen gjør en slik analyse vanskelig, selv om den ville vært den riktige. Årsberetningene baserer seg på konsernregnskapet.

3. Referanseramme for lønnsomhetsanalyse

Beregning og analyse av lønnsomhet må ta hensyn til flere forhold. I dette kapitlet ser jeg på ulike faktorer som har betydning for lønnsomhetsmåling. Sentralt her er kapitalbegrep og hvordan kapitalbasen verdsettes. Videre skal de viktigste prinsippene for regnskapsføring presenteres, og betydningen prinsipp anvendelse har for lønnsomhetsmåling. Et særlig fokus vil rettes mot avskrivninger. Deretter skal ser jeg på beregning av avkastningskravet som lønnsomhetsmålet skal vurderes mot, før fokus går mot ulike prestasjonsmål. Til slutt beskrives framgangsmåten for identifisering av kontantstrømmer gjennom regnskapsanalyse.

3.1 Kapitalbegrep

Lønnsomhet kan vurderes ut fra ulike definisjoner på kapital, avhengig av hva man ønsker å fokusere på. Det er vanlig å velge kapitalstørrelser som egenkapital, sysselsatt kapital og driftsrelatert kapital ved vurdering av et selskap. Enhver kapitalstørrelse må vurderes opp mot tilhørende inntekt. Eksempelvis måles resultat til egenkapitalen mot egenkapital. Oppgaven vil ta for seg alle de nevnte kapitalstørrelsene.

3.1.1 Egenkapital

Egenkapitalen er eierne krav på virksomheten. Det er med andre ord det eierne sitter igjen med av virksomheten etter at andre fordringshavere, for eksempel långivere, har fått sitt (Penman, 2003). Resultatet til eierne vil bestå av netto betalt utbytte, det vil si utbytte fratrukket kapitalinnskudd (emisjoner). Egenkapital og netto betalt utbytte kan enkelt finnes i det rapporterte regnskapet. Tilbakeholdt resultat (resultat som ikke deles ut til eiere) vil være med på å øke virksomhetens egenkapital. Ved negativt resultat vil egenkapitalen reduseres.

3.1.2 Sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital defineres som egenkapital pluss rentebærende gjeld. Dette er innskutt kapital sysselsatt av eiere og finansielle långivere (Knivsflå, 2005). Problemet vil ofte være å skille mellom hva som er rentebærende og ikke-rentebærende gjeld i regnskapet. Rentefri gjeld kan deles i tre typer, (i) forretningskreditt (leverandørkreditt, forskuddsbetalinger), (ii) offentlige skatte og avgiftskreditter og (iii) utsatt skatt og pensjonsforpliktelser (Gjesdal og Johnsen, 1999). Her ligger renten implisitt, gjerne i form av høyere innkjøpspris som vil

være med på å øke driftskostnaden. Slik rentefri gjeld vil være en del av driftssyklusen og betegnes driftsrelatert gjeld.

Resultatet til gjeld inkluderer betalte renter, i tillegg til netto valutagevinster på rentebærende fordringer når. Netto valutagevinster kan i denne sammenheng være vanskelig å spesifisere siden finansregnskapet vanligvis rapporterer posten på aggregert nivå (eiendeler, gjeld osv.). I utgangspunktet bør gjeld vurderes til markedsverdi. Men bokført verdi kan brukes som en tilnærming til markedsverdi siden forskjellen oftest er liten. Netto kontantstrøm til gjeld finnes enklest ved å ta utgangspunkt i netto resultat fratrukket netto endring i gjeld (Gjesdal, 2001).

3.1.3 Driftsrelatert kapital

Driftsrelatert kapital er kapital investert i driften. Definisjonen på driftsrelatert kapital er egenkapital pluss rentebærende gjeld fratrukket driftsfremmede eiendeler. Driftsfremmede eiendeler er hovedsakelig finansiell kapital. Rentefri gjeld inngår i driftsrelatert kapital, da med betegnelsen driftsrelatert gjeld (Gjesdal, 2001).

Det kan være en fordel å beregne individuell lønnsomhet på finansiell kapital og driftskapital siden kapitalbasene behandles forskjellig. Avkastning på driftskapitalen er en god indikator på hvordan driften øker verdiskapningen (eventuelt reduserer) i virksomheten, siden fokuset ligger på driftsresultatet.

3.2 Verdsettelse av kapitalen

Kapitalen kan verdsettes til markedsverdi, regnskapsmessig og alternativverdi, avhengig av formålet av analysen. Ved vurdering av kapitaleiernes avkastning på investert kapital ser en på markedsverdi. Markedsverdi (eller børskurs) vil være avhengig av forventninger i perioden. Alternativverdi kan brukes til å evaluere konkrete beslutninger (Gjesdal, 2001). Fokus i oppgaven er regnskapsmessig måling av lønnsomhet, og jeg ser dermed bort fra de to andre verdimålene.

For å måle avkastningen på kapital investert i virksomheten brukes regnskapsmessige verdier. Den regnskapsmessige avkastningen til et prosjekt skal ideelt sett være lik internrenten ifølge regnskapsteori. Diskonteres kontantstrømmen til en investering med internrenten, vil investeringen vise en netto nåverdi på null. Når virksomheten har mange

prosjekter beregnes en vektet gjennomsnittlig avkastning. Regnskapsmessig verdi vil avhenge av bruk regnskapsprinsipper og estimat, og dermed kan det oppstå avvik mellom beregnet avkastning og den faktiske internrenten til kapitalen (Gjesdal, 2001). Dette bringer meg over på neste del, hvor jeg ser på regnskapsføringen og hvilken betydning dette har for verdsettelse av kapital og lønnsomhetsmåling.

3.3 Regnskapsføring av finansregnskapet

Regnskapets oppgave er registrering, måling og kommunikasjon av en virksomhets økonomiske forhold. Formålet er at brukerne kan vurdere hvordan ressursene forvaltes (kontroll), og regnskapsinformasjon kan ligge til grunn for beslutningstaking. Dette setter krav til relevans og pålitelig av regnskapstallene. Kvalitetskravet innebærer klarhet, objektivitet, kvantifisering, sammenlignbarhet og fullstendighet av informasjonen som rapporteres (Kinserdal, 2000). Det innebærer at en analyse/vurdering av regnskapet ikke kan bli bedre enn kvaliteten på informasjonen i årsberetningen, og underliggende økonomiske forhold vil ikke komme klart fram. Registrering og måling av finansregnskapet skjer innenfor rammene satt at grunnleggende regnskapsprinsipp og god regnskapsskikk utarbeidet i Regnskapsloven (Knivsflå, 2005). Jeg skal i det følgende se nærmere på regnskapsprinsippene.

3.3.1 Grunnleggende regnskapsprinsipper

Regnskapsprinsippene finnes i Regnskapslovens kapittel 4, og omfatter følgende punkter:

RL § 4-1.1 Transaksjonsprinsippet

Transaksjonsprinsippet dreier seg om regnskapsføring og verdimåling av verdier som er gjenstand for en transaksjon. En transaksjon skjer ved en kontrollovergang av økonomiske ressurser, dvs. når ressursene skifter eier. Transaksjonen skjer mellom to eller flere parter, og består av en overdragelse og et motgående vederlag som skal regnskapsføres til verdien av vederlaget på transaksjonstidspunktet. Verdien vil være prisen på varen/tjenesten, altså vurdering til historisk kost (Johnsen og Kvaal, 1999).

RL § 4-1.2 Opptjeningsprinsippet

Opptjeningsprinsippet bestemmer inntektsføringen i regnskapet, og det sentrale spørsmålet er når opptjeningen skjer. Normalt vil inntekt være opptjent når en salgstransaksjon er

gjennomført, vanligvis ved levering når det er snakk om varer eller tjenester (Kinserdal, 2000). Ved langsiktige tilvirkningskontrakter benyttes løpende avregning der inntektsføring periodiseres etter fullføringsgraden. Unntaket for transaksjonsbasert opptjening er verdibasert opptjening. Verdibasert opptjening skjer når inntekten lett kan realiseres i et effektivt marked. Det gjelder for bruk av markedsverdi for markedsbaserte finansielle omløpsmidler og pengeposter i utenlandsk valuta (Johnsen og Kvaal, 1999).

RL § 4-1.3 Sammenstillingsprinsippet

Sammenstillingsprinsippet innebærer at utgifter skal kostnadsføres i samme periode som tilhørende inntekt. Kostnader som er påløpt for å skape inntekt, skal sammenstilles med inntekten. Det er fordi formålet med regnskapet er å måle resultatet i regnskapsperioden (Johnsen og Kvaal, 1999). Sammenstillingen medfører ofte en periodisering av utbetalinger. Periodisering er enkelt når vi ser på forhold som varekostnader i forhold til salgsinntekt. Avskrivninger er en periodisering av kostnader i forhold til anleggsmidler, og kan være vanskelig å periodisere riktig i forhold til inntekten anleggsmidler genererer. Avskrivninger kommer jeg tilbake til senere i kapitlet hvor jeg kommenterer problemstillinger i forhold til beregningen.

RL § 4-1.4 Forsiktighetsprinsippet

Forsiktighetsprinsippet er med på å modifisere sammenstillingsprinsippet, og fører til asymmetrisk tilpasning til virkelig verdi. Rekkevidden av prinsippet begrenser seg til et krav om at urealiserte tap skal resultatføres, og innebærer ikke forsiktig vurdering av estimater (Knivsflå, 2004).

RL § 4-1.5 Sikring

Sikring er en periodiseringsbestemmelse hvor gevinst og tap skal resultatføres i samme periode, noe som innebærer en porteføljevurdering av visse eiendeler (Knivsflå, 2005).

RL § 4-2. Regnskapsestimater

Usikre størrelser i regnskapet på estimeres, og dette skal gjøres ved bruk av beste estimat. Beste estimat er en skjønnsmessig vurdering som skal foretas med bakgrunn i informasjonen som er tilgjengelig ved avlegging av årsregnskapet. Det skal tas hensyn til tilflytende informasjon mellom balansedagen og tidspunktet for avleggelse. Usikre størrelser kan dreie seg om tapsavsetninger på fordringer, økonomisk levetid på avskrivninger eller tilfeller med

rettstvister (såkalt betingede utfall). Endringer i regnskapsestimat skal resultatføres i samme periode som estimatet endres (Johnsen og Kvaal, 1999).

RL § 4-3. Kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet innebærer at alle endringer i egenkapital, unntatt kapitalinnskudd og uttak, skal føres over resultatregnskapet. Summen av de enkelte perioderesultatene skal være lik totalresultatet over virksomhetens levetid. Obligatoriske unntak er prinsippendringer og korrigerende av feil i tidligere årsregnskap, som skal føres direkte mot egenkapitalen. Andre unntak kan gjøres i samsvar med god regnskapsskikk (Johnsen og Kvaal, 1999).

RL § 4-4. Prinsippanvendelse

Regnskapet skal utarbeides etter ensartede prinsipper i den rapporterende enheten over tid. Ensartet prinsippanvendelse betyr likt regnskapsprinsipp for like transaksjoner og hendelser. Prinsipp er ulike former for periodisering, og ensartethet i prinsippanvendelsen er utledet av kvalitetskravet om sammenlignbarhet (Johnsen og Kvaal, 1999). I et konsern må datterselskapene bruke konsernets regnskapsprinsipper.

RL § 4-5. Forutsetningen om fortsatt drift

Regnskapet skal utarbeides under forutsetningen om fortsatt drift, med mindre det er sannsynlig at virksomheten vil bli avvirket. Ved avvikling skal eiendeler og gjeld vurderes til virkelig verdi ved avvikling. Fortsatt drift og avvikling er gjensidig utelukkende alternativer (Johnsen og Kvaal, 1999).

RL § 4-6. God regnskapsskikk

”God regnskapsskikk betyr samsvar med grunnleggende regnskapsprinsipper, samsvar med øvrige bestemmelser i regnskapsloven og allmenn aksept i praksis (Johnsen og Kvaal, 1999, s.192)”. Dette skal sikre en dynamisk utvikling i aksepterte prinsipper for regnskapsføring, gjennom bl.a. standardsetting (Knivsflå, 2004). Den dynamiske utviklingen gjør at endringer i økonomiske forhold blir ivaretatt i regnskapsføringen.

3.3.2 Prinsippanvendelse og lønnsomhetsmåling

Det transaksjonbaserte historisk kost-regnskapet vil under ideelle omstendigheter vise en virksomhets korrekte avkastning, dvs. internrenten. Dette krever korrekt anvendelse av regnskapsprinsippene. Under usikkerhet kan det være vanskelig å få til en korrekt

anvendelse. Utformingen av de grunnleggende regnskapsprinsippene kan dessuten under enkelte omstendigheter hindre oppnåelse av korrekt resultat (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Regnskapet kan i enkelte perioder gi et misvisende bilde på lønnsomhet. Dette kan forekomme i enkeltperioder når en investering har ingen eller utilstrekkelig salgsinntekt. Årsaken er opptjeningsprinsippet hvor inntjeningen henføres til salgsperioden, mens den burde vært periodisert over flere perioder. Produksjon av varer med lang tilvirkningstid kan gi feil resultatmåling (Gjesdal og Johnsen, 1999). Dette løses til en viss grad ved inntektsføring i takt med produksjonen (løpende avregning). Løpende avregning baserer seg på estimer av inntekter og kostnader. Estimater bygger på skjønn og tilgjengelig informasjon, og et estimat basert på utilstrekkelig informasjon og skjønnsmessige vurderinger kan gi opphav til feil i resultatmålingen. Problemet oppstår siden inntjening ikke kan føres før en med stor grad av sikkerhet vet at pengene er tjent. Usikkerheten medfører dermed at periodiseringen av inntekt kan bli feil i forhold til den reelle inntjeningen over perioden.

For at regnskapet skal reflektere korrekt resultat må kostnadene periodiseres riktig. Et viktig moment her er periodiseringen av investeringsutgifter gjennom avskrivninger. Feil avskrivningsplan kan gi opphav til målefeil i lønnsomhetsvurderinger. Beslutningen om aktivering eller kostnadsføring av påkostninger på eksisterende anlegg og utgifter til FoU er andre momenter som påvirker resultatmålingen (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Eksemplene ovenfor kan gi opphav til målefeil. Generelt har vi tre typer (Knivsfå, 2005):

- ✓ Målefeil av type 1: Målefeil som oppstår pga av historisk kost-prinsippet
- ✓ Målefeil av type 2: Målefeil som oppstår ved feil praktisering av historisk kost i god regnskapsskikk
- ✓ Målefeil av type 3: Målefeil som oppstår ved kreativ regnskapsføring.

Jeg velger å fokusere på målefeil av type 2 i oppgaven, og vil se på problemstillingen gjennom valg av avskrivningsplan.

3.3.3 Valg av avskrivningsplan

Avskrivninger er periodisering av investeringsutgifter, og påvirker dermed rentabilitetsmålinger. Ved korrekt avskrivning i forhold til kontantstrømprofil vil den

regnskapsmessige avkastningen (ρ) være lik internrenten (i). Vi har dermed følgende forhold:

$$\text{Målefeil} = \rho - i$$

Det er internrenten vi er på jakt etter i en lønnsomhetsanalyse. Hvis målefeilen er stor får vi problemer med verdsettelse og beslutningsgrunnlaget for styring av selskapet. Valg av riktig avskrivningsplan gjør at vi kan kvitte oss med målefeilen. Hva som er riktig avskrivningsplan avhenger av hva man tror er riktig kontantstrømprofil (Gjesdal, 2006).

Ved bruk av korrekt avskrivningsplan vil resultatet (R) være internrenten multiplisert med inngående balanseført verdi (IB), altså $R = IB * i$. Avskrivningene (a) finnes da slik:

$$a = \text{Kontantstrøm} - IB * i$$

I praksis vil kontantstrømmens form variere etter virksomhetens art, og det kan være vanskelig å si velge riktig avskrivningsprofil. De aller fleste virksomheter velger en lineær avskrivningsplan over antatt økonomisk levetid. Lineære avskrivninger vil være riktig når kontantstrømprofilen er lineært fallende. Degressivt fallende kontantstrøm bør avskrives ved saldometoden (prosentvis fallende avskrivning). Er kontantstrømprofilen progressivt fallende bør avskrivningsprofilen gå fra degressiv til progressiv (Knivsflå, 2005). Ved en analyse bør rapportert avskrivningsprofilen vurderes kritisk.

Normalt vil investeringer foretas jevnlig og kapitalbindingen kan være varierende over tid. Dette gir opphav til vekstrater (g) i kapitalbindingen. Kapitalbindingen kan være høy like etter større investeringer for deretter å synke gradvis til neste store investering. Variasjonene i rentabilitet kan skyldes investeringens alder og jevnes ut når en har eiendeler i ulike aldersgrupper (Gjesdal og Johnsen, 1999). Når investeringene når et stabilt nivå kalles situasjonen steady-state. Når vekstraten er lik internrenten vil målefeil forsvinne uansett avskrivningsplan. Sammenheng mellom vekst, internrente, regnskapsmessig avkastning og avskrivninger kan oppsummeres i følgende tabell (Gjesdal, 2006):

Vekstrate	$g < i$	$g = i$	$g > i$
Aggressiv avskrivning	$\rho < i$	$\rho = i$	$\rho > i$
Korrekt avskrivning	$\rho = i$	$\rho = i$	$\rho = i$
Konservativ avskrivning	$\rho > i$	$\rho = i$	$\rho < i$

Ved positive målefeil vil lønnsomheten overvurderes. Dette skjer i tilfeller med vekstrate høyere enn internrente og aggressiv avskrivning, og når vekstraten er lavere enn internrenten med konservativ avskrivning. Negative målefeil viser undervurdering av lønnsomheten. Undervurdering skjer med vekstrate høyere enn internrenten med konservativ avskrivning, og vekstrate lavere enn internrenten med aggressiv avskrivning. Teorien kan gi oss innsikt og forståelsen av størrelsen på målefeilen. Hvis vekstraten er lik internrenten kan vi med rimelig sikkerhet si at målefeilen er liten.

En annen problemstilling ved avskrivninger er prisstigningen. Dette får særlig betydning ved høy inflasjon og driftsmidler med lang levetid. Det regnskapsmessige resultatet er uttrykt i nominelle verdier, mens de bokførte verdiene – og dermed avskrivningene – baseres på historisk kost. Kostnadmålingene tar utgangspunkt i de bokførte verdiene. Vi sammenligner da inntekter og kostnader til forskjellig kroneverdi. Avskrivninger kan justeres på følgende måte med hensyn til prisstigning:

$$A_{\text{just}} = A_{\text{ujust}} * P - IB_{\text{just}} * j$$

P er akkumulert prisstigning, mens j er den siste periodens prisstigning. De årlige avskrivningene kan dermed beregnes etter at årets prisstigning er kjent.

3.4 Avkastningskravet

Avkastningskravet vil være målestokken for rentabiliteten i analysen. En virksomhet er kun lønnsom for eierne dersom rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet. Et avkastningskrav skal kompensere investorer for hva de ellers kunne ha tjent på tilsvarende risikable investeringer (Gjesdal og Johnsen, 1999).

3.4.1 Krav til egenkapitalen

Krav til egenkapitalen kan estimeres ved hjelp av kapitalverdimodellen. Kapitalverdimodellen baserer seg på strenge forutsetninger (Sættem, 2005):

- ✓ Investorer maksimerer forventet nytte basert på forventning og varians
- ✓ Investorene er pristakere og har homogene forventninger
- ✓ Risikofrie aktivum eksisterer og innlån/utlån har samme rentesats
- ✓ Perfekte kapitalmarkeder
- ✓ Alle aktiva er omsettelige i markedet, er perfekt delbare og med gitt kvantum

Tross strenge forutsetninger velger jeg å bruke kapitalverdimodellen. Den uttrykkes som:

$$ekk = r_f + \beta * MP$$

R_f – risikofri rente

Kapitalverdimodellen forutsetter i sin enkleste form en en-periodisk investeringshorisont, noe som tilsier at den risikofrie renten bør være 1-års statsrente. Det kan likevel være verdt å vurdere en lengre statsrente. I Gjesdal og Johnsen (1999) vises det til at valg mellom kort eller lengre statsrente kan ha stor betydning for avkastningskravet. Gjennomsnittet av en lengre statsrente kan variere mindre enn kort rente. En lavere variasjon vil tale for at det er en fordel å bruke lengre renter, siden dette fører til en stabilisering av avkastningskravet. Jeg velger å bruke de historiske renteberegningene 3-årige statsobligasjoner fra Norges Bank som basis for risikofri rente.

Analysen fokuserer på historisk avkastning. Dermed velger jeg å beregne den risikofrie realrenten etter skatt, og legge til faktisk inflasjon som en komponent i kapitalverdimodellen. Inflasjonen kan finnes ved å se på konsumprisindeksen hos Statistisk Sentralbyrå, og jeg benytter meg av den gjennomsnittlige inflasjonen for året. Vi får da et avkastningskrav som vil variere fra periode til periode. Dette gjøres fordi den nominelle rentabilitetsberegningen er en funksjon av inflasjonen i perioden (Gjesdal, 2001). Inntekt på egenkapital kan skattelegges på selskapsnivå eller investornivå. Hvem som betaler spiller ikke så stor rolle, så lenge den blir betalt. Skatt innebærer en kostnad uansett hvem vi ser på, og jeg vil derfor

fokusere på lønnsomhetsberegninger etter skatt. Derfor justeres avkastningskravet tilsvarende.

MP – markedets risikopremie

En investor anses som risikoavers, og kompenseres for risiko gjennom en risikopremie. Investorer ønsker betalt for å påta seg risiko. Risikopremien er meravkastningen utover den risikofrie renten. Det kan diskuteres om jeg bør velge det enkelte års risikopremie i avkastningskravet mitt. Jeg velger derimot å basere meg på den gjennomsnittlige meravkastningen på Oslo Børs over perioden 1967-1998. Denne er beregnet til 6,5 % etter skatt i Gjesdal og Johnsen (1999, s. 75).

β – systematisk risiko

Beta måler den systematiske risikoen ved å investere i egenkapitalen til virksomheten. Den er et mål investeringens relative andel i markedsrisikoen. Beta er definert som kovariansen mellom avkastningen på risikabelt aktiva og markedsporteføljens avkastning dividert med volatiliteten i markedsporteføljens avkastning (Knivsflå, 2005).

3.4.2 Avkastning til sysselsatt kapital

Avkastningskrav til sysselsatt kapital er et vektet avkastningskrav. Krav til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansielle gjeld vektet gjennom kapitalverdiene.

$$skk = ekk * (EK/SSK) + mik * (MI/SSK) + fgk * (FG/SSK)$$

Mik er avkastningskravet til minoriteten, og fgk er det finansielle gjeldskravet. Finansielt gjeldskrav fastsettes i utgangspunkt av långivere. Gjeldskravet inkluderer risikofri rente, administrasjonskostnader, risikopremie og kredittrisikopremie. Vanligvis antas det at betaverdien på gjeld er 0, men ved stor usikkerhet kan denne økes noe. En gjeldsbeta høyere enn null innebærer økt risiko i avkastningskravet (Knivsflå, 2005). Ved beregning av avkastningskravet hvert enkelt år vil vektet avkastningskrav reflektere den faktiske kapitalstrukturen i selskapet, og dermed være teoretisk riktig å bruke (Östberg, 2006). Skal et vektet avkastningskrav brukes til fremskrivning må kapitalstrukturen være uendret over perioden for å reflektere de rette verdiene.

3.4.3 Avkastning til netto driftskapital

Netto driftskapital baserer seg også på et vektet avkastningskrav. Krav til netto driftskapital uttrykkes som følger gjennom vekting:

$$\text{ndk} = \text{ekk} * (\text{EK/NDK}) + \text{mik} * (\text{MI/NDK}) + \text{nfgk} * (\text{NFG/NDK})$$

Nfgk er krav til netto finansiell gjeld, og fastsettes gjennom vekting:

$$\text{nfgk} = \text{fgk} * (\text{FG/NFG}) + \text{fek} * (\text{FE/NFG})$$

Fek er kravet til finansielle eiendeler og fastsettes av virksomheten. Kravet vil avhenge av hva finansielle eiendeler er plassert i, dvs. kontanter, fordringer og investeringer.

3.5 Lønnsomhetsmål

Rentabilitet måler avkastningen på investert kapital, og virksomheten vil kunne gi lønnsom vekst hvis rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet. Et formål med rentabilitet er kontroll, det vil si oppfølging av resultater. Eiere bør følge opp og kontrollere ledelsens prestasjoner for å sikre at deres interesser blir ivaretatt. Ledere kan ha andre agendaer enn maksimering av eiernes avkastning, jamfør principal-agentteori. Krav til avkastning og resultatmål er en viktig kontrollmekanisme for eierne.

Resultatet som benyttes til å måle avkastningen må tilhøre den aktuelle kapital. Hvis kapitalbasen har vært konstant gjennom året, eller endringer skyldes avkastning, er det mer korrekt å bruke inngående beholdning (Gjesdal og Johnsen, 1999). Vanligvis benyttes gjennomsnittlig kapital når det forekommer endringer i kapitalbasen over året. Ved å bruke gjennomsnittlig kapital vil rentabiliteten bli en kontinuerlig rente. Avkastningskravet er en vanligvis et eksempel på etterskuddsrente, dermed bør vi sammenligne dette med en etterskuddsrentabilitet. Justeres gjennomsnittlig kapital for opptjent kapital i perioden vil rentabiliteten bli en etterskuddsrente (Knivsflå, 2005).

3.5.1 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabilitet er årsoverskudd dividert med virksomhetens egenkapital. Normalisert egenkapitalrentabilitet på etterskuddsbasis beregnes som følger:

$$ekr_t = NRE_t / Ek_{t-1} + (\Delta Ek_t - NRE_t)/2$$

Forutsetningen er at netto betalt utbytte utbetales midt i perioden. Egenkapitalrentabiliteten måles mot avkastningskravet til egenkapitalen. Er $ekr > ekk$ vil virksomheten gi verdi til investorene (Knivsflå, 2004).

3.5.2 Avkastning på sysselsatt kapital

Avkastning på sysselsatt kapital finnes ved å se på driftsresultat pluss finansinntekter dividert med totalkapitalen fratrukket rentefri gjeld. Nettorentabiliteten på sysselsatt kapital finnes ved:

$$skr_t = (NDR_t + NFI_t) / (NDK_{t-1} + FE_{t-1} + (\Delta NDK_t + \Delta FE_t - NDR_t - NFI_t)/2)$$

Problemet er at rentabiliteten beregnes på en hybrid kapital, dvs. en kapital som blander drift og finansiering (Knivsflå, 2005). Det kan dermed være vanskelig å vurdere lønnsomheten isolert sett. Rentabiliteten skal sammenlignes med kravet til sysselsatt kapital. Hvis $skr > skk$ vil kapitalen generere lønnsomhet. Problemstillingen her er hvordan lønnsomheten fordeles mellom drift og finansiering, til investorer eller kreditorer?

3.5.3 Netto driftsrentabilitet

Driftsrentabiliteten beregner driftsresultatet i forhold til totalkapitalen fratrukket driftsfremmede eiendeler og rentefri gjeld. Den viser hvor mye netto driftseiendeler kaster av seg. Driftsrentabiliteten fratrekkes rentefri gjeld fordi den rentefrie gjelden antas å være knyttet til driften (Gjesdal og Johnsen, 1999). Netto driftsrentabilitet på etterskuddsbasis finnes ved:

$$ndr_t = NDR_t / (NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2)$$

Netto driftsrentabilitet måles mot avkastningskravet til netto driftskapital. Hvis $ndr > ndk$ vil driften bidra positivt til verdiskapningen i virksomheten (Knivsflå, 2004).

3.5.4 Residual income

Jeg har tidligere i kapitlet nevnt problemet med målefeil ved rentabilitetsberegninger. Rentabilitet kan øke når det iverksettes ulønnsomme prosjekter, og gå ned når det iverksettes meget lønnsomme. Et prestasjonsmål som ikke har samme svakheter som regnskapsmessig

rentabilitet er residual income (Gjesdal og Johnsen, 1999). Dette er et lønnsomhetsmål målt i kroner og defineres som driftsresultat – avkastningskrav * netto driftsrelatert kapital.

Det må være konsistens mellom variablene. Noen kaller residual income for ”renprofitt” siden alle kostnader, inkludert kapitalkostnad, er trukket fra. Prestasjonsmålet er gunstig siden den er knyttet direkte til den økonomiske verdien. Ønsker bedriften å maksimere verdi vil den maksimere lønnsomheten (Gjesdal, 2006). Positive egenskaper ved residual income har sitt opphav i følgende grunnleggende teorem: ”Nåverdien av residual income over et prosjekts levetid er lik prosjektets nettonåverdi. Denne likeheten holder uansett avskrivningsplan (Gjesdal og Johnsen, 1999, s. 165). Dermed vil mange av problemene ved valg av avskrivningsplan forsvinne, og vil ikke påvirke lønnsomhetsmålingen.

3.5.5 Rentabilitetsmåling og skatt

Det er avkastning etter skatt som er interessant for eierne. Skatt kan skape problemer for rentabilitetsmålingen når skattesystemet ikke er nøytralt, og det er behandlingen av utsatt skatt som er sentralt. Vanligvis benyttes to fremgangsmåter, (i) resultatet belastes med den skatten som faktisk skal betales eller (ii) avsettes i tillegg til utsatt skatt. Ingen av fremgangsmåtene vil gi rentabilitet etter skatt lik internrente etter skatt. Problemet ligger i å sammenstille kostnader korrekt, som for avskrivningsplaner. Gjeldsfinansiering skaper også problemer siden renter beskattes på mottakers hånd og egenkapitalavkastningen på virksomhetens hånd. Løsninger kan være å ta utgangspunkt i faktisk skattekostnad, eller korrigere for rentefradraget.

Skattemessige periodiseringer følger finansregnskapet, og er periodiseringen feil vil ikke skattesystemet være nøytralt. Utsatt skatt oppstår som ved forskjeller mellom regnskapsmessig og skattemessig periodiseringer av kostnader, og føres som gjeld i balansen. Utsatt skattekostnad er 28 % av forskjellen mellom regnskapsmessig og skattemessig avskrevne verdier.

For å finne den riktige internrenten etter skatt bør man ta utgangspunkt i kontantstrømmen etter skatt og finne den korrekte avskrivningsplanen. Da vil endringer i utsatt skatt behandles som en korreksjon til avskrivningsplanen. Utsatt skatt må selv korrigeres fordi det tradisjonelle regnskapet viser for høy utsatt skatt. Avsetning til utsatt skatt i samsvar med god regnskapsskikk fører til for lavt resultat i begynnelsen av et prosjekt, og for høyt senere (Gjesdal og Johnsen, 1999).

3.6 Regnskapsanalyse

En regnskapsanalyse har som formål å kartlegge og avdekke underliggende økonomiske forhold i en virksomhet. For å avdekke underliggende lønnsomhet foretar vi en systematisk bearbeidelse av regnskapsdata for å identifisere relevante kontantstrømmer (Kinserdal, 2000). Analysen vil avhenge av kvaliteten på regnskapsdata som vi finner i årsrapporten til den enkelte virksomheten.

Første steg er å omgruppere finansregnskapet for en investororientert analyse. En investororientert regnskapsanalyse fokuserer på resultatet snarere enn kontantstrømmen. Videre setter investorer verdirelevant informasjon høyt, for eksempel immaterielle eiendeler som kan gi stor verdi til investeringen.

Andre steg er å analysere målefeil i de offentlige regnskapstallene og eventuelt justere dette for vesentlige målefeil.

Siste steg er å kartlegge underliggende økonomiske forhold gjennom en forholdstallsanalyse, som lønnsomhetsmåling (Knivsflå, 2005).

3.6.1 Omgruppering for analyse

Målet med omgrupperingen avhenger av fokuset analysen skal ha. Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimat på verdien og inntjeningen til egenkapitalen for å kunne fatte effektive økonomiske beslutninger, og føre kontroll med ledelsen i virksomheten. Ved investororientert analyse ønskes en oppstillingsplan som viser normalisert verdiskapning og verdiutdeling. Oppstillingsplanen etter god regnskapsskikk er kreditororientert, og det er nødvendig med en omgruppering. Det er fire steg i omgruppering for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2005):

- 1) Avsatt utbytte omgrupperes fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital. Gjeld er krav som er ventet å føre til økonomiske ulemper i framtiden. Legges eiersyne til grunn, vil ikke foreslått utbytte være gjeld fordi eierne ikke har til gode eller krav på penger fra seg selv. Egenkapitalen reduseres da med det betalte utbytte i den aktuelle perioden.
- 2) Kartlegg dirty surplus og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. Dirty surplus er brudd på kongruensprinsippet om at alle inntekter og kostnader skal

resultatføres. Dirty surplus er kostnader og inntekter ført direkte mot egenkapitalen eller ikke regnskapsført i det hele tatt ("hidden dirty surplus). Det fullstendige nettoresultatet vil være årsresultatet med tillegg av direkteføringer mot egenkapitalen.

- 3) Skille mellom det normale og det unormale resultatet og fordel skattekostnaden mellom normalt og unormalt resultat. Normale poster er poster som forventes å komme tilbake periode etter periode. Unormale poster er en- eller fågangsposter som bare virker inn på en eller et fåtall perioder. Dette er for eksempel ekstraordinære poster, dirty surplus, gevinst/tap ved salg av eiendel, nedskrivning, unormal driftsskatt og finansielle gevinster eller tap. Dette inkluderer valuta. Har norske selskaper utenlandske datterselskap, oppstår omregningsdifferanser når datterselskapene regnes om til norsk valuta.
- 4) Grupper poster i resultatregnskap og balanse klart i drift og finansiering og fordel skattekostnaden på driftsresultatet, finansinntekter og – kostnader. Dette gjøres for å finne ut hvor mye driften kaster av seg, og hvor mye finansieringen koster.

3.6.2 Analyse og justering av målefeil

Målet med justering og omgruppering av årsregnskapet er et bedre bilde av underliggende økonomiske forhold. For netto driftseiendeler er det realistiske målet å justere mot korrekt historisk kost for å finne underliggende rentabilitet. For netto finansiell gjeld kan det være mer realistisk å justere mot virkelig verdi, spesielt om forskjellen mellom bokført og virkelig verdi er stor (Knivsflå, 2005). Her følger en opplistning av analyse og justeringer, uten at jeg kommer nærmere inn på hver enkelt. Justeringer som foretas i analysen vil kommenteres utfyllende:

- ✓ Analyse og justering av driftsrelatert anlegg
- ✓ Analyse og justering av langsiktig driftsrelatert gjeld
- ✓ Analyse og justering av driftssyklusen
- ✓ Analyse og justering av driftsrelatert skatt
- ✓ Analyse og justering av driftstilknyttede investeringer
- ✓ Analyse og justering ved foretaksintegrasjon

- ✓ Analyse og justering av netto finansielle gjeld

3.6.3 Forholdstallsanalyse

I forholdstallsanalysen kartlegges underliggende økonomiske forhold. I denne delen ser vi på rentabilitet i forhold til avkastningskravet. Dette er tatt opp tidligere i kapitlet. I tillegg kan en utføres en common size analyse, hvor man sammenligner relative størrelser i regnskapet for å eliminere effektene av størrelse (Penman, 2003). For eksempel kan postene i regnskapet uttrykkes i forhold til driftsinntekter eller i relasjon til basisår.

4. Kværner ASA

Kværners drift baserer seg i hovedsak på langsiktige tilvirkningskontrakter. Det medfører et stort krav til likviditetsbeholdningen for å finansiere driften. I en slik drift vil kostnadene være store i begynnelsen av et prosjekt, og innbetalingene kommer stort sett et sted fram i tid. I dette kapitlet ser jeg kort på Kværners historie, før fokus rettes mot relevante hendelser i analyseperioden. Deretter vil jeg se på regnskapsføringen, og kommentere forhold som er relevante å ha med i regnskapsanalysen.

4.1 Kværners historie

I 1853 sikret Oluf Adelsten Onsum seg Kværner Møllebrug, med vannfall og 18 mål jord ved Loelven i Aker. Onsum så store muligheter for ekspansjon, og det ble starten på Kværner Brug. Det ble etablert et støperi som produserte ovner og husholdningsartikler. En storstilt satsning på produksjonsutstyr for vannkraftutbygging utviklet seg i andre halvdel av 1800-tallet. Kværner Brug og Myrens Verksted startet et samarbeid i 1922. Selskapene delte produksjon av utstyr til vannkraft og produksjon av tremasse mellom seg. I 1943 kjøpte Kværner Brug og Myrens Verksted Thunes Mekaniske Verksted. Selskapene ble samlet og børsnotert i 1967 under navnet Kværner Industrier a.s. (Dyrnes og Valderhaug, 2002). Gruppen besto av 10 selskaper med 3200 ansatte og en omsetning på 385 millioner kroner.

Mot slutten av 1980-tallet hadde Kværner masse penger på bok, men visste ikke hva de skulle bruke dem til. Ansettelsen av Erik Tønseth gjorde at pengene fikk ben å gå på. Tønseth hadde mange visjoner, blant annet globalisering av Kværner som skulle skje gjennom store oppkjøp. Problemet ved alle oppkjøpene var at Tønseth ikke interesserte seg nevneverdig for implementering av de oppkjøpte selskapene. Dette skulle senere medføre problemer for Kværner (Dyrnes og Valderhaug, 2002).

4.2 Kværners virksomhetsområder

Ser vi på organiseringen av Kværners virksomhetsområder, er det, som Dyrnes og Valderhaug (2002) kommenterer, en "pandoras eske". Flere divisjoner og et virvar av datterselskaper. I starten av analyseperioden, i 1993, var Kværner delt inn i forretningsområdene Skipsbygging, Olje & Gass, Verksteder, Pulping og Shipping. I 1996

var forretningsområdene Skipsbygging, Proses, Olje & Gass, Metaller, Pulp & Paper og Entreprenør i tillegg til øvrig virksomhet for falt utenfor de seks kjernevirksomhetene. I 2001 var forretningsområdene redusert til Olje & Gass, Engineering & Construction, Pulp & Paper og Skipsbygging. Med andre ord har perioden på 9 år vært turbulent når det gjelder selskapets retning.

4.3 Hendelser i perioden 1993-2001

Informasjon om perioden er hentet fra Kværners årsberetninger. Opplysninger fra andre kilder spesifiseres i teksten.

Erik Tønseth skrev i innledningen i årsrapporten for 1993 at ”Kværner i år 2000 vil være et resultat av vår evne til å nyttiggjøre konsernets betydelige menneskelige, teknologiske og økonomiske ressurser i en verden full av utfordringer og muligheter (s. 1)”. Videre kommenterer han at Kværners berettigelse begrunnes først og fremst i evnen til å skape verdier for eierne, og at det hittil har vært lønnsomt å være eier i Kværner. Det kan vel i dag være liten tvil om at dette ikke holdt helt stikk videre framover på 1990-tallet.

Kværner hadde et godt år i 1993, selv om markedsforholdene var gjennomgående svake. Selskapet hadde høy ordreinngang og bedre resultater. I 1994 oppnådde Kværner lavere resultater enn forventet. Dette skyldtes blant annet at Olje- & Gassområdet fikk et betydelig tap grunnet kostnadsoverskridelser på leveranser til Troll Oljeplattformen. Det ble i tillegg foretatt avsetning for en nødvendig omstrukturering av området til rundt en milliard kroner. Lave fraktrater første også til utilfredsstillende resultat innen Shipping.

1995 var et krevende år for Kværner. Kværner frigjorde 1,1 milliarder kroner ved salg av gasskipsengasjementet til Havtor. Kværner hadde igjen mer penger enn noen gang, og flere av de utenlandske aksjonærene ønsket et ekstraordinært utbytte. Selv med velfylt pengesekk sto de operasjonelle problemene i kø. Divisjonene leverte ikke tilfredsstillende resultater. I tillegg var 1995 det året da Tønseth ønsket å ta steget ut av Norge, og bli en gigant innen engineering og construction. Tønseth ønsket å finne et internasjonalt entreprenørselskap (Dyrnes og Valderhaug, 2002). Kværner begynte å få behov for å rydde opp. Mange av problemene lå i at selskapet drev med mye forskjellig som ingen i Norge hadde bransjekunnskap om.

I 1996 gjennomførte Kværner oppkjøpet av det britiske selskapet Trafalgar House. Opprinnelig ønsket Kværner kun to divisjoner, men etter en oppkjøpsfiasko av Amec var Kværner blitt mør og sa ja takk til hele røkla (Dyrnes og Valderhaug, 2002). Oppkjøpet av Trafalgar var ment som et skritt videre på veien mot å sikre aksjonærene langsiktig lønnsomhet. Resultatet var ikke tilfredsstillende i 1996. Dette skyldtes blant annet sviktende og utilfredsstillende resultat i Kværners tradisjonelle virksomhetsområder. Driftsinntekten økte vesentlig i forhold til 1995 på grunn av oppkjøpet, men driftsresultatet ble likevel lavere enn i 1995. Stor omsetning er ikke det samme som gode resultater.

Fra våren 1996 til 1997 føk Kværnerkursen til himmels. Toppen ble nådd 12. august 1997, da hadde kursen steget med 130 % siden kjøpet av Trafalgar ble varslet. Tønseth mente beslutningen om kjøpet var riktig, men enkelte syntes at Kværner burde løse egne problemer før man gikk løs på det skattkjørte Trafalgar House (Dyrnes og Valderhaug, 2002). Overskudd før skatt ble doblet i forhold til 1996, men resultatet var likevel ikke tilfredsstillende. Balansen måtte styrkes, da konsernets rentebærende gjeld var altfor høy. Til tross for betydelige salg av eiendeler utenfor kjernevirksomhetene maktet ikke Kværner den viktigste oppgaven etter kjøpet av Trafalgar House – nemlig nedbetaling av gjeld. Andre kvartal av 1997 viste dårligere resultat enn markedet forventet; aksjemarkedet forventet at gjelden skulle begynne å krympe, mens den derimot steg. Tønseth mente at innen april 1998 skulle Kværner være uten netto rentebærende gjeld. I tillegg endte nesten hver eneste kontrakt med en krangel med kunder og tilbakeholdt kapital. Intern maktkamp i ledelsen virket heller ikke gunstig, men det er uklart om konflikten fikk negative eller positive effekter på Kværner som selskap.

I 1998 ble det nødvendig å endre retning og sette nye prioriteringer. I oktober 1998 ble Kjell Erik Almskog ansatt som ny konsernsjef, og Tønseth måtte gå på styrets anmodning. I september 1998 var Kværner kun verdt 3,1 milliarder kroner, med andre ord var verdier for 17,8 milliarder borte (Dyrnes og Valderhaug, 2002). Resultatene for 1998 var svært lite tilfredsstillende, og viste tap. Etter en finansiell gjennomgåing av hele konsernet fant ledelsen det nødvendig å øke avsetninger på forventede tap på kontrakter, samt nedskrivning av verdien på enkelte langsiktige investeringer og fysiske anleggsmidler. Det ble gjort framgang i salg av virksomheter utenom kjerneområdene.

I 1999 ble virksomheten restrukturert og organisert i tre kjerneområder; E&C, Olje & Gass og Entreprenør. Dette skulle bli Nye Kværner. Endringene ble gjort for å gjenvinne

Kværners lønnsomhet og finansielle styrke. Gjenvinning av finansiell styrke skulle gjøres gjennom en reduksjon av gjelden. Kværner viste til et resultat på 18 millioner kroner før salgsgvinster og spesielle poster. Det ble lagt stor vekt på effektivitetsøkning og kostnadsreduksjoner i 1999. Salg av tapsbringende virksomhet ble langt på vei fullført i 1999.

Konsernet gjenvant sin lønnsomhet i 2000, driftsresultatet var igjen positivt etter to år med betydelige underskudd. Ytterligere virksomheter ble solgt, blant annet entreprenørvirksomheten. I følge Kjell Inge Røkke var prisen Kværner fikk håpløst dårlig. I juli kjøpte Aker Maritime 26 % av aksjene i Kværner. Kværner ønsket en fusjon mellom Aker Maritime og Kværners olje- og gassvirksomhet, og bød på hele AM. Styret var igjen på kjøper'n (Dyrnes og Valderhaug, 2002). Da Aker Maritime solgte sin dypvannsvirksomhet, ble AM en mindre attraktiv partner.

I 2001 tårnet problemene seg opp i Kværner. Likviditetsbufferen var syltynn, og Kværner overtrakk bankkontoen sin hos DnB. De underliggende problemene i konsernet kom til syne i løpet av annet halvår, da det viste seg at resultatene vek betydelig fra prognosene. Problemene knyttet seg blant annet til prosjektgjennomføring og fullføring av prosjekter inne E&C bandt stadig større arbeidskapital, mangel på kjøpere til skip etc. I tredje og fjerde kvartal økte presset på likviditeten, og en rekke finansieringsløsninger ble vurdert i perioden. Løsningen som ble presentert på den ekstraordinære generalforsamlingen i fjerde kvartal fikk ikke det nødvendige flertallet hos aksjonærene. I diskusjonene med aksjonærer og långivere om Kværners fremtid ble det avtalt av konsernsjef Kjell Erik Almskog skulle fratru. 1. november 2001 fratru Almskog og Kristian Siem overtok ansvaret i en overgangsperiode.

Da finansieringsløsningen som Kværners ledelse hadde utarbeidet ikke ble godkjent, gikk Aker Maritime inn for en alternativ løsning. 28. november 2001 fusjonerte Aker Maritime og Kværner Olje & Gass. 21. desember utpekte styret Helge Lund til ny konsernsjef. Mot slutten av året ble grunnlaget lagt for et sterkere Kværner.

4.4 Kværners finansregnskap

4.4.1 Regnskapsdata i Kværner

I analyseperioden 1993-2001 har Kværner oppført rimelig ensartede regnskapsprinsipper i årsregnskapene. Store endringer er først og fremst kommet i starten av analyseperioden hvor den regnskapsmessige behandlingen av pensjonsforpliktelsene endret seg. Endringen medførte en direkte belastning på egenkapitalen 1.1.1993 på 132 millioner kroner. Dette kan klassifiseres som dirty surplus når vi ser på omgrupperingen i analysedelen av oppgaven, og dette er også gjort.

I 1993-1995 var ikke behandlingen av urealiserte valutagevinster i samsvar med ”International Accounting Standards”, men Kværner mener at med den aktuelle valutakursutviklingen vil ikke avviket være av vesentlig betydning. I min gjennomgang av regnskapstallene, hvor jeg skilte mellom normalt og unormalt resultat, fikk jeg små avvik i grupperingen av resultatregnskapet i forhold til endring egenkapital. Disse avvikene har jeg ført inn som finansielt dirty surplus.

Ved konsolidering av utenlandske selskaper er resultatregnskapet omregnet til norske kroner etter gjennomsnittskurs for regnskapsperioden, mens balansetallene er omregnet etter balansedagens kurs. Beregningene medfører omregningsdifferanser som føres direkte mot egenkapitalen. Fra 1996 gjelder dette også effekten av valutakursendringer på lån i datterselskapenes rapporteringsvaluta. Omregningsdifferansene har jeg klassifisert som dirty surplus.

I perioden 1993-1999 ble varige driftsmidler verdsatt til kostpris med tillegg for tidligere års oppskrivninger, og med fradrag for ordinære avskrivninger. Den nye Regnskapsloven fra 1998 tillater ikke lenger oppskrivning, så varige driftsmidler ble fra regnskapet i 2000 verdsatt til kostpris med fradrag for ordinære avskrivninger. Hvis virkelig verdi er lavere enn kostpris, og det antas at dette ikke er av forbigående art, tillates nedskrivninger. Opp- og nedskrivninger har jeg klassifisert under unormalt resultat.

Gevinst ved salg av skip, eiendommer etc. ble ført som ordinær driftsinntekt til og med 1998. Fra 1999 ble det et skille mellom driftsresultat før spesielle poster, og driftsresultat. Herunder ble salgsgevinster og andre spesielle kostnader ført. Dette var første gang Kværner opererte med spesifisering av spesielle poster. Spesielle poster omfatter vesentlige

gevinster/tap fra salg av virksomhet, vesentlige omstrukturingskostnader relatert til virksomhet som skal selges, og spesielle poster som enten er uvanlige eller ikke forventes å inntreffe ofte eller regelmessig.

Tidligere regnskapsår er det vanskelig å vurdere avsetninger, nedskrivninger og lignende. I følge et utvalg, bestående av Kåre Lilleholt, Tore J. Fjell og Carl J. Hambro, nedsatt i mai 2002, vises det til dårlige rutiner for tapsavsetninger, nedskrivninger og lignende verdivurderinger i Kværner i analysemetoden. Det er mye av Kværners vurderinger som ikke er tilstrekkelig dokumentert. Dette vises også gjennom at revisjonsberetningene for 1998 og 1999 ble tatt med forbehold om usikkerhet i regnskapsrapporteringen. Utvalget mente dessuten at Kværner brukte forskjellige prinsipper ved avsetninger på ulike forhold. Videre mente de at Kværner hadde brutt god regnskapsskikk under disse forholdene. Enkelte avsetninger ble nettoført mot prosjekter, mens andre fikk en mer eksplisitt behandling. Det har vært vanskelig å få konkret informasjon i de første regnskapsårene om avsetninger og begrunnelsen for dem, siden årsberetningene har vært meget vage.

Gevinst ved salg av virksomhet har jeg ført som unormal driftsinntekt. Gevinst/tap på salg av aksjer og obligasjoner er ført under unormalt finansresultat. Det samme gjelder gevinst/tap på valuta. Jeg mener disse postene ikke er driftsrelaterte. Brukes det fullstendige resultatet til rentabilitetsberegning vil likevel disse kostnadene bli tatt hensyn til.

Ellers oppstod det en del avvik ved beregningen av det omgrupperte resultatet fram til 1997. Avvikene er relativt små, og jeg grupperte dem under unormalt driftsresultat.

Det kan også stilles spørsmål ved Kværners pensjonsforpliktelser, og om forpliktelsene er vurdert rett i balansen. Regnskapsføringen av pensjoner fører ofte til at gjeld skjules i oppstillingen. Enkelte har ment at Kværner hadde mye høyere forpliktelser enn det som er rapportert i regnskapet, og at en riktig vurdering viste at pensjonsforpliktelsene var 350 % i forhold til egenkapitalen. Dette tar jeg opp i analysedelen når jeg vurderer eventuelle justeringer.

Avskrivningen til Kværner er i hovedsak lineære over tid. De første årene er det kun antatt økonomisk levetid for goodwill som er tidsfestet. Vurdering av avskrivninger gjøres i analysedelen, og det samme gjelder avskrivningenes forhold til kontantstrømmen.

Det kan også være på sin plass å vurdere føringen av gjeld i Kværner, men dette kan være vanskelig å vurdere ut fra eksterne data. Gjelden ble et stort problem utover perioden.

Kostnader knyttet til forskning og utvikling utgiftsføres i hovedsak når de påløper, dvs. en forsiktig regnskapsføring. Spørsmålet er om ikke FoU burde aktiviseres og balanseføres i regnskapet siden dette kan gi grunnlag for framtidig inntjening. Kværner viser ikke til konkrete tall når det gjelder forskning og utvikling. Det vil dermed være vanskelig å justere FoU inn i regnskapet gjennom balanseføring.

4.4.2 Klassifisering av poster i balansen

- ✓ Kontanter, bank og lignende likvide midler er en blanding av driftsrelaterte og finansielle eiendeler. Det er vanskelig å skille ut driftslikvider, dermed blir kontanter gjerne karakterisert som finansielle eiendeler.
- ✓ Investeringer vil oftest være klassifisert som finansielle eiendeler. Dette er gjort for de fleste investeringene i Kværners regnskap ved omgrupperingen. Investeringer i tilknyttede selskaper er derimot klassifisert som driftsrelatert.
- ✓ Fordringer vil være både driftsrelaterte (som kundefordringer) og finansielle (fordringer som i realiteten er utlån). Det kan være vanskelig å gruppere fordringene, og de bør derfor grupperes som driftsrelaterte.
- ✓ Varer er driftsrelaterte, dette gjelder både råvarer, varer i arbeid og ferdigvarer.
- ✓ Finansielle anleggsmidler kan være finansielle, men også driftsrelaterte. Langsiktige investeringer i andre aksjer eller obligasjoner er finansielle og gruppert som dette. Pensjonsfondet bør grupperes som driftseiendel siden pensjonskostnaden er en del av lønnskostnaden.
- ✓ Varige driftsmidler er driftsrelatert.
- ✓ Immaterielle eiendeler er driftsrelatert.
- ✓ Kortsiktig gjeld er vanligvis driftsrelatert, for eksempel leverandørgjeld. Kassekreditter og annen kortsiktig gjeld til kredittinstitusjoner er finansielle. Avsatt utbytte er trukket ut fra kortsiktig gjeld og klassifisert som egenkapital.

- ✓ Annen langsiktig gjeld vil oftest være finansiell gjeld.
- ✓ Avsetninger er som oftest driftsrelaterte, slik som utsatt skatt, pensjonskrav garantiansvar og lignende.

(Knivsflå, 2005).

5. Lønnsomhetsanalyse av Kværner ASA

Starten av kapitlet vil dreie seg om omgruppering for investororientert analyse, som er utgangspunktet for analysen min. Etter omgrupperingen vil jeg se på ulike justeringer som bør foretas for å redusere målefeil av type 2. Avkastningskravet til Kværner beregnes deretter, før beregning av rentabilitet. Ved rentabilitetsbergningen vil jeg ta utgangspunkt i normalisert resultat. Avkastningskravet og rentabiliteten skal deretter sammenstilles. Til slutt vil jeg så på noen common size beregninger.

5.1 Omgruppert resultatregnskap og balanse

For å finne netto kapitaluttak til eierne beregnes netto betalt utbytte, NBU. Er $NBU < 0$ har eierne et netto innskudd til egenkapitalen. $NBU > 0$ gir eierne et netto uttak og er med på å redusere egenkapitalen. Betalt utbytte i en periode vil være avsatt utbytte året før. I Kværner har eierne mottatt ett netto uttak mellom 1993 og 1998. I 1999 og 2000 opplevde eierne netto innskudd av kapital. I 2001 var $NBU = 0$ som vist av beregningen i tabellen.

Endring i EK									
Beregning NBU:	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Betalt utbytte	217	238	260	282	283	305	-	-	-
Kjøp av egne aksjer									
Salg av egne aksjer									
Andre kapitaluttak									
Andre kapitalinnskudd					39		1 936	2 588	
Netto betalt utbytte	217	238	260	282	244	305	(1 936)	(2 588)	-
Egenkapital 01.01	6 596	7 192	8 011	9 549	9 926	10 607	8 748	4 409	7 249
Årsresultat	977	901	1 772	856	1 229	(1 659)	(5 624)	361	(4 951)
Dirty surplus	(164)	156	26	(197)	(304)	105	(651)	(109)	(380)
Netto betalt utbytte	217	238	260	282	244	305	(1 936)	(2 588)	-
Egenkapital 31.12	7 192	8 011	9 549	9 926	10 607	8 748	4 409	7 249	1 918

Ved skille mellom normal og unormalt resultat må skattekostnaden fordeles. Finansinntekter og finanskostnader vil ha en skattekostnad på 28 %, uavhengig om de er normale eller unormale, siden finansielle forhold vanligvis ikke gir grunnlag for utsatt skatt eller utsatt skattefordel. Driftsskattesatsen på ordinært driftsresultat, dss, beregnes som følger:

$$dss = (SK - 0,28 * (FR + UFR)) / (DR + UDR)$$

Den normaliserte driftsskattesatsen, ndss, er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen over analyseperioden. Unormal driftsskattesats finnes ved å trekke ndss fra dss. Kværners normaliserte driftsskattesats utgjorde ca 18,9 % over analyseperioden. Dss i perioden lå stort sett mellom 20 og 30 %, unntatt i 1996, 1998, 1999 og 2001. Her varierte den fra å være negativ på 4-7 %, til – 20 % i 2001. Skattebelastningen skjedde altså i hovedsak på det finansielle resultatet i perioden. I 1998 var dss hele 74 %, skyldes i prinsippet at unormalt finansresultat var svart negativ i perioden.

Balansen kan grupperes i tre typer; total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Jeg har satt opp balansen med fokus på sysselsatt kapital. Dette gjør det enkelt for meg å finne netto driftskapital på tre måter:

- ✓ $NDK = EK + MI + NFG$
- ✓ $NDK = NDE = DE - DG$
- ✓ $NDK = SSK - FE = SSE - FE$

Omgruppert resultatregnskap

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Driftsinntekter	24 530	26 129	29 620	58 214	72 962	82 290	70 864	54 472	45 011
Materialer, varer og tjenester	12 738	13 746	16 667	35 247	47 964	52 576	50 926	38 086	31 417
Lønn og sosiale kostnader	6 521	7 194	7 555	14 692	17 322	19 194	14 698	11 231	11 439
Andre driftskostnader	3 154	3 485	3 111	6 278	5 101	8 613	3 860	3 134	2 125
Ordinære avskrivninger	815	974	893	1 309	1 388	1 148	1 362	1 053	785
Sum driftskostnader	23 228	25 399	28 226	57 526	71 775	81 531	70 846	53 504	45 766
Driftsresultat	1 302	730	1 394	688	1 187	759	18	968	(755)
Driftsrelatert SK	247	139	265	131	225	144	3	184	(143)
Netto DR	1 055	591	1 129	557	962	615	15	784	(612)
Tilknyttede selskap	-24	8	181	-61	15	3	-21	-54	-70
Netto driftsresultat	1 031	599	1 310	496	977	618	(6)	730	(682)
Netto finansinntekt	455	441	498	346	171	120	169	199	217
Nettoresultat SSK	1 486	1 040	1 808	843	1 148	738	163	930	(465)
Netto finanskostnad	392	372	462	841	972	974	793	746	564
Minoritet	(7)	1	8	3	12	(3)	23	8	(10)
Netto resultat EK	1 101	667	1 338	(1)	164	(233)	(654)	176	(1 019)
UNDR	(217)	130	286	325	163	(619)	(5 679)	16	(3 180)
UNFR	(71)	260	175	336	598	(702)	58	60	(1 132)
Resultat til EK	813	1 057	1 798	659	925	(1 554)	(6 275)	252	(5 331)
Netto betalt utbytte	217	238	260	282	244	305	(1 936)	(2 588)	-
Endring i egenkapitalen	596	819	1 538	377	681	(1 859)	(4 339)	2 840	(5 331)

Omgruppert balanse

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Driftsrelaterte anleggsmidler	9 727	10 655	11 234	23 078	22 860	19 823	16 190	12 862	9 756
Langsiktig driftsrelatert gjeld	3 265	2 208	2 337	2 658	2 309	2 333	2 299	2 116	1 799
Netto anleggsmidler	6 462	8 447	8 897	20 420	20 551	17 490	13 891	10 746	7 957
Driftsrelaterte omløpsmidler	8 650	11 360	11 871	22 447	29 762	28 718	23 200	15 235	14 490
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	9 089	9 960	9 468	24 070	27 044	27 726	23 632	14 108	14 893
Driftsrelatert arbeidskapital	(439)	1 400	2 403	(1 623)	2 718	992	(432)	1 127	(403)
NETTO DRIFTSEIENDELER	6 023	9 847	11 300	18 797	23 269	18 482	13 459	11 873	7 554
Finansielle anleggsmidler	555	858	1 004	1 433	1 737	1 792	1 924	2 331	1 026
Finansielle omløpsmidler	6 847	5 256	4 015	5 401	3 899	3 673	2 758	2 228	3 300
FINANSIELLE EIENDELER	7 402	6 114	5 019	6 834	5 636	5 465	4 682	4 559	4 326
SYSSELSATTE EIENDELER	13 425	15 961	16 319	25 631	28 905	23 947	18 141	16 432	11 880
EGENKAPITAL	7 192	8 011	9 549	9 926	10 607	8 748	4 409	7 249	1 918
MINORITETSINTERESSER	26	20	40	165	217	171	117	90	83
Langsiktig finansiell gjeld	5 000	4 663	5 696	10 645	10 703	14 197	13 106	8 258	9 296
Kortsiktig finansiell gjeld	1 207	3 267	1 034	4 895	7 378	831	509	835	583
FINANSIELL GJELD	6 207	7 930	6 730	15 540	18 081	15 028	13 615	9 093	9 879
SYSSELSATT KAPITAL	13 425	15 961	16 319	25 631	28 905	23 947	18 141	16 432	11 880

5.2 Justeringer

Grunnlaget for justering av regnskapstall er at det finnes potensielt store målefeil i finansregnskapet. Justeringer kan bidra til å redusere målefeilene, noe som er positivt i analysesammenheng. Å foreta alle justeringer som er omtalt i teoridelen, ville blitt et omfattende arbeid. Jeg velger derfor å se på noen relevante justeringer i håp om dette kan bidra til å øke resultat kvaliteten ved lønnsomhetsmålingen. Beregning av justeringer finnes i appendiks.

5.2.1 Analyse og justering av driftsrelatert anlegg

Det er tre hovedtyper driftsrelaterte anleggsmidler; immaterielle eiendeler, varige driftsmidler og langsiktig driftsrelatert fordring og investering (Knivsflå, 2005). Måling av DAM vil påvirke netto driftsresultat, NDR, spesielt gjennom avskrivninger. Ukritisk bruk av lineær avskrivning fører potensielt til store målefeil.

I praksis vil det være vanskelig, om ikke umulig å justere lineære avskrivninger til korrekt historisk kost, spesielt med det virvar av anleggsmidler uten tilgang til økonomisk levetid som vi finner i Kværner. Vi kan prøve å se på veksten i egenkapitalen over perioden, og

sammenligne den mot rentabiliteten i analysen. Hvis jeg antar at analysen min bringer meg nær korrekt måling av internrenten, kan kanskje egenkapitalveksten gi en pekepinn på om målefeilen er positiv eller negativ.

Et annen side med avskrivninger er det som vi nevnte i teorien i forhold til inflasjon og vurdering til historisk kostnad. Dette innebærer at avskrivningene ikke nødvendigvis reflekterer samme kroneverdi som resultatet i regnskapet. Den justerte avskrivningen er differansen mellom brutto justerte avskrivninger og verdistigning på driftsmidler. Jeg har justert resultatregnskap og balanse for å reflektere verdiendring når vi tar hensyn til inflasjon i avskrivningene. Justeringene er basert på faktisk inflasjon i perioden.

5.2.2 Analyse og justering av langsiktig driftsgjeld

Langsiktig driftsrelatert gjeld er langsiktige krav knyttet til driftsrelatert infrastruktur. Vi har tre typer; pensjonskrav, utsatt skatt og andre avsetninger for krav. Pensjonskrav er krav fra ansatte om framtidige pensjon fra Kværner. Regnskapsføring av pensjoner åpner for utjevning ("smoothing"). Hvis avkastningen på pensjonsfondet er mindre eller mer enn ventet, kan virksomheten inntektsføre den ventede endringen og ikke den faktiske. Øker pensjonskravet pga estimatendring, kan tapet balanseføres som gjeld og periodiseres over gjenværende opptjeningstid (Knivsfå, 2005). Virkningen er at man ikke tar tap og vinning med en gang. Netto pensjonskrav bør vurderes til nåverdi, og pensjonskostnaden bør være endring av nåverdien i perioden. Virkningen på nettoresultatet bør klassifiseres som unormalt.

Justering av pensjonskostnad og pensjonskrav er gjort i analysen. Ved justering til virkelig verdi er blant annet virkningen på egenkapitalen stor, i negativ retning. Dette har ikke Kværner gjort brukere av regnskapet oppmerksom på.

5.2.3 Analyse og justering av driftssyklusen

Driftssyklusen er den løpende produksjons- og handelssyklusen for varer og tjenester. Driftsrelatert arbeidskapital bør i prinsippet justeres til korrekt historisk kost. Inntektsføring kan godtas på basis av kontrakt snarere enn levering. Kværner bruker prinsippet om løpende avregning i sine inntektsføringer av tilvirkningskontrakter, som baserer seg på basis av kontrakt. Avsetninger for tap på fordringer bør tilbakeføres innenfor rammen av korrekt

historisk kost (Knivsflå, 2005). Det er manglende informasjon for avsetninger på fordringer i Kværners regnskap over perioden, så det er ikke gjort noen justeringer i driftssyklusen.

5.2.4 Analyse og justering av driftstilknyttede investeringer

Metoder for regnskapsføring som bidrar til å redusere målefeil av type 2 er egenkapitalmetoden, bruttometoden og konsolidering. Benyttes kostmetoden kan det være aktuelt å justere til egenkapitalmetoden, som er en tilnærning til historisk kost. Kværner behandler sine driftstilknyttede investeringer etter egenkapitalmetoden, og det foretas ingen justeringer.

5.2.5 Analyse og justering av foretaksintegrasjon

I en investororientert analyse hvor det er relevant å måle lønnsomheten i den virksomheten man faktisk eier, vil oppkjøpsmetoden gi best mål på underliggende lønnsomhet (Knivsflå, 2005). Kværner behandler kjøp av virksomhet etter oppkjøpsmetoden, dvs. etter verdien av vederlaget på transaksjonstidpunktet.

Ved oppkjøp kan det oppstå merverdier som ikke kan tilordnes spesifikke eiendeler og gjeld i den kjøpte virksomheten. Goodwill som oppstår ved oppkjøp skal vurderes etter vurderingsregelen for anleggsmidler i RL § 5-3, og avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Egenutviklet utvikling balanseføres ikke. Det kan derfor argumenteres for at kjøp goodwill ikke bør avskrives for å veie opp for målefeilen. Tanken er at to målefeil som går i hver sin retning delvis kan oppheve hverandre (Knivsflå, 2005). Dersom en virksomhet ikke vil avskrive goodwill må de vurdere nedskrivning hvert år. Det innebærer ikke at nedskrivning er nødvendig. Generelt kan man si av virksomheter ikke har særlig grad av egendefinert goodwill bør avskrive goodwill. Virksomheter med stor grad av egengenerert goodwill bør ikke gjennomføre avskrivninger. Hvilken gruppe Kværner havner i kan være vanskelig å avgjøre, og bør vurderes ut i fra kvalitative undersøkelser. Jeg velger derfor å se bort fra justering av goodwill.

5.2.6 Analyse og justering av netto finansiell gjeld

Her skal vi se på målingen av finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Netto finansiell gjeld bør i prinsippet justeres til virkelig verdi. I takt med økt verdipapirisering vil måling til virkelig verdi bli mer realistisk.

Finansiell gjeld bør balanseføre all finansiell gjeld, spesielt leiekraft – og rett. Kværner skiller mellom finansiell og operasjonell leasing. Finansielle leieavtaler bør balanseføres som eiendeler, og leiekraftet som finansiell gjeld. Kværner fører finansiell leasing som driftsmiddel og avskriver dem som ordinære anleggsmidler. Betalingsforpliktelsen behandles som gjeld. Det er ikke opplyst om hvordan operasjonell leasing behandles i regnskapet, og det vil derfor være vanskelig å foreta en eventuell justering fra direkte kostnadsføring til balanseføring. Jeg har derfor sett bort fra en justering av finansiell gjeld.

Finansielle eiendeler er en ressurs som representerer framtidige økonomiske fordeler, og bør justeres til virkelig verdi. Beste estimat kan eventuelt benyttes. Urealisert vinning og tap ved en slik justering er en unormal finanspost. Et estimat på virkelig verdi kan finnes ved å se på det gjennomsnittlige eller hvert enkelt års pris/bok forholdet i bransjen. Kværner er i Knivsflå (2005) har beregnet gjennomsnittet av pris/bok forholdet på Oslo Børs for perioden 1993-2004 for de enkelte bransjene. Medianen ble benyttet for å hindre påvirkning av ekstreme observasjoner. Kværner vil falle inn i bransjen industri, som har et gjennomsnittlig pris/bok forhold i perioden på 1,645. Det ville vært optimalt pris/bok for hvert enkelt år, men en slik beregning vil bli for omfattende i denne oppgaven. Jeg velger derfor å bruke det gjennomsnittlige pris/bok forholdet som et estimat på den virkelige verdien til finansielle eiendeler.

5.2.7 Analyse og justering av driftsrelatert skatt

Utsatt skatt og utsatt skattefordel er i stor grad basert på skjønnsmessige vurderinger, og derfor bør en stille seg kritisk til måling av utsatt skatt. Utsatt skatt og utsatt skattefordel vurderes til nominell verdi i finansregnskapet. Egenkapitalen undervurderes i finansregnskapet siden utsatt skatt blir ”overvurdert” pga manglende diskontering. Utsatt skattefordel gjør at egenkapitalen ”undervurderes” ved manglende diskontering (Knivsflå, 2005). Når jeg utfører en investororientert analyse bør jeg redusere netto utsatt skatt (utsatt skatt fratrukket utsatt skattefordel) for å få bedre samsvar med den diskonterte verdien. Jeg velger dermed å justere verdien av skatt i analysen.

Justeringsfaktoren, NUS*, kan beregnes ved hjelp av følgende formel:

$$NUS^* = (gss/(gss + ndi)) * NUS_t$$

hvor gss er gjennomsnittlig saldoprosent på avskrivninger, og ndi er beste estimat på underliggende internrente. Estimatet på internrente kan finnes ved hjelp av formelen:

$$NDR_t = ndi * NDE_{t-1}$$

Kvæerner har mye av driftseiendelene sine i maskiner, inventar, bygninger og kaianlegg, og en rimelig stor andel i skip. Et passende estimat for gss 18 %. Estimatet på ndi er beregnet til 5 % basert på omgruppert resultat og balanse. Dette gir meg en justeringsfaktor på 0,77. Netto utsatt skatt justeres dermed ned til 77 %, og 33 % er dermed egenkapital.

Virkningen av justeringene kan vi se i tabellene under som viser omgruppert og justert resultatregnskap og balanse.

	OMGRUPPERT RESULTAT									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
Driftsinntekter	24 530	26 129	29 620	58 214	72 962	82 290	70 864	54 472	45 011	
Materialer, varer og tjenester	12 738	13 746	16 667	35 247	47 964	52 576	50 926	38 086	31 417	
Lønn og sosiale kostnader	6 521	7 194	7 555	14 692	17 322	19 194	14 698	11 231	11 439	
Andre driftskostnader	3 154	3 485	3 111	6 278	5 101	8 613	3 860	3 134	2 125	
Ordinære avskrivninger	815	974	893	1 309	1 388	1 148	1 362	1 053	785	
Sum driftskostnader	23 228	25 399	28 226	57 526	71 775	81 531	70 846	53 504	45 766	
Driftsresultat	1 302	730	1 394	688	1 187	759	18	968	(755)	
Driftsrelatert skattekostnad	247	139	265	131	225	144	3	184	(143)	
Netto driftsresultat	1 055	591	1 129	557	962	615	15	784	(612)	
Nettoresultat fra tilkn. Virk.	-24	8	181	-61	15	3	-21	-54	-70	
Netto driftsresultat	1 031	599	1 310	496	977	618	(6)	730	(682)	
Netto finansinntekt	455	441	498	346	171	120	169	199	217	
Nettoresultat SSK	1 486	1 040	1 808	843	1 148	738	163	930	(465)	
Netto finanskostnad	392	372	462	841	972	974	793	746	564	
Netto minoritetesresultat	(7)	1	8	3	12	(3)	23	8	(10)	
Netto resultat EK	1 101	667	1 338	(1)	164	(233)	(654)	176	(1 019)	
Unormalt netto driftsresultat	(217)	130	286	325	163	(619)	(5 679)	16	(3 180)	
Unormalt netto finansresultat	(71)	260	175	336	598	(702)	58	60	(1 132)	
Fullst, nettores, til EK	813	1 057	1 798	659	925	(1 554)	(6 275)	252	(5 331)	
Netto betalt utbytte	217	238	260	282	244	305	(1 936)	(2 588)	-	
Endring i egenkapitalen	596	819	1 538	377	681	(1 859)	(4 339)	2 840	(5 331)	

OMGRUPPERT TOTALBALANSE									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Driftsrelaterte anleggsmidler	9 727	10 655	11 234	23 078	22 860	19 823	16 190	12 862	9 756
Langsiktig driftsrelatert gjeld	3 265	2 208	2 337	2 658	2 309	2 333	2 299	2 116	1 799
Netto anleggsmidler	6 462	8 447	8 897	20 420	20 551	17 490	13 891	10 746	7 957
Driftsrelaterte omløpsmidler	8 650	11 360	11 871	22 447	29 762	28 718	23 200	15 235	14 490
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	9 089	9 960	9 468	24 070	27 044	27 726	23 632	14 108	14 893
Driftsrelatert arbeidskapital	(439)	1 400	2 403	(1 623)	2 718	992	(432)	1 127	(403)
NETTO DRIFTSEIENDELER	6 023	9 847	11 300	18 797	23 269	18 482	13 459	11 873	7 554
Finansielle anleggsmidler	555	858	1 004	1 433	1 737	1 792	1 924	2 331	1 026
Finansielle omløpsmidler	6 847	5 256	4 015	5 401	3 899	3 673	2 758	2 228	3 300
FINANSIELLE EIENDELER	7 402	6 114	5 019	6 834	5 636	5 465	4 682	4 559	4 326
SYSSELSATTE EIENDELER	13 425	15 961	16 319	25 631	28 905	23 947	18 141	16 432	11 880
EGENKAPITAL	7 192	8 011	9 549	9 926	10 607	8 748	4 409	7 249	1 918
MINORITETSINTERESSER	26	20	40	165	217	171	117	90	83
Langsiktig finansiell gjeld	5 000	4 663	5 696	10 645	10 703	14 197	13 106	8 258	9 296
Kortsiktig finansiell gjeld	1 207	3 267	1 034	4 895	7 378	831	509	835	583
FINANSIELL GJELD	6 207	7 930	6 730	15 540	18 081	15 028	13 615	9 093	9 879
SYSSELSATT KAPITAL	13 425	15 961	16 319	25 631	28 905	23 947	18 141	16 432	11 880

5.3 Beregning av avkastningskrav

Avkastningskravene vil være målestokken for rentabilitet ved vurdering av lønnsomhet. Kværner vil være lønnsom hvis rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet.

5.3.1 Krav til egenkapitalen

Jeg har valgt å ta utgangspunkt i 3-års statsobligasjoner ved beregning av risikofri realrente etter skatt. Den risikofrie rente justeres for faktisk inflasjon og skatt. Beregningen etter skatt gjøres fordi avkastningskravet skal sammenlignes med en rentabilitet etter skatt.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
3-års statsobligasjon	6,54	6,59	6,36	5,46	4,62	5,32	5,39	6,61	6,44
Inflasjon	2 %	1 %	3 %	1 %	3 %	2 %	2 %	3 %	3 %
Skatt 28 %	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Risikofri realrente etter skatt	3 %	4 %	3 %	3 %	1 %	2 %	2 %	2 %	2 %

Betaværdien kan estimeres på basis av historiske data når virksomheten er børsnotert. Dette kan gjøres selv, eller ved å bruke andres estimat, for eksempel betaværdiene notert i Dagens Næringsliv. Jeg velger å bruke et estimat fra Thore Johnsen. Johnsen har estimert en beta på

1,08 hos Kværner over perioden jan 93 – des 97 (Gjesdal og Johnsen, 1999). Det kan være et rimelig en rimelig betaverdi. Kværner er et stort selskap, med mange forskjellige virksomheter, og vil nok i stor grad følge markedet. Både shipping og oljeindustrien er godt representert på Oslo Børs. Likevel vil nok Kværner ha en noen høyere betaverdi enn markedsporteføljen fordi selskapet innehar en del risikomomenter (for eksempel Sea Launch). Siden jeg skal se på avkastningskravet år for år, justerer jeg den gjennomsnittlige betaverdien slik at vi kan få hvert enkelt års betaverdi.

Justeringen av betaverdien krever en del beregninger. For å finne den justerte egenkapitalbetaen går jeg veien om beregning av beta til netto driftskapital. Beta til netto driftskapital er en vektet betaverdi gitt ved:

$$\beta_{\text{NDK}} = \beta_{\text{EK}} * (\text{EK} + \text{MI})/\text{NDK} + \beta_{\text{NFG}} * \text{NFG}/\text{NDK}$$

Betaverdien til netto driftskapital beregnes da til 0,71 for hele analysemetoden. Med utgangspunkt i Miller – Modigliani ”Proposition 1”, forutsettes netto driftsbeta å være konstant over hele analyseperioden (Knivsflå, 2005). MM1 sier at verdien av et selskap ikke er avhengig av hvordan bedriften er finansiert. Betaverdien til netto finansiell gjeld settes til 0. Årsaken er at den systematiske risikoen i finansiell gjeld balanseres mot den systematiske risikoen til finansielle eiendeler. Til slutt forutsetter jeg at betaverdien til minoriteten er den samme som til egenkapitalen. Vi få da følgende egenkapitalbeta og egenkapitalkrav:

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Egenkapitalbeta	0,595	0,833	0,806	1,249	1,451	1,376	1,849	1,061	2,344
EK/NDK	1,187	0,848	0,877	0,566	0,487	0,514	0,382	0,666	0,302
Egenkapitalbeta	0,595	0,833	0,806	1,249	1,451	1,376	1,849	1,061	2,344
MI/NDK	0,004	0,002	0,003	0,008	0,009	0,009	0,008	0,007	0,011
Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NFG/NDK	(0,191)	0,150	0,120	0,426	0,504	0,477	0,609	0,327	0,688
Netto driftsbeta	0,707	0,707	0,707	0,707	0,707	0,707	0,707	0,707	0,707
Risikofri rente etter skatt	0,030	0,037	0,027	0,031	0,014	0,022	0,022	0,024	0,024
Justert beta	0,595	0,833	0,806	1,249	1,451	1,376	1,849	1,061	2,344
Risikopreme etter skatt	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
Inflasjonsrate	0,023	0,014	0,025	0,012	0,026	0,022	0,023	0,031	0,030
Egenkapitalkrav	0,091	0,105	0,105	0,123	0,135	0,134	0,165	0,125	0,206

Kravet til avkastning ligger ganske stabilt i den første delen av analyseperioden. Mot slutten av perioden øker den. I 2001 er den nesten det dobbelte som tidligere i analyseperioden.

Dette har sammenheng med gjeldsgraden. Høy gjeldsgrad innebærer høyere finansiell risiko, og øker risikoen til egenkapitalen. Kværner slet med høy gjeldsandel, spesielt mot slutten av 90-tallet, og investorene ønsker høyere kompensasjon for økt risiko.

5.3.2 Krav til sysselsatt kapital

Kravet til sysselsatt kapital bestemmes gjennom vekting. I forrige avsnitt fant vi egenkapitalkravet, ekk. Da gjenstår det å finne kravet til minoriteten og til finansielt gjeldskrav. Minoritetsinvesteringer er egenkapitalsinvesteringer. Vi kan derfor anta at minoriteten vil ha samme krav som eierne til egenkapitalen. I tillegg må kravet ta hensyn til graden av innlåsning eller illikviditet, en såkalt likviditetspremie. Jeg velger en likviditetspremie på 2 % med tanke på likviditetsproblemene i Kværner.

Finansielt gjeldskrav fastsettes av finansielle långivere. Jeg må bestemme beta til finansiell gjeld og kredittrisikopremien. Kredittrisikopremien finnes gjennom å foreta en rating av selskapet. Ratingen fører fram til en kredittrisikofaktor som multipliseres med risikofri rente etter skatt. Betaverdien til finansiell gjeld finnes ved betaverdien til finansielle eiendeler multiplisert med FE/FG. Forutsettes det at kontanter og fordringer har en betaverdi på null, og investeringer en betaverdi på 1, kan betaverdien til finansiell gjeld finnes ved INV/FG. Beregningene finnes i appendikset. Dette gir oss følgende krav til sysselsatt kapital.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Egenkapitalkrav	0,091	0,105	0,105	0,123	0,135	0,134	0,165	0,125	0,206
Egenkapitalvekt	0,570	0,541	0,617	0,416	0,390	0,393	0,283	0,481	0,189
Minoritetskrav	0,111	0,125	0,125	0,143	0,155	0,154	0,185	0,145	0,226
Minoritetsvekt	0,002	0,001	0,002	0,006	0,007	0,007	0,006	0,005	0,007
Finansielt gjeldskrav	0,137	0,110	0,103	0,079	0,062	0,071	0,646	0,293	23,883
Finansiell gjeldsvekt	0,428	0,457	0,380	0,577	0,603	0,600	0,711	0,514	0,804
Sysselsatt kapitalkrav	0,111	0,107	0,104	0,098	0,091	0,096	0,507	0,211	19,252

Også her ligger kravet rimelig stabilt de første årene, for så å øke kraftig de siste tre årene. Den ekstreme verdien i 2001 skyldes høy kredittrisikopremie, og konkurssansynligheten var svært høy. Kværner hadde store problemer med likviditeten dette året.

5.3.3 Krav til netto driftskapital

Netto driftskrav fines gjennom vekting. Kravet til netto finansiell gjeld må beregnes først. Dette kravet finnes gjennom å vekte finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Kravet

til finansielle eiendeler avhenger av hva de finansielle eiendelene er plassert i. Kontanter bør ha risikofri rente som krav. For fordringer bør kravet være risikofri rente pluss en risikopremie på grunn av kreditlementet. Investeringer bør ha markedskrav. Er risikoen omtrent like stor som i markedet, bør kravet være markedsavkastningen. Finansielt eiendelskrav finnes da gjennom vekting av kravene. Beregningen er vist i appendikset.

Dette gir oss følgende krav til netto driftskapital:

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Egenkapitalkrav	0,091	0,105	0,105	0,123	0,135	0,134	0,165	0,125	0,206
Egenkapitalvekt	1,187	0,848	0,877	0,566	0,487	0,514	0,382	0,666	0,302
Minoritetskrav	0,111	0,125	0,125	0,143	0,155	0,154	0,185	0,145	0,226
Minoritetsvekt	0,004	0,002	0,003	0,008	0,009	0,009	0,008	0,007	0,011
Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,019	0,084	0,062	0,058	0,066	0,896	0,470	37,187
Netto finansiell gjeldsvekt	(0,191)	0,150	0,120	0,426	0,504	0,477	0,609	0,327	0,688
Netto driftskrav	0,103	0,092	0,102	0,097	0,096	0,101	0,611	0,238	25,634

Krav til netto driftskapital er stabilt i begynnelsen av perioden, for så å øke kraftig de siste tre årene. Igjen er det gjeldsgraden som påvirker avkastningskravet fordi risikoen i kapitalen øker.

5.4 Beregning av rentabilitet

Tallene til beregning av rentabilitet henter jeg fra det justerte og omgrupperte regnskapet. Rentabiliteten for de enkelte årene vises i tabellen:

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ekr	0,180	0,108	0,127	0,048	0,011	(0,032)	(0,042)	(0,021)	(0,212)
Fekr	0,131	0,192	0,228	0,061	0,074	(0,147)	(0,656)	0,090	(0,854)
Ekk	0,091	0,105	0,105	0,123	0,135	0,134	0,165	0,125	0,206
ekr – ekk	0,088	0,003	0,022	(0,076)	(0,123)	(0,166)	(0,207)	(0,146)	(0,418)
fekr – ekk	0,040	0,087	0,123	(0,063)	(0,061)	(0,281)	(0,821)	(0,034)	(1,061)
Skr	0,119	0,084	0,101	0,063	0,040	0,023	0,022	0,033	(0,047)
Skk	0,111	0,107	0,104	0,098	0,091	0,096	0,507	0,211	19,252
skr – skk	0,008	(0,024)	(0,003)	(0,035)	(0,051)	(0,073)	(0,485)	(0,178)	(19,299)
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Ndr	0,143	0,093	0,101	0,063	0,043	0,023	0,019	0,030	(0,092)
Ndk	0,103	0,092	0,102	0,097	0,096	0,101	0,611	0,238	25,634
ndr – ndk	0,041	0,000	(0,001)	(0,035)	(0,053)	(0,078)	(0,591)	(0,208)	(25,727)

Avkastningen til egenkapitalen må sies å ha vært tilfredsstillende i 1993 og 1995. Egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet, både når vi ser på normalisert resultat og fullstendig resultat. Den totale avkastningen til egenkapitalen var høyere enn normalisert krav i perioder.

Kværner har vært lønnsom i perioden 1993-1995, til tross for nedgangstider og vanskelige markedsforhold. Fra 1996 og utover klarte ikke Kværner å generere lønnsomhet til sine eiere. Avkastningen var mye dårligere enn kravet. Det kan tyde på at kjøpet av Trafalgar House med alle sine lik i lasten var en dårlig vurdering av konsernsjefen. Det var i 1996 problemene virkelig begynte å rulle i Kværner. Kværner-ledelsen burde ha oppdaget problemene på et tidligere tidspunkt. Aksjemarkedet reagerte heller ikke før i andre halvdel av 1997. Da aksjen begynte å stupe i andre halvdel av 1997 var det tydelig at aksjemarkedet ikke hadde ventet at det sto så dårlig til i Kværner.

Avkastningen på sysselsatt kapital er dårligere enn kravet i hele perioden, bortsett fra 1993. Det er vanskelig å si noe konkret om i denne blandingen av drift og finansieringen, så jeg retter heller fokus mot netto driftsrentabiliteten.

Driften i Kværner genererte lite lønnsomhet til konsernet, kun i 1993 var netto driftsrentabilitet høyere enn kravet. Det virker som det er i finansielle sidene som har generert lønnsomhet, i hvert fall fram til 1996. Igjen ser vi en markant forverring i lønnsomheten fra 1996, men ikke i like stor grad som hos egenkapitalrentabiliteten. Det er tydelig at gjeldsforholdene i Kværner har hatt stor betydning for lønnsomheten.

Generelt sies det at gjeld ikke skal føre til verdiøkninger i et selskap, men heller den skal heller ikke føre til verdiforringelse. Mye tyder på at den økte gjeldsbyrden har vært med på redusere lønnsomheten i stor grad. En annen fortolkning kan ligge i de finansielle investeringene. Finansielle investeringer kan ha bidratt til å redusere lønnsomheten i Kværner betraktelig. Mange av Kværners investeringer har vist en betydelig negativ utvikling, for eksempel rakettoppskytningsbasen Sea Launch. I tillegg var Kværner involvert i mange virksomheter som det fantes lite bransjekunnskap om i Norge. Ledelsen besto i stor grad av norske medlemmer. Slike investeringer kan ha skapt betydelige problemer for Kværner og forringet lønnsomheten.

Ser vi på residual income i forhold til egenkapital var den positiv i kun to perioder, 1993 og 1995. Kværner klarte ikke generere "renprofitt" i de andre periodene. Nok en indikasjon på

at dårlig lønnsomhet. Omsetningen i et selskap skal forhåpentlig klare å sørge for lønnsomhet i en virksomhet gjennom å overstige kostnadene. Det har ikke Kværners omsetning vært i stand til.

Residual income	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ekk	430	(83)	69	(869)	(1 444)	(1 670)	(1 217)	(1 210)	(1 762)
skk	(36)	(581)	(156)	(1 269)	(1 615)	(1 788)	(9 221)	(3 132)	(237 165)
ndk	402	(185)	(88)	(918)	(1 366)	(1 447)	(8 315)	(2 630)	(198 045)

5.5 Common size analyse

Jeg har valgt å se på Kværners regnskapstall med en common size analyse i et forsøk på å kartlegge viktige forhold som har påvirket lønnsomheten. 1993 brukes som basisår. Basisåret er valgt av to grunner:

- ✓ Dette er startåret for analysen min
- ✓ Dette var det eneste året som viste god lønnsomhet i perioden, og burde vært en målestokk å følge for Kværner.

Driftsinntektene i Kværner var høyere enn basisåret i perioden 1994-2001, noe som i stor grad skyldes oppkjøp av selskaper som har bidratt til å øke omsetningen. Den økte omsetningen skulle være et godt utgangspunkt for å øke lønnsomheten i Kværner. Det har den ikke greid. Vi kan se at bare kostnaden til materialer, varer og tjenester har økt i større grad enn driftsinntektene i forhold til basisårene. Det er et dårlig tegn, og kan tyde på dårlig effektivisering av kostnadsbruken.

Netto driftsresultat har kun en gang vært høyere enn basisåret, nemlig i 1995. Det samme ser vi hos resultat til sysselsatt kapital og resultat til egenkapitalen. Økte kostnader har i stor grad sørget for den dårligere lønnsomheten.

Balansepostene har stort sett økt i forhold til basisåret. Særlig ser vi en stor økning i den finansielle gjelden. Gjelden økte mye mer enn egenkapitalen, og viser at gjeldsproblemet var reelt. Reduksjonen i finansielle eiendeler skyldes i hovedsak salg av virksomheter uten kjerneområdene til Kværner. Salgene skulle brukes til å redusere netto rentebærende gjeld i

Kværner, men vi ser tydelig at salgene på langt nær klarte å dekke inn gjeld. Tallene er oppsummert i tabellen.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Driftsinntekter	100 %	107 %	121 %	237 %	297 %	335 %	289 %	222 %	183 %
Materialer, varer og tjenester	100 %	108 %	131 %	277 %	377 %	413 %	400 %	299 %	247 %
Lønn og sosiale kostnader	100 %	110 %	116 %	225 %	266 %	294 %	225 %	172 %	175 %
Andre driftskostnader	100 %	110 %	99 %	199 %	162 %	273 %	122 %	99 %	67 %
Ordinære avskrivninger	100 %	101 %	134 %	109 %	185 %	173 %	141 %	182 %	139 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	100 %	69 %	94 %	86 %	87 %	44 %	23 %	47 %	-75 %
Driftsrelatert skattekostnad	100 %	52 %	124 %	46 %	115 %	50 %	-13 %	84 %	-65 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	100 %	73 %	88 %	94 %	81 %	43 %	30 %	40 %	-77 %
Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	100 %	-33 %	-754 %	254 %	-63 %	-13 %	88 %	225 %	292 %
Netto driftsresultat	100 %	75 %	106 %	91 %	84 %	44 %	29 %	36 %	-85 %
Netto finansinntekt	100 %	97 %	109 %	76 %	38 %	26 %	37 %	44 %	48 %
Nettoresultat til sysselsatt kapital	100 %	81 %	107 %	86 %	71 %	39 %	31 %	38 %	-46 %
Netto finanskostnad	100 %	95 %	118 %	214 %	248 %	248 %	202 %	190 %	144 %
Netto minoritetesresultat	100 %	-14 %	-114 %	-43 %	-171 %	43 %	-329 %	-114 %	143 %
Netto resultat til egenkapitalen	100 %	76 %	102 %	43 %	11 %	-30 %	-27 %	-13 %	-108 %
Unormalt netto driftsresultat	100 %	-74 %	-152 %	145 %	38 %	236 %	2606 %	-242 %	1601 %
Unormalt netto finansresultat	100 %	-279 %	-229 %	-380 %	-667 %	626 %	51 %	-105 %	1193 %
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	100 %	160 %	210 %	67 %	85 %	-181 %	-747 %	60 %	-726 %
Netto betalt utbytte	100 %	110 %	120 %	130 %	112 %	141 %	-892 %	-1193 %	0 %
Endring i egenkapitalen	100 %	177 %	241 %	45 %	76 %	-290 %	-698 %	488 %	-974 %
Netto anleggsmidler	100 %	131 %	136 %	290 %	287 %	245 %	197 %	157 %	109 %
Driftsrelatert arbeidskapital	100 %	-319 %	-547 %	370 %	-619 %	-226 %	98 %	-257 %	92 %
Netto driftseiendeler	100 %	159 %	179 %	285 %	345 %	275 %	203 %	184 %	110 %
Finansielle eiendeler	100 %	83 %	70 %	94 %	80 %	78 %	66 %	65 %	61 %
SYSSELSATTE EIENDELER	100 %	120 %	122 %	186 %	207 %	173 %	132 %	122 %	85 %
Egenkapital	100 %	114 %	132 %	136 %	141 %	119 %	65 %	103 %	28 %
Minoritetsinteresser	100 %	77 %	154 %	635 %	835 %	658 %	450 %	346 %	319 %
Finansiell gjeld	100 %	128 %	108 %	250 %	291 %	242 %	219 %	146 %	159 %
SYSSELSATT KAPITAL	100 %	120 %	122 %	186 %	207 %	173 %	132 %	122 %	85 %

Netto betalt utbytte lå forholdsvis stabilt de første årene. Spørsmålet er om det var forsvarlig å betale noe ut. Investorene fikk generelt lite igjen for investeringen sin i slutten av analyseperioden. Det ble ikke betalt utbytte, og de måtte bidra med store kapitalinnskudd gjennom aksjeemisjoner. Salg av aksjer ga heller ikke mye gevinst. Kværner var helt klart i vanskeligheter på likviditetsmessig og økonomisk.

En common size analyse kan også gjøres ved å måle postene i forhold til driftsinntektene. Det kan gi informasjon om utviklingen i de enkelte posters andel av inntektene. Utviklingen

viser økning i materialer, varer og tjenester i nesten hele perioden i forhold til inntektene. De andre kostnadene ligger relativt stabilt over perioden.

Det ser ut til at et av problemområdene ligger i håndteringen av varekostnaden. Manglende implementering av oppkjøpte bedrifter kan ha bidratt til manglende kostnadseffektiviseringer. Almskog iverksatte programmer for kostnadseffektivisering i 1998, med spesielt fokus på administrasjonskostnader. Dette ga ikke nedgang i andel av kostnadene, men det virker som kostnadsnivået stabiliserte seg i perioden. Fra 1997 klarte ikke inntektene å generere særlig til nettoresultatet til egenkapitalen. Den manglende inntjeningen har nok bidratt til den økte gjelden i Kværner.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Driftsinntekter	24 530	26 129	29 620	58 214	72 962	82 290	70 864	54 472	45 011
Materialer, varer og tjenester	52 %	53 %	56 %	61 %	66 %	64 %	72 %	70 %	70 %
Lønn og sosiale kostnader	27 %	28 %	26 %	25 %	24 %	23 %	21 %	21 %	25 %
Andre driftskostnader	13 %	13 %	11 %	11 %	7 %	10 %	5 %	6 %	5 %
Ordinære avskrivninger	3 %	3 %	3 %	1 %	2 %	2 %	2 %	3 %	2 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	6 %	4 %	4 %	2 %	2 %	1 %	0 %	1 %	-2 %
Driftsrelatert skattekostnad	1 %	0 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Netto driftsresultat egen virksom.	5 %	3 %	3 %	2 %	1 %	1 %	0 %	1 %	-2 %
Nettoresultat driftstilknyttede	0 %	0 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Netto driftsresultat	5 %	3 %	4 %	2 %	1 %	1 %	0 %	1 %	-2 %
Netto finansinntekt	2 %	2 %	2 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Nettoresultat til sysselsatt kapital	6 %	5 %	6 %	2 %	2 %	1 %	1 %	1 %	-2 %
Netto finanskostnad	2 %	1 %	2 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %	1 %
Netto minoritetesresultat	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Netto resultat til egenkapitalen	5 %	3 %	4 %	1 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-3 %
Unormalt netto driftsresultat	-1 %	1 %	1 %	-1 %	0 %	-1 %	-8 %	1 %	-8 %
Unormalt netto finansresultat	0 %	1 %	1 %	1 %	1 %	-1 %	0 %	0 %	-3 %
Fullstendig nettoresultat til EK	3 %	5 %	6 %	1 %	1 %	-2 %	-9 %	1 %	-14 %
Netto betalt utbytte	1 %	1 %	1 %	0 %	0 %	0 %	-3 %	-5 %	0 %
Endring i egenkapitalen	3 %	4 %	5 %	0 %	1 %	-2 %	-6 %	6 %	-14 %

6. Oppsummering og konklusjon

Jeg har i oppgaven forsøkt å vurdere lønnsomheten til Kværner ASA i perioden 1993-2001. Det kommer klart fram at perioden var svært turbulent, og en tung tid, for Kværner. Selskapet gikk relativt raskt ned i lønnsomhet på 90-tallet. Mye av årsaken lå nok i dårlige investeringsbeslutninger fra ledelsens side.

På slutten av 80-tallet hadde Kværner en bugnende pengesekk uten klare tanker om hva som skulle gjøres med pengene. Da Tønseth ble ansatt som konsernsjef fikk pengene ben å gå på. Tønseth var alltid på jakt etter nye investeringsmuligheter, men uten å tenke på implementeringen av de kjøpte virksomhetene. Det kan ha gitt store utslag på effektiv utnyttelse av ressursene, og ført til voldsomme kostnadsøkninger som kanskje kunne vært unngått. Manglende implementering kan også være årsak til at ledelsen ikke fanget opp Kværners problemer på et mye tidligere stadium. Kjøpet av Trafalgar House var kronen på verket for Tønseth. Det ble en meget dyr krone som i betydelig grad var med på å redusere lønnsomheten i Kværner. Spesielt gjeldsbyrdene økte i perioden, en byrde ledelsen ikke klarte å kvitte seg med.

Da Almskog tok over etter Tønseth, var Kværner-skuta skakkjørt. Almskog satte i gang restruktureringer og kostnadseffektiviseringer, men trolig kom det for sent i gang. Det han i stor grad lyktes med, var likevel å selge ut virksomheter som lå utenfor Kværners kjerneområde. Uten salgene er det godt mulig at Kværner ville fått store problemer på et tidligere stadium enn de faktisk gjorde.

Analysen prøvde å kartlegge de underliggende økonomiske forholdene i perioden. Det kommer klart fram av analysen at det sto langt dårligere til med Kværner enn finansregnskapet rapporterte. Dette er nok noe av årsaken til julingen Kværner fikk i aksjemarkedet etter hvert som problemene ble avdekket. Markedet ventet tydelig mye bedre resultater enn det Kværner kunne skilte med. Spesielt var den økende gjeldsgraden til stor bekymring. I tillegg økte kostnadene i mye større grad enn inntektene. Dette gikk betydelig ut over Kværners evne til å generere lønnsomhet til sine eiere.

Det kan konkluderes med at de mange oppkjøpene, og dårlig implementering, i stor grad var skyld i Kværners lønnsomhetsutvikling. Ledelsen evnet ikke ta gode nok beslutninger. Kanskje var ledelsen forblindet av den interne konflikten og maktkampen i konsernet.

Analysen bærer nok preg av en del svakheter. Det er stor sannsynlighet for at målestøyen ikke er redusert tilstrekkelig til å vurdere den underliggende lønnsomheten. Dette skyldes dels begrenset informasjon i årsberetningene, dels at flere justeringer kunne vært gjort. Et forhold som kunne vært verd å se på er betydningen av avsetninger og nedskrivninger, og da det var tillatt, oppskrivninger. Ved en analyse av underliggende lønnsomhet bør disse postene justeres. Det er ikke gjort i denne oppgaven. Dels for å begrense omfanget, men viktigst var dårlig informasjon i årsberetningene de første årene. Betydningen av valutakursene kunne også vært analysert nærmere. Videre er det godt mulig at virkelig verdi av gjeld er høyere enn det som kommer fram i analysen. Fokuset kan også i større grad være på markedsbaserte verdivurderinger av kapitalen. Disse svakhetene kan være gjenstand for nærmere undersøkelser, og jeg kaster ballen videre.

Et annet forslag til andre studenter er å se på de mer kvalitative forholdene under perioden. Det kan for eksempel undersøkes hvilken betydning maktkampen i Kværner hadde for den generelle driften. En kvalitativ analyse vil kunne komplimentere en kvantitativ analyse, spesielt ved vurderinger av estimater i den kvantitative undersøkelsen. Det er en utfordring jeg synes andre studenter bør ta.

7. Appendiks

Beregning av justering inflasjon i avskrivningene:

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Justert A	634	871	743	1259	1223	1101	1430	1104	840
Ujustert A	815	974	893	1 309	1 388	1 148	1 362	1 053	785
P	1,02	1,04	1,06	1,08	1,10	1,13	1,15	1,19	1,23
Ibjust	8 835	9 731	8 249	12 777	11 772	8 662	6 221	4 786	4 053
i	0,02	0,01	0,03	0,01	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03
Tilbakeførte avskrivninger	181	103	150	50	165	47	(68)	(51)	(55)
Driftseiendelen reduseres til	8 201	8 860	7 506	11 518	10 549	7 561	4 791	3 682	3 213
Verdiendring anleggsmidler	634	871	743	1 259	1 223	1 101	1 430	1 104	840
Tilbakeførte avskrivninger	181	103	150	50	165	47	(68)	(51)	(55)
Utsatt skatt	51	29	42	14	46	13	(19)	(14)	(15)
Netto driftseiendeler	634	871	743	1 259	1 223	1 101	1 430	1 104	840
Egenkapital	634	871	743	1 259	1 223	1 101	1 430	1 104	840
Økning i utsatt skatt	-24	(22)	13	(28)	32	(33)	(32)	5	(1)
Fullstendig driftsresultat	61	215	(115)	488	(3)	(155)	297	(321)	(265)
Skatt	(24)	(22)	13	(28)	32	(33)	(32)	5	(1)
fullstendig netto driftsresultat	85	237	(128)	516	(35)	(122)	329	(325)	(264)

Justering pensjonskostnad

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Opptjente pensjonsforpliktelse	1228	1316	1491	12160	15937	16936	18275	18369	16787
Beregnet effekt av framtidige lønnsreguleringer	550	537	595	577	553	601		675	662
Virkelig verdi av pensjonskrav	1778	1853	2086	12737	16490	17537	18275	19044	17449
Virkelig verdi av pensjonskrav	1778	1853	2086	12737	16490	17537	18275	19044	17449
Virkelig verdi av pensjonsfond	1504	1532	1784	14670	18632	20103	23496	21922	18174
Netto pensjonskrav til virkelig verdi	3282	3385	3870	27407	35122	37640	41771	40966	35623
Ikke-balanseført gjeld pga. "smoothing"	18	7	-10	344	655	597	977	320	977
Balanseført netto pensjonskrav	3264	3378	3880	27063	34467	37043	40794	40646	34646
Netto driftseiendeler før skatt	-18	-7	10	-344	-655	-597	-977	-320	-977
Utsatt skatt	-5	-2	3	-96	-183	-167	-274	-90	-274
Netto driftseiendeler etter skatt	-13	-5	7	-248	-472	-430	-703	-230	-703
Egenkapital	-13	-5	7	-248	-472	-430	-703	-230	-703
Unormalt driftsresultat	-18	11	17	-354	-311	58	-380	657	-657
Endring i utsatt skatt	-5	3	5	-99	-87	16	-106	184	-184
Unormalt netto driftsresultat	-13	8	12	-255	-224	42	-274	473	-473

Justering av finansielle eiendeler

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Median pris/bok på Oslo Børs	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645	1,645
Kontanter og bankinnskudd	6 010	4 384	3 444	2 511	1 911	2 692	2 399	1 859	2 882
Langsiktige investeringer i aksjer og andeler	77	136	360	312	476	446	271	355	124
Langsiktige finansielle fordringer	120	235	110	150	124	229	413	525	615
Rentebærende langsiktige fordringer	358	487	534	971	1 137	1 117	1 240	1 451	287
Rentebærende kortsiktige fordringer	555	858	1 004	1 433	1 737	1 792	1 924	2 331	1 026
Kortsiktige investeringer	187	181	75	231	239	387	344	355	403
Balansførte finansielle eiendeler	7307	6281	5527	5608	5624	6663	6591	6876	5337
Estimert merverdi investeringer	170	204	281	350	461	537	397	458	340
Finansielle eiendeler til virkelig verdi	7 477	6 485	5 808	5 958	6 085	7 200	6 988	7 334	5 677
Finansielle eiendeler før skatt	170	204	281	350	461	537	397	458	340
utsatt skatt	48	57	79	98	129	150	111	128	95
finansielle eiendeler	123	147	202	252	332	387	286	330	245
Egenkapitalen	123	147	202	252	332	387	286	330	245
Unormalt finansresultat før skatt	(40)	34	76	70	111	76	(141)	61	(118)
endring i utsatt skatt	(11)	10	21	20	31	21	(39)	17	(33)
unormalt finansresultat	(29)	25	55	50	80	55	(101)	44	(85)

Justering skatt

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Utsatt skatt	1 428	1 610	1 849	1 557	1 493	1 415	1 276	1 244	1 050
Utsatt skattefordel	70	89	117	1 489	1 493	1 242	1 154	1 012	769
Netto utsatt skatt	1 358	1 521	1 732	68	-	173	122	232	281
Virkning inflasjon	51	29	42	14	46	13	(19)	(14)	(15)
Virkning av å pensjonskrav	-5,04	-1,96	2,8	-96,32	-183,4	-167,16	-273,56	-89,6	-273,56
Netto utsatt driftsskatt	1 404	1 548	1 777	(14)	(137)	19	(170)	128	(8)
Justeringsfaktor	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Justert netto utsatt driftsskatt	1 087	1 199	1 376	(11)	(106)	15	(132)	99	(6)
Virkning av finansielle eiendeler	48	57	79	98	129	150	111	128	95
Netto utsatt finansskatt	1 135	1 256	1 455	87	23	165	(21)	227	89
Justeringsfaktor	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Justert netto utsatt finansskatt	879	973	1 127	67	18	128	(16)	176	69
Netto driftseiendeler	316	349	401	(3)	(31)	4	(38)	29	(2)
finansielle eiendeler	11	13	18	22	29	34	25	29	21
egenkapital	327	362	418	19	(2)	38	(13)	58	20
Unormalt netto driftsresultat	(1)	33	52	(404)	(28)	35	(43)	67	(31)
unormalt netto finansresultat	(3)	2	5	4	7	5	(9)	4	(7)
unormalt nettoresultat til ek	(3)	35	56	(399)	(21)	40	(52)	71	(38)

Beregninger av avkastningskrav og rating. Rating skjer ved hjelp av egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet, rentedeckningsgrad og likviditetsgrad 1.

ekp	0,40	0,37	0,45	0,26	0,24	0,25	0,17	0,32	0,10
Rating	bb	bb	bbb	b	b	b	ccc	bb	cc
ndr	0,16	0,08	0,09	0,05	0,04	0,03	0,02	0,03	(0,12)
Rating	aaa	aa	aa	aaa	aaa	aaa	d	d	d
lg1	1,51	1,26	1,51	0,96	0,98	1,13	1,08	1,17	1,15
Rating	bb	bb	bbb	b	b	bb	b	bb	b
rdg	4	3	4	2	1	1	1	1	(1)
Rating	aaa	aa	aa	aaa	aaa	aaa	d	d	d
Gjennomsnittlig rating	bbb	bbb	a	bbb	bbb	a	c	cc	c

Finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta

Finansiell gjeldsbeta	1,11	0,68	0,67	0,37	0,25	0,28	0,22	0,28	0,33
Finansiell gjeldsvekt	0,45	0,56	0,56	0,69	0,75	0,72	0,73	0,65	0,68
Finansiell eiendelsbeta	0,91	0,86	0,86	0,81	0,75	0,71	0,60	0,53	0,72
Finansiell eiendelsvekt	0,55	0,44	0,44	0,31	0,25	0,28	0,27	0,35	0,32
Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontantvekt	0,80	0,96	0,84	0,48	0,42	0,32	0,54	0,49	0,40
Fordringsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
fordringsvekt	0,06	0,10	0,06	0,07	0,08	0,14	0,23	0,29	0,36
Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Investeringsvekt	0,91	0,86	0,86	0,81	0,75	0,71	0,60	0,53	0,72
Finansiell eiendelsbeta	0,91	0,86	0,86	0,81	0,75	0,71	0,60	0,53	0,72

Finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav

risikofri rente etter skatt	0,03	0,04	0,03	0,03	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
finansiell gjeldsbeta	1,11	0,68	0,67	0,37	0,25	0,28	0,22	0,28	0,33
risikopremie til markedet	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
premie for kredittrisiko	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,59	0,22	23,81
Inflasjonsrate	0,02	0,01	0,03	0,01	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03
finansielt gjeldskrav	0,14	0,11	0,10	0,08	0,06	0,07	0,65	0,29	23,88
kontantkrav	0,03	0,04	0,03	0,03	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
kontantvekt	0,80	0,96	0,84	0,48	0,42	0,32	0,54	0,49	0,40
finansielt fordringskrav	0,14	0,11	0,10	0,08	0,06	0,07	0,65	0,29	23,88
Finansiell fordringsvekt	0,06	0,10	0,06	0,07	0,08	0,14	0,23	0,29	0,36
investeringskrav	0,10	0,10	0,09	0,10	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09
investeringsvekt	0,91	0,86	0,86	0,81	0,75	0,71	0,60	0,53	0,72
Inflasjonsrate	0,02	0,01	0,03	0,01	0,03	0,02	0,02	0,03	0,03
Finansielt eiendelskrav	0,12	0,13	0,11	0,10	0,07	0,08	0,22	0,14	8,57

Litteraturliste

Dyrnes, Steinar og Valderhaug, Roar (2002): Da Røkke tok Kværner. Gyldendal Norsk Forlag AS, Gjøvik.

Gjesdal, Frøystein (2001): Measuring Financial Performance: A Case Study. SNF-Report no. 44/01. Foundation for Research in Economics and Business Administration, Bergen.

Gjesdal, Frøystein (2006): Forelesninger BUS 430 Finansregnskap og kapitalmarkeder, høst 2006, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999): Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering. Cappelens Akademiske Forlag, Oslo.

Johnsen, Atle og Kvaal, Erlend (1999): Regnskapsloven. Kommentar til lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v. Cappelens akademiske forlag, Oslo.

Kinserdal, Arne (2000): Finansregnskap med analyse del 1. 12.utg. Cappelens Akademiske Forlag, Oslo.

Knivsflå, Kjell Henry (2005): Forelesningsplansjer BUS 424 Strategisk regnskapsanalyse, høst 2005, Norges Handelshøyskole, Bergen.

Lilleholt, Kåre, Fjell, Tore og Hambro, Carl J (2003): Kværner ASA 1996-2001. Rapport fra et undersøkelsesutvalg engasjert mai 2002.

Norges Bank (2007): Statistikk. http://www.norgesbank.no/Pages/Article_55495.aspx

Penman, Stephen H. (2003): Financial Statement Analysis and Security Valuation. 2nd ed. McGraw-Hill, New York.

Regnskapsloven (2005): Lov av 17. juli 1998 nr.56 om årsregnskap. Cappelen Akademiske Forlag, Lovdata, Oslo.

Statistisk Sentralbyrå (2007): Konsumprisindeksen fra 1865. <http://www.ssb.no/emner/08/02/10/kpi/tab-01.html>.